

- Una hora con Isabel Lévy e Ingrid Trawinski, METROPOLE Gestion
- Más allá del Ibex, Sacyr
- Entrevista a Carlos Capela, Federated Hermes



**INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS AL ALZA:**

# ¿Escenario perfecto para los ilíquidos?

# ¿Luchar contra la adicción a los videojuegos?

## Aceptamos el reto.



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

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

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

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



**ROBECO**  
The Investment Engineers

Con los expertos en inversión sostenible  
**ROBECOSAM**

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

# El paso de emergentes a activos desarrollados en las criptomonedas

**J**usto cuando cerramos esta edición se cumplen tres meses de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Tres meses en los que las magnitudes de un evento enquistado empiezan a ser visibles con varias casas de análisis globales advirtiendo del impacto que esto tendrá en el crecimiento mundial. Para muchos, las caídas que estamos viendo en las últimas semanas no son más que descontar, por parte de los mercados, que sí o sí la economía entrará en recesión. Tanto en EEUU como, por supuesto, Europa con un mayor impacto derivado de la guerra y la crisis energética. Todo ello con una inflación que todavía sigue en niveles elevados y está tardando mucho más en normalizarse de lo que los mercados preveían y que está llevando a los Bancos Centrales a reafirmar sus objetivos de normalización monetaria incluso de una forma más agresiva.

Un cóctel al que se le ha unido, en el mes de mayo, la explosión del mundo cripto que se ha llevado por delante la mitad del valor de este mercado. Son muchos los expertos que creen que esto ha servido como purga a un mundo en el que "todo valía" y aseguran que saldrá fortalecido. Parece que ha llegado el momento, al igual que ha sucedido a lo largo de la historia con el resto de activos "emergentes", de saber qué es grano y qué paja. Y sobre todo, qué papel deben jugar en las carteras. ■

Espero que disfruten estas páginas



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

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

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

## ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

**Depósito legal:** M-12355-2019

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



# CONTENIDOS

**Inflación y tipos de interés al alza:  
¿escenario perfecto para los ilíquidos?**

Reportaje por *Silvia Morcillo*

6

**Una hora con Isabel Lévy  
e Ingrid Trawinski**

*METROPOLE Gestion, filial de ODDO BHF AM*

52

**Macroeconomía**

Por *Ramón Bermejo*

14

**Más allá del Ibex**

*Sacyr*

54

**Ranking de Fondos**

Por *Consuelo Blanco*

44

**Entrevista final a Carlos Capela**

*Federated Hermes*

60

**Fondo a examen**

*ETF DBX S&P500 2X LEVERAGEDs*

46

**Entrevista gestor**

*abrdrn*

48

**ASEAFI**

*Inversión alternativa: opción u obligación*

50





## Hidrógeno

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

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

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

amundi.es

Fund managed by 

La confianza se gana

**Amundi**

ASSET MANAGEMENT

\*Fuente: IPE "Top 500 asset managers" publicado en junio 2021 según volumen de activos gestionados a diciembre 2020. Fondos sin garantía de capital ni rentabilidad. \*\*ETC (Energy Transition Commission), "Making the Hydrogen Economy Possible", Abril 2021.

Documento promocional no dirigido a ciudadanos o residentes de EEUU de América o cualquier "persona estadounidense" como define la "US Securities Act de 1933". La compra de participaciones debe basarse en el último Folleto, KIID, estatutos, e informes anual y semestral registrados en CNMV. Consulte la documentación legal gratuitamente en Amundi Iberia SGIIC, SAU, entidad comercializadora principal en España registrada en CNMV nº 31 (Pº Castellana 1, Madrid 28046), o en [www.amundi.com](http://www.amundi.com). Antes de suscribir, asegúrese que esté permitido por la normativa vigente y compruebe sus repercusiones fiscales. Debe considerar si los riesgos asociados son adecuados a los posibles inversores, que deben comprender el contenido del documento. Invertir implica riesgos, los accionistas pueden perder todo o parte del capital inicialmente invertido. Ni el capital ni la rentabilidad están garantizados; y rentabilidades pasadas no garantizan ni son indicativos de resultados futuros. Documento con carácter publicitario, simplificado, sin valor contractual. No constituye recomendación, solicitud, oferta o asesoramiento sobre inversiones. CPR Invest - Hydrogen es un subfondo de CPR Invest SICAV, gestionado por CPR Asset Management, compañía del Grupo Amundi. CPR Asset Management está autorizada en Francia y regulada por el regulador francés Autorité des Marchés Financiers (AMF). Subfondo autorizado en Luxemburgo y supervisado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). En España, la IIC extranjera CPR Invest está registrada en CNMV con el número 1564. Abril 2022. | W



# Inflación y tipos de interés al alza: ¿escenario perfecto para los ilíquidos?

Los activos ilíquidos juegan un papel cada vez más importante en las carteras de los inversores: diversificación, descorrelación y optimización de las rentabilidades son algunos de los motivos que encuentran gestoras y casas de análisis para encontrar atractiva esta inversión, más en un entorno en que los inversores tienden a ser más “agnósticos” con respecto a la clase de activos tradicional. Estas son las previsiones y el potencial de este activo.

POR **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN

**E**n el contexto actual de mercado en que estamos asistiendo a niveles muy altos de volatilidad en el mercado y en el que las caídas de la renta fija superan a las de la renta variable, los activos ilíquidos han emergido como

nuevas fuentes de rentabilidad. Unos activos “que permiten diversificar nuestras carteras así como olvidarnos de los movimientos diarios del mercado, por lo que deberían tener un peso importante en nuestras carteras, siempre y cuando estén en línea con nuestro horizonte temporal de inversión”, asegura **Ro-**



### **cío Poquet Nieto, Sales Manager de Aegon Asset Management.**

Y es que el acceso a oportunidades alejadas de los mercados permite a los inversores participar en oportunidades atractivas. Aquí la inversión vía fondos juega un papel primordial dado el elevado riesgo, que permite diversificar y acceder a múltiples compañías de forma diversificada”, admite **Tistrán Lezama Leguizamón, Director de desarrollo de negocio de Welzia Asset Management**. Por eso, desde las gestoras “será fundamental poder ofrecer soluciones innovadoras que abarquen todas las categorías tradicionales”, estima **William Nicoll, CIO de Activos privados y Alternativos de M&G Investments**.

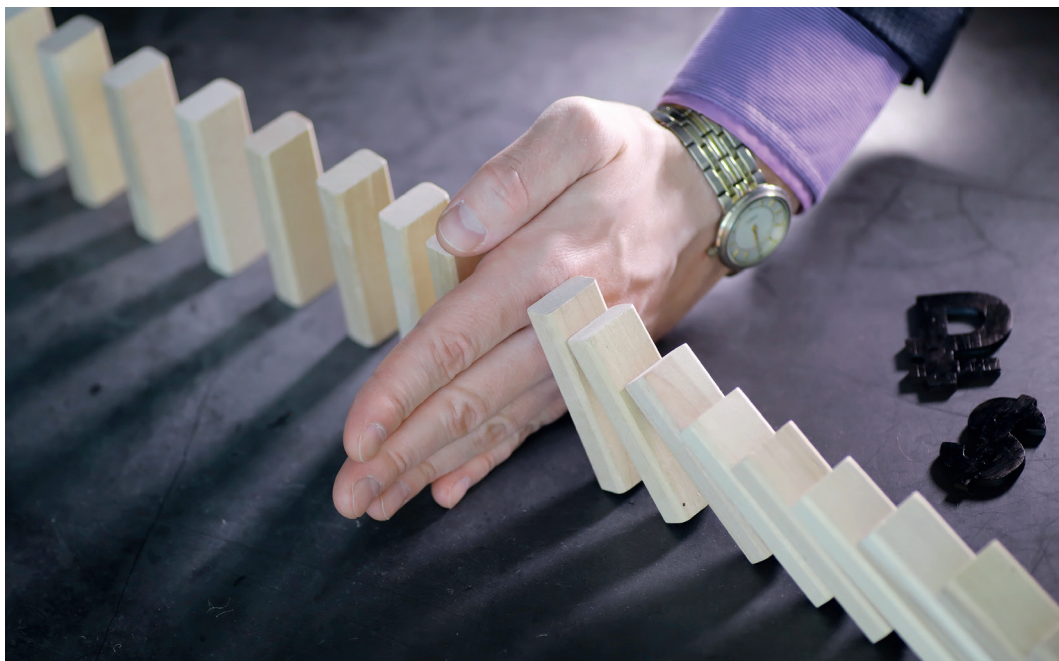
Un tipo de activo que saca partido de las oportunidades de inversión con rentabilidades atractivas que se generan en los mercados de capitales “debido a las ineficiencias de liquidez, sin tener que estar pendiente de

la volatilidad de las valoraciones diarias en los activos financieros”, asegura la experta de Aegon.

Aunque el capital riesgo informal (actividad inversora de redes y grupos de business angels, aceleradoras - incubadoras, plataformas de Crowdfunding, Media for Equity, Family Offices y otras entidades en startups con elevado potencial de desarrollo) cerró un 2021 de récord en España a nivel de inversión, según el último informe de Web Capital riesgo, la presencia de estos activos en la cartera del inversor español es todavía pequeña.

¿El motivo? La liquidez. Desde Welzia reconocen que la industria necesita tiempo para madurar y formar al inversor español - de»

El acceso a oportunidades alejadas de los mercados permite a los inversores participar en oportunidades atractivas



» carácter más conservador - aunque “notamos un mayor apetito por estas alternativas entre nuestros clientes más jóvenes y formados”. Y es que el hecho de que un fondo no se pueda vender o comprar a diario “representa una barrera mental para ciertos inversores puesto que no pueden disponer de su dinero en caso de que el mercado caiga o lo necesiten”, asegura Poquet que cree que es necesaria una mayor formación para concienciar a los inversores de

la importancia de invertir a largo plazo y no mirar a diario las cotizaciones.

Los activos ilíquidos, cuentan en M&G, ya forman parte de las carteras institucionales españolas y han empezado a ganar peso en las carteras minoristas. “Como

ya ocurrió en el pasado con otras clases de activos (como en los activos de infraestructuras), los institucionales fueron los primeros en moverse y se lanzaron diferentes opciones

que fueran adecuadas para los minoristas”, asegura **Alicia García Santos, responsable de M&G para España, Portugal y Andorra.**

Una casa que cree que la mentalidad del inversor español ha empezado a cambiar en este sentido. La experta de M&G reconoce que hoy en día son los inversores minoristas / mayoristas que incluyen o tienen la intención de incluir estos activos en cartera de forma táctica como forma de diversificación y muchos actores del sector están trabajando para satisfacer estas necesidades.

Y también está la regulación. **Rafael Soldevilla, director de productos y servicios de A&G** cree “imprescindible que los inversores españoles tengan acceso a fondos alternativos domiciliados en otros países de la Unión Europea con los mismos requisitos aplicables a las entidades equivalentes de regulación española (FCR; SCR; FIL...etc)”. Unos fondos que solo están disponibles para inversores profesionales y privar al minorista del acceso a estos fondos “es limitar la capacidad del inversor español. Creemos que la regulación de la distribución de fondos alternativos debe-»

**Creemos que la regulación de la distribución de fondos alternativos debería dirigirse a facilitar el acceso a los mejores gestores independientemente de dónde estén domiciliados**



# Transformemos juntos nuestras *ciudades*

Nuestra experiencia en 5G y soluciones digitales nos convierte en un gran aliado para mejorar la calidad de vida de nuestras ciudades, transformándolas en espacios más eficientes y sostenibles.



Entra en nuestro metaverso y descúbrelo.

» ría dirigirse a facilitar el acceso a los mejores gestores independientemente de dónde estén domiciliados”.

**Los fondos que inviertan en deuda privada ligada a activos reales, como infraestructuras o inmobiliario (o en esos mismos activos reales directamente) puede ser una buena idea**

Una oportunidad que se extiende más allá del inversor particular. Nicoll reconoce que “existen enormes oportunidades de inversión para los fondos de pensiones y las compañías de seguros que busquen diversificación y una rentabilidad ajustada al riesgo potencial-

mente elevada en un contexto de devaluación general de las clases de activos tradicionales después del Covid. Además, a medida que la inflación comienza a aumentar, muchas estrategias de activos privados ofrecen buenas oportunidades para protegerse de ella”.

### **Infraestructuras, deuda privada o tecnología, entre las estrategias favoritas**

Una inflación que parece menos transitoria y más elevada de lo que inicialmente preveían

las autoridades monetarias. Es por ello que en Aegon AM se proponen estrategias en activos reales como las infraestructuras, donde los flujos de caja suelen estar vinculados a la inflación, o aquellas como la deuda privada con préstamos flotantes que permitan reducir el riesgo/ volatilidad de los tipos de interés”. Una casa que propone estrategias como la de LBPAM Infrastructure Debt Climate Impact Fund, un fondo de impacto de deuda de infraestructuras, el US Multi-family Impact Fund que es una estrategia value add en EEUU o un fondo de hipotecas holandesas, Dutch Mortgage Fund 2, “que ofrece un valor atractivo respecto a la renta fija tradicional”.

En DWS, Rafael Aldama cree que con subidas de tipos y altos niveles de inflación así como las turbulencias que estas y otras fuentes de incertidumbre causan en el mercado “quizá tenga mayor sentido aquellas estrategias que prioricen la obtención de flujos previsibles, la estabilidad en las valoraciones y que puedan actuar como cobertura ante esa inflación disparada. Así, los fondos que inviertan en deuda privada ligada a activos reales, como infraestructuras o inmobiliario (o en esos mismos activos reales directamente) pue-»



5/7

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

# Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable<sup>1</sup> en cualquier entorno de mercado. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 ha sido galardonado como el mejor fondo multiactivo dinámico en los premios Expansión Allfunds\*\*.

[es.allianzgi.com](https://es.allianzgi.com) [es.allianzgi.comes.allianzgi.com](https://es.allianzgi.comes.allianzgi.com)

XXXIII  
Premios  
Fondos

2022

Expansión | allfunds



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

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

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

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

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “CNMV”) con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en [regulatory.allianzgi.com](https://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](https://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 Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

Value.Shared

Allianz   
Global Investors



» de ser una buena idea”. Este experto cree que al pensar en infraestructuras nos tenemos que dar cuenta de que son activos cuyo uso está prácticamente asegurado hasta en las peores situaciones (redes de distribución de agua o electricidad, torres de telecomunicaciones, puertos...) y que los contratos que las regulan suelen ser a largo plazo, con tarifas ligadas a la inflación. “Una previsibilidad que da una estabilidad a las inversiones que, en las condiciones actuales, será bien recibida en las carteras”.

En Welzia creen que el ámbito tecnológico es un campo que ha ofrecido y ofrece oportunidades magníficas. En España es un mercado que ha crecido y sigue ofreciendo interesantes alternativas de inversión. Además, encontramos oportunidades en el área del venture debt y deuda convertible, también los search funds y los fondos orientados hacia compañías más pequeñas y de mid market ya que se pueden encontrar fondos que comprar a múltiplos más contenidos que otros nichos de mercado”.

Mientras en A&G están analizando oportunidades en “fondos ligados a transición energética y energías renovables, fondos de crédito colateralizados en el sur de Europa, fondos inmobiliarios específicamente enfocados en residencias de tercera edad y fondos de capital riesgo de compañías tecnológicas en EEUU”.

En un momento en que los inversores tienden ser cada vez más agnósticos con respecto a las clases de activos tradicionales (renta variable, renta fija o inmobiliario) y buscan la diversificación tanto de los perfiles de riesgo como de duración pero también geográficamente “estamos intentando ampliar nuestras capacidades de originación a nivel mundial”. Como ejemplo, dice el CIO de Activos Privados y Alternativos de M&G “estamos observando un aumento de las oportunidades debido a las crecientes necesidades de financiación en la India y China, algunas de las cuales apoyan los criterios básicos de sostenibilidad e impacto a medida que estos países tratan de pasar a tecnologías con menos emisiones de carbono”.

En cuanto a la presencia que deberían tener estos activos en la cartera de los inversores, depende tanto del volumen del patrimonio como del perfil de riesgo de los mismos. Pero “no debemos olvidar que son instrumentos con limitada liquidez por lo que no se puede disponer del capital inmediatamente y que, dependiendo del activo en el que se invierta, el perfil de riesgo variará”, asegura Poquet. Por su parte, el experto de Welzia cree que para clientes de alto patrimonio “podría ser interesante diversificar entre el 10% y el 20% de su cartera en estrategias alternativas”. ■

A scenic landscape featuring a winding road through lush green hills. In the background, a wind farm is visible against a sunset sky with silhouetted mountains. The overall tone is serene and emphasizes sustainable energy.

MOVING TOGETHER  
ADDING **I** ENERGIES

ARTECHE.COM

# ¿Existen elementos indiciarios que alimenten el riesgo de Recesión en EEUU? Aún no a pesar del “súper mal presentimiento” de Elon Musk y del “huracán” de Jamie Dimon

**E**n el momento de escribir este artículo, 7 junio 2022, aún no podemos observar ningún indicio de peso que nos lleve a valorar el riesgo de entrada en fase de recesión. Sería necesario asistir a un shock exógeno severo como sería una potencial escalada militar derivada de la invasión de Ucrania por parte de Rusia en el que se viera involucrada la OTAN el único evento capaz de generar un cambio de fase en el ciclo económico, especialmente después de que Reino Unido y EEUU hayan dotado a Ucrania de un número no determinado de lanzadores de cohetes múltiples (MLRS) que permitirán a Ucrania atacar ubicaciones hasta a 80 kilómetros de distancia.

Una preocupación en Washington y algunas capitales europeas sobre el suministro de armas y municiones de mayor alcance era si Ucrania atacaría objetivos dentro de Rusia. Eso correría el riesgo de expandir la guerra y atraer a las naciones de la OTAN que han tratado de trazar una línea entre la entrega de ayuda defensiva y una participación más agresiva en el conflicto. El secretario de Estado norteamericano, Antony Blinken, ha señalado en los últimos días que “los ucranianos nos han asegurado que no usarán estos sistemas contra objetivos en territorio ruso. Hay un fuerte vínculo de con-

fianza entre Ucrania y Estados Unidos, así como con nuestros aliados y socios”. Pero el Kremlin no está convencido por las garantías de Ucrania, dijo el portavoz Dmitry Peskov. Las nuevas entregas de armas “están echando leña al fuego”, dijo.

El alto funcionario estadounidense dijo a los periodistas que el nuevo paquete incluirá el sistema de cohetes de artillería de alta movilidad. El contratista de defensa Lockheed Martin será el proveedor de dicho sistema de lanzamiento múltiples de cohetes. La administración de Biden ha prometido debilitar a Rusia para que no pueda volver a atacar a un país vecino, imponiendo una serie de sanciones a Moscú y reforzando al ejército de Ucrania con miles de millones de dólares en armas. “Si Rusia no paga un alto precio por sus acciones, enviará un mensaje a otros posibles agresores de que ellos también pueden apoderarse del territorio y subyugar a otros países”, escribió Biden. “Podría marcar el fin del orden internacional basado en reglas y abrir la puerta a la agresión en otros lugares, con consecuencias catastróficas en todo el mundo”.

Como curiosidad destacar que el Director ejecutivo de Tesla, Elon Musk, ha dicho el 6 de junio que el fabricante de automóviles eléctricos necesita reducir el personal en alrededor de 10%, que con

**GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA MENSUAL DEL ÍNDICE S&P 500 (LÍNEA AZUL OSCURO), SPREAD 10-2 AÑOS (LÍNEA VERDE), SPREAD 10-3 MESES (LÍNEA AZUL), TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LA FED (LÍNEA DE COLOR PÚRPURA), CREACIÓN/DESTRUCCIÓN NETA DE EMPLEO NO AGRÍCOLA MENSUAL (HISTOGRAMA EN VERDE Y ROJO, RESPECTIVAMENTE)**



Fuente de datos y noticias: Bloomberg.

alrededor de 99.290 empleados podría equivaler a casi 10.000 puestos de trabajo y señaló que tenía un “súper mal presentimiento” sobre la economía, según un correo electrónico interno visto por Reuters. El correo electrónico, titulado “detened todas las contrataciones en todo el mundo”, fue enviado a los ejecutivos de Tesla el jueves, según el informe.

Adicionalmente, el director ejecutivo de JPMorgan Chase, Jamie Dimon, advirtió de un “huracán” en la economía de EEUU. Dimon, que había dicho en mayo que había nubes de tormenta que se cernían sobre la economía estadounidense, afirmó que quería cambiar esa evaluación dados los desafíos que enfrenta la Reserva Federal mientras se prepara para un entorno sin precedentes como la inflación y la invasión de Ucrania.

“Dije que había nubes de tormenta, grandes nubes de tormenta. Es un huracán”, señaló el 1 de junio en una conferencia. “En este momento está un poco soleado, las cosas van bien, todos creen que la Fed puede manejarlo. Ese huracán está ahí, viniendo hacia nosotros. No sabemos si es uno menor o la supertormenta Sandy. Será mejor que se preparen.” Aun así, destacó la fortaleza del consumidor (debido al ahorro embalsado durante la pandemia), el aumento de los salarios y la abundancia de empleos como las “nubes brillantes que hay” Pero la Fed tiene que hacer frente a esto elevando las tasas y reduciendo su balance, es decir vendiendo títulos del Tesoro y títulos con garantía hipotecaria (i.e., Mortgage Back Securities).

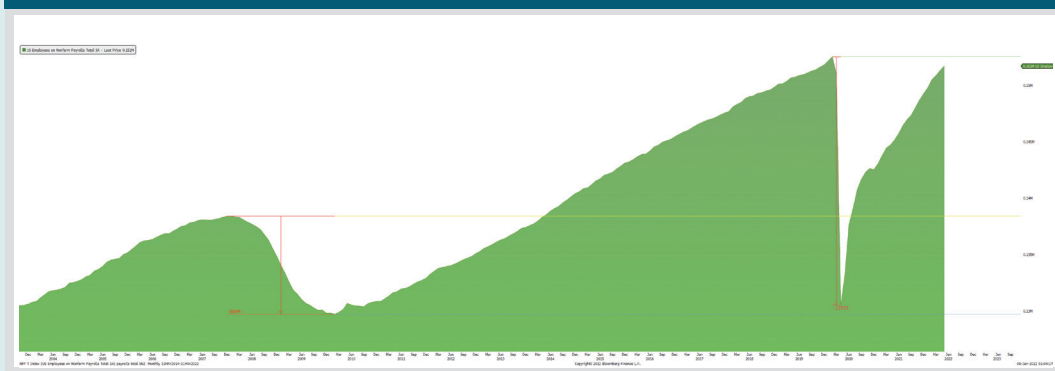
Por un lado, aún no podemos observar inversión de la curva en cualquiera de las dos métricas observadas (i.e., 10 - 2 años y 10 - 3 meses) algo que se podría llegar a generar si la situación de la invasión rusa de Ucrania escalara a un conflicto de grado mayor. Véase cómo en el Gráfico 1 las dos métricas se mantienen en niveles positivos de 24 y 130 puntos básicos, respectivamente y sería necesario un cierre mensual en negativo en cualquier de las dos o en las dos para tener una primera señal temprana de recesión y donde las zonas sombreadas en rojo corresponden a zo-»



## Ramón Bermejo Climent

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

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA MENSUAL DE LA CREACIÓN NETA DE EMPLEO ACUMULADA EN EEUU



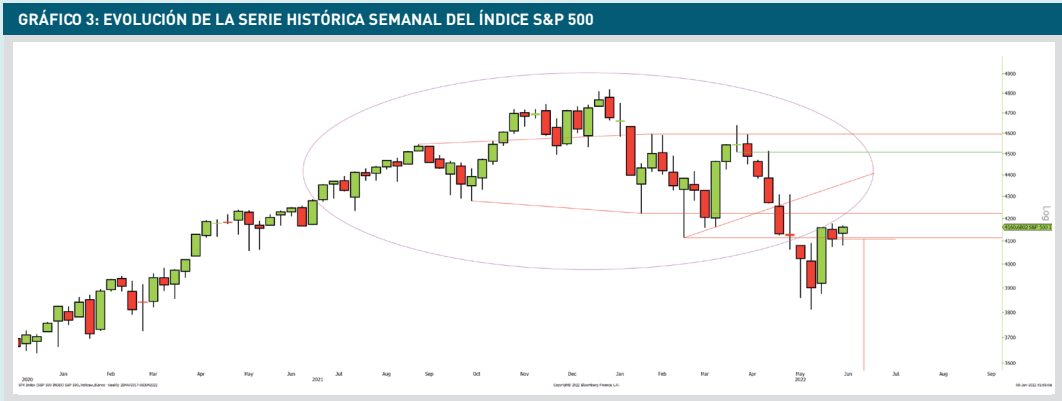
Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

» nas de recesión. Por otro lado, si no se materializa el riesgo de escalada militar, sería necesario asistir a movimiento persistente de subida de los tipos de interés por parte de la Fed, tal como ocurriera entre mayo 2004 y junio 2006, pasando del 1% al 5,25% para asistir a un proceso de inversión de la curva, proceso que recoge el riesgo de recesión a medida que la Fed en su lucha contra la inflación acaba generando recesión y para llegar a ese punto todavía podría quedar al menos un año, pues la incertidumbre que genera la invasión de Ucrania podría hacer que la velocidad de la subida de tipos de interés por parte de la Fed se vea ralentizada.

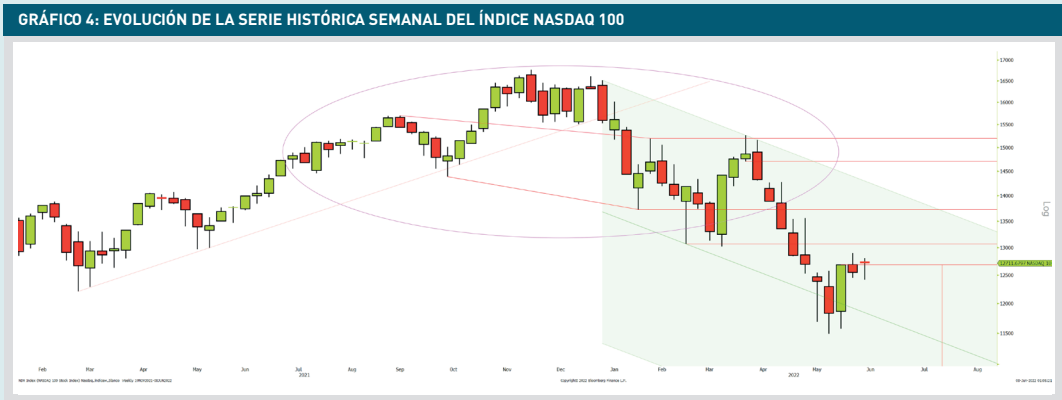
Por otro lado, el mercado laboral aún no exhibe síntomas de debilidad. Véase en el Gráfico 2 que representa la evolución acumulada de la creación neta de empleo no agrícola ha llegado a estrechar el gap prepandémico llegando a alcanzar a finales de mayo 2022 una cifra de 152 millones de puestos de trabajo creados tras perderse casi 22 millones de puestos en entre los meses de

marzo y abril 2020, quedándose ya por tanto a tan sólo 1 millón de la cifra alcanzada en febrero 2020: 153 millones.

**Conclusión:** a pesar del riesgo de nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Fed para luchar contra una inflación (y de reducción de su balance) generada especialmente por los precios del petróleo y del gas natural, y a pesar de las observaciones sombrías vertidas por Elon Musk y Jamie Dimon sobre la economía norteamericana, no observamos (y a pesar de las formaciones bajistas de HCH que presentan las series semanales del índice S&P 500 y Nasdaq 100, expuestas en los Gráficos 3 y 4) suficientes indicios “bastantes, suficientes y racionales” para observar riesgos de recesión en EEUU, dado que el proceso de subida de tipos de interés no está lo suficientemente avanzado como para generar daño a la economía. La primera señal que debemos esperar será la inversión de la curva y esta aún no ha tenido lugar. ■




Fuente: Bloomberg y elaboración propia.



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.





Dicen que la inversión  
value ha vuelto, para  
nosotros nunca se fue.



Invesco

## Sociedades de Inversión inmobiliaria globales (REIT)<sup>1</sup>

# Una solución de cobertura contra la inflación

**D**urante la última década, la trayectoria de la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se mantuvo estable alrededor del objetivo de política monetaria del 2%. 2015 y 2020 fueron las excepciones a esto dada la baja de los precios de la energía y de las importaciones, y la amplia amortiguación económica que se sintió como resultado de la pandemia de COVID-19.

Sin embargo, recientemente hemos visto el repunte del IPC a causa de la reapertura económica que vio impulsada por condiciones de política monetaria laxas en todo el mundo. Esto puede indicar que el nivel actual de inflación se mantendrá alto durante un largo período de tiempo, corroborado por el comportamiento reciente del IPC subyacente, más específicamente, el IPC excluido los alimentos y la energía, dos de los sectores que más repuntaron durante 2021.

Estos aumentos significativos de la inflación podrían ser motivo de preocupación tanto para los individuos como para los inversores, que buscan cada vez más las mejores formas de protegerse contra las presiones inflacionarias, sin comprometer los resultados. Aquí es donde entran en juego las REIT.

Uno de los beneficios de inversión de las REIT es que pueden servir como protección contra el aumento de la inflación a través de una característica que llamamos el mecanismo de "rentas frente a la inflación". Más específicamente, así que la inflación aumenta, los bancos centrales aumentan las tasas de política para contrarrestar las presiones, lo que conduce a un aumento del coste del capital de las empresas. Las sociedades de inversión

inmobiliaria, sin embargo, tienen características (por ejemplo, propiedades de alta calidad, mejor asignación de capital) que les permiten cobrar rentas más altas, compensando así cualquier aumento en el coste del capital. Por esto, las REITs pueden ser consideradas como una solución de cobertura frente a la inflación que se espera que funcione bien dentro del entorno actual.

### Resultados superiores en períodos de inflación moderada/alta

Las actuales presiones inflacionarias resultan de la recuperación de las economías a un ritmo sostenido. Esto se asocia con mayores tasas de ocupación y valor de reemplazo de los activos inmobiliarios subyacentes de los inversores, a medida que aumentan los valores de la tierra y los costes de insumos como el acero, el hormigón y la madera. Debido a su características de protección contra la inflación, las REITs han históricamente superado al mercado de renta variable mundial durante períodos de inflación moderada/alta.

Todavía, todo está dependiente del camino que tome la inflación global y podríamos enfrentarnos a un camino bacheado ante las subidas de tipos. Sin embargo, seguimos siendo positivos sobre las perspectivas de las REIT. Creemos que las características de protección frente a la inflación, junto con las atractivas valoraciones que ofrecen, en comparación con las acciones cotizadas en bolsa, los activos inmuebles privados y los mercados mundiales de renta fija, hacen de ésta una de las clases de activos más convincentes del mercado actual.

### Inversión activa para tener éxito

Para explotar los beneficios que ofrece la clase de activos, los inversores necesitan ges-

tores activos que puedan generar alfa a largo plazo<sup>2</sup>. Por eso, Nordea Asset Management (NAM) estableció una asociación con Duff & Phelps Investment Management Co. (D&P) como subgerente de la Estrategia de Nordea Global Real Estate. D&P aprovecha una larga experiencia adquirida en la gestión de las sociedades de inversión inmobiliaria, a medida que se explota en los doce sectores inmobiliarios diferentes que existen.

Más específicamente, de acuerdo con la dirección (y magnitud) de las tasas de interés y la sensibilidad económica, D&P puede utilizar la flexibilidad que ofrecen esos doce sectores inmobiliarios ajustando las duraciones de arrendamiento de las sociedades de inversión inmobiliaria de la misma manera que harían los gestores de renta fija calibrando la duración efectiva de sus carteras.

Más allá de la inflación, la ESG sigue siendo una consideración clave para los inversores en las REIT, especialmente en vista de las megatendencias estructurales (por ejemplo, el crecimiento de los datos) en los que participa la clase de activos. De acuerdo con el enfoque de NAM, D&P integra el análisis de ESG en su proceso fundamental ascendente, que se espera beneficie a los propietarios de las REITs, permitiéndoles cumplir con los futuros requisitos de inquilinos, empleados, partes interesadas y accionistas. ■



## Laura Donzella

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

---

<sup>1</sup> Fuente: Nordea Investment Funds S.A. y D&P. Investment Management

<sup>2</sup> No se ofrece ninguna garantía de que se conseguirán los objetivos de inversión, rentabilidad y resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

---

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales y filiales.

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



## ¿Cuánto pueden subir los tipos de interés y cómo ganar en este contexto?

**C**on unos datos de inflación ya elevados el año pasado y de forma menos transitoria de lo previsto, los principales bancos centrales (y muy especialmente la Fed) ya habían anunciado en 2021 el ajuste monetario. Por su parte, la Fed puso en marcha el tapering (la reducción de las compras de activos) a finales del año pasado. Por tanto, no ha habido sorpresas en la trayectoria alcista de los tipos. Por el contrario, las subidas adicionales de los precios de la energía y los alimentos, así como las interrupciones en los flujos comerciales causadas por el conflicto entre Rusia y Ucrania, han aumentado la inflación, lo que ha aumentado la presión sobre los bancos centrales. Esto les ha obligado a acelerar el calendario y el ritmo del ajuste monetario, para mantener su credibilidad en la línea de su principal mandato: Mantener la estabilidad de precios. Lógicamente, esto se ha traducido en una aceleración de la subida de los tipos largos, que nos ha sorprendido, sin embargo, por su rapidez y amplitud.

En Estados Unidos, la Fed ha procedido a su primera subida del tipo de interés para los fondos federales de 25 pb el 16 de marzo, y a su segunda subida, esta vez de 50 pb, el 4 de mayo. Por supuesto, le seguirán otros. **El mercado todavía integra alrededor de un 2% de subida adicional**

**de aquí a final de 2022**, para alcanzar el tipo denominado "neutro" de la Fed a partir de final de año. En la zona euro, el mercado integra casi **90 pb de subida del BCE de aquí a finales de 2022** y C. Lagarde acaba de anunciar que la subida arrancará en julio.

En cuanto a los programas de compras, la primera etapa de reducción de los flujos compradores (el tapering) se inició en la zona euro y finalizó en Estados Unidos. El BCE ha reducido sus compras hasta 40 mil millones EUR en abril, y prevé comprar 30 mil millones EUR en mayo y 20 mil millones en junio. Así, dejará de aumentar el tamaño de su balance de aquí al verano, pero no empezará a reducirlo. Así, continuará reinvertiendo las caídas (más de 20 mil millones EUR mensuales). Por el contrario, la fase de reducción del balance (la "quantitative tightening") arrancará a partir del mes de junio en Estados Unidos, a un ritmo de 45 mil millones \$ de bajada mensual durante tres meses y 90 mil millones \$ de bajada al mes a partir de entonces (es decir, unos 1 100 mil millones \$ al año). De este modo, la Fed tardará casi 4 años en recuperar el tamaño de su balance tal como era antes de la pandemia. En la zona euro, el BCE no da ninguna indicación de la fecha de inicio ni del ritmo de reducción de su balance en este momento.

La disminución de estos flujos compradores ha contribuido evidentemente a la subida de tipos, pero también al encarecimiento (aumento) de las primas de riesgo (los diferenciales de crédito). Esto también tuvo un efecto de descompresión de los diferenciales (es decir, los diferenciales de los segmentos de menor calificación se ampliaron más que los de los segmentos de mayor calidad crediticia).

Creemos que los mercados de renta fija ya descuentan ampliamente las previsiones de subidas del tipo básico. También pensamos que la corrección de las primas de riesgo se produjo en parte, pero podría continuar si las perspectivas de crecimiento se debilitaran considerablemente. Sin embargo, el movimiento de descompresión de los diferenciales de crédito podría continuar, razón por la cual damos preferencia a los emisores de calificación A sobre el crédito Investment Grade y preferimos los formatos senior más que los subordinados.

Tras años de tipos nulos o negativos, **los fondos de renta fija ofrecen ahora de nuevo rentabilidad**. Por otra parte, creemos que las valoraciones de los mercados de renta fija en los vencimientos medianos y largos ya descuentan las futuras subidas de tipos. Finalmente, en caso de normalización más rápida de los datos de inflación o en caso de contracción pronunciada de la actividad económica, los bancos centrales podrían verse obligados a “pedalear marcha atrás”, lo que implicaría un repliegue de los tipos largos y contribuiría a la rentabilidad de los fondos de renta fija.

Y para aquellos que no estén de acuerdo con este análisis y que creen que los tipos y la inflación seguirán aumentando ... los fondos de renta fija indexados con la inflación permiten a los inversores ser inmunes al aumento de los tipos, provocado por un aumento de las previsiones de inflación. Estos productos constituyen, pues, una cobertura contra la inflación y permiten beneficiarse del “carry” de la inflación realizada. Hay que destacar que en los instrumentos indexados persiste un riesgo de tipos que no estaría vinculado a la subida de las previsiones de inflación (el componente de tipo real). Por su parte, los bonos indexados con vencimientos a muy corto plazo han registrado fuertes subidas en los últimos meses y su valoración también guarda una fuerte correlación con la evolución de los precios de las materias primas. Por este motivo, en Crédit Mutuel AM hemos elegido un fondo de inflación con una sensibilidad moderada (alrededor de 4) con el fondo CM AM Inflation, que es el mejor compromiso para tener exposición al mercado de obligaciones indexadas, asumiendo a la vez poco riesgo sobre la subida de los tipos reales y poco riesgo sobre las fluctuaciones de la inflación a corto plazo. ■



**Julien Maio**

Director de Gestión de Renta Fija  
de Crédit Mutuel AM



## Encontrando valor en Renta Fija

**T**ras las caídas en los mercados de renta fija de los últimos meses, ¿hemos tocado suelo? es una pregunta recurrente.

Obviamente no hacemos suposiciones sobre la evolución del mercado, sin embargo, parece que la trayectoria de los tipos de interés implica una mayor probabilidad de recesión. La Reserva Federal ha dejado claro que en las próximas reuniones se produciría una subida de tipos de 50 puntos básicos cada una.

Por parte del BCE, la probabilidad de que se produzcan subidas de tipos ya es mayor el próximo verano. La capacidad de la economía para soportar esta evolución está claramente en entredicho, la inflación no sólo amenaza los márgenes operativos de las empresas sino también la dinámica de gasto de los consumidores. En este contexto, cabe considerar que se produzca una mayor volatilidad.

**Una cuestión clave es saber cómo repercute en la renta fija las subidas de tipos de interés previstas por los bancos centrales.** Aparte de la pérdida mecánica de valor de los bonos cuando suben los tipos libres de riesgo, parece conveniente centrarse en los efectos micro que afectan a los emisores. Las condiciones de refinanciación serán menos indulgentes para los emisores de bonos muy endeudados, por lo que los inversores deben asegurarse de la capacidad de la empresa para refinanciar su deuda, lo

que forma parte de los criterios de selectividad que hemos mencionado anteriormente.

Un obstáculo añadido es evaluar cómo, en un movimiento inflacionista, dicho emisor será capaz de mantener sus márgenes operativos para seguir operando con un elevado endeudamiento. En consecuencia, las oportunidades que surgen de los diferenciales de crédito más generosos deben negociarse con cautela.

**En este contexto ¿dónde están surgiendo oportunidades?**

Aunque los mercados de Renta Fija han caído en valor desde noviembre del año pasado, la propuesta de valor es desigual en los distintos subsegmentos. Los bonos corporativos con grado de inversión en euros, por ejemplo, han perdido un 8,3% de su valor desde principios de año. Ahora proponen un rendimiento del 2,37%, pero siguen sometiendo al índice a un riesgo de tipo de interés de 5,4 de duración (datos a cierre de mayo). Por lo tanto, parece difícil recuperar el valor perdido con una escasa rentabilidad y parece inadecuado asumir tal riesgo de tipos en este entorno macro.

En cuanto a los bonos soberanos, por las razones mencionadas, sus perspectivas no parecen muy halagüeñas. Por el contrario, los bonos corporativos de alto rendimiento han recuperado su atractivo, ya que sus diferenciales de crédito se sitúan ahora en las medias históricas o por encima de ellas, incluidas las de calidad.

Las emisiones con calificación BB en euros ofrecen actualmente un diferencial del 4% para una duración de 3,7 años y una propuesta mucho más adaptada que en los últimos meses. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, aunque la inversión en bonos corporativos high yield tiene actualmente más sentido que en otros segmentos, la selectividad crediticia es una necesidad, ya que los emisores más frágiles se enfrentan a un destino incierto.

Teniendo en cuenta los elementos de cautela que hemos enumerado en nuestras respuestas anteriores, nos parece que la inversión pasiva presenta hoy en día a los inversores, alternativas poco apetecibles: una duración elevada y, por lo tanto, un riesgo de tipos elevado en el entorno de los bonos de alta calidad, ya sean gubernamentales o corporativos; un riesgo de crédito elevado en un entorno macroeconómico deteriorado para los emisores de alto rendimiento o de mercados emergentes.

El enfoque diferenciado de un fondo proporciona al titular una gestión activa que es de suma importancia en un universo de inversión en rápida evolución. Podemos añadir que el análisis crediticio fundamental constituye la herramienta principal para actuar en este mercado, junto con un enfoque flexible de la ponderación del riesgo de la cartera que permite al fondo capear los momentos más volátiles e invertir en condiciones favorables.

Ante la situación del mercado actual desde Amiral Gestion, presentamos Sextant Bond Picking. Se trata de una estrategia con un enfoque de renta fija flexible que aúna capacidad de reacción y oportunismo, invirtiendo en duraciones cortas y aplicando la misma filosofía de inversión que utilizamos en renta variable a la renta fija: ir emisión a emisión analizando en detalle cada compañía, entendiendo su modelo de negocio y explotando las ineficiencias que identificamos en el mercado.

A lo largo de los últimos 5 años, Sextant Bond Picking ha experimentado una variedad de condiciones en el mercado de bonos, con algunos eventos importantes que salpican el período, como la guerra comercial entre Estados Unidos y China a finales de 2018, la crisis sanitaria en la primavera de 2020 y, más recientemente, la guerra en Ucrania. Sin embargo, la estrategia del fondo ha absorbido las perturbaciones y ha generado un rendimiento acorde con las expectativas iniciales. Estamos satisfechos con su comportamiento, ya que desde su lanzamiento ha terminado todos los años en positivo a pesar de la complejidad del mercado de renta fija estos últimos años. ■



**Jacques Sudre**

Gestor del fondo Sextant Bond  
Picking de Amiral Gestion

# ¿Cómo de avanzado está el ciclo actual?

**L**os inversores globales deberían tomar las decisiones más importantes sobre la asignación de activos respondiendo a una pregunta aparentemente sencilla: ¿En qué punto del ciclo nos encontramos? Es fundamental definir qué significa exactamente estar en un ciclo temprano, medio o tardío y, a continuación, evaluar cuál de esas definiciones se ajusta más a la situación económica actual.

La fase inicial del ciclo se caracteriza por un rebote del crecimiento desde los niveles de la recesión hasta que la producción alcanza un nivel superior a la tendencia. Además, durante esta fase las empresas intentan mejorar sus métricas crediticias, especialmente las que se encuentran en la parte inferior del espectro. En la mitad del ciclo, el crecimiento económico sigue siendo robusto, pero empieza a ralentizarse. Los gobiernos y los bancos centrales comienzan a frenar los estímulos, y las empresas se ven recompensadas por sus esfuerzos. Por último, el crecimiento económico por debajo de la tendencia anuncia la llegada del ciclo tardío. Al mismo tiempo, los tipos de interés de la política monetaria suelen estar cerca o en el nivel más alto del ciclo, y los ratios de crédito comienzan a deteriorarse a medida que las oportunidades de crecimiento orgánico son más escasas y el apalancamiento aumenta. Como resultado, en esta etapa los activos de riesgo tienden a parecer caros, con valoraciones que parecen elevadas.

A finales de 2021, la economía mundial avanzaba hacia la fase de mitad de ciclo. Las previsiones de crecimiento para 2022 estaban muy por encima de la media y los bancos centrales de los países desarrollados estaban empezando a mentalizar al mercado sobre el

próximo proceso de endurecimiento monetario. Posteriormente, en el primer trimestre, la rigidez de la inflación hizo que los bancos centrales ajustaran severamente sus previsiones de tipos de interés. Esto, unido a la invasión rusa de Ucrania, precipitó el cambio de perspectivas políticas de los bancos centrales, dado el endurecimiento de las condiciones financieras y las revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento. En consecuencia, la prensa ha especulado rápidamente con la posibilidad de que la economía haya pasado a un estado de ciclo tardío y esté a punto de sufrir una recesión inminente.

Aunque las probabilidades de recesión han aumentado, la situación actual no es coherente con la que solemos experimentar durante el final del ciclo. Las previsiones de crecimiento para el conjunto del mundo, tras los ajustes mencionados, son compatibles con las medias a largo plazo. En particular, el consumo privado sigue siendo robusto, como demuestran los datos del PIB de Estados Unidos. Estas cifras sitúan el consumo por encima de la media de los últimos 30 años. Además, los bancos centrales acaban de iniciar su camino de endurecimiento de la política monetaria, que será, por supuesto, mucho más rápido que en los anteriores periodos de endurecimiento.

Mientras tanto, la calidad crediticia de las empresas de todo el mundo está lejos de deteriorarse. Si observamos los datos de Moody's para el segundo trimestre, tenemos 1,53 mejoras por cada rebaja en los bonos de alto rendimiento europeo hasta ahora, frente a 2,33 para las emisiones de grado de inversión. En Estados Unidos, las cifras correspondientes al alto rendimiento y al grado de inversión son 1,14 y 5,50, respectivamente. La última vez que experimentamos condiciones



de ciclo tardío fue en 2019. En aquel momento, los mercados de alto rendimiento sufrieron aproximadamente 0,5 subidas por cada bajada. Una economía con un crecimiento en las medias a largo plazo, unos bancos centrales que acaban de empezar a endurecer la política monetaria y una calidad crediticia creciente no corresponde a un ciclo tardío.

Por último, hay que hablar de las valoraciones. En 2019 los diferenciales estaban ajustados con respecto a los estándares históricos. Se trata de un dato clave para el posicionamiento en las fases finales del ciclo. Una razón importante para considerar el cambio de deuda corporativa a soberana durante las últimas etapas de un ciclo de crédito es que los diferenciales no son lo suficientemente atractivos para compensar el riesgo de crédito. En este momento, los niveles de los diferenciales incorporan una desaceleración bastante pronunciada en nuestra opinión. Además, esta ampliación se ha producido cuando las compañías están mejorando su calidad crediticia, y los consumidores siguen bien posicionados; ninguno de estos indicadores se corresponde con el clásico entorno de final de ciclo. Entre otras cosas, esta es la razón por la que las proyecciones de los niveles de impago siguen siendo muy bajas, incluso después de que las previsiones de crecimiento se hayan resentido. Aunque los diferenciales pueden aumentar, conviene tener en cuenta que los que corresponden a la deuda de alto rendimiento, de unos 500 puntos básicos, ya tienen en cuenta un aumento razonable de los impagos. Las valoraciones de los activos sin riesgo también se han corregido significativamente. Los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años tienen un yield que ronda el 3%, por lo que estamos mucho más cerca del nivel al que pensamos que llegarán los tipos de interés en este ciclo. Por lo tanto, creemos que hemos alcanzado un buen punto de entrada para ampliar la duración y aportar la tan necesaria estabilidad a las carteras.

En conclusión, no creemos que las condiciones actuales sean compatibles con lo que se define como un entorno de ciclo tardío. El cóctel de malas noticias que afectó a la economía mundial en 2022 llegó, por suerte, cuando nos acercábamos a la mitad del ciclo desde una posición de fortaleza. En consecuencia, creemos que la economía llegará a un ciclo tardío antes de lo que esperábamos, pero no ahora. La distinción es importante, ya que el coste alternativo de posicionarse demasiado pronto para la dinámica del ciclo tardío cuando, por ejemplo, los bonos estadounidenses de alto rendimiento y los Cocos rinden cerca del 8% y el 7%, respectivamente, en un contexto de bajas tasas de impago, es elevado. ■



**Felipe Villarroel**

Gestor de TwentyFour AM  
(Boutique de Vontobel)



# Perspectivas optimistas para la deuda local de los mercados emergentes en 2022

**M**ientras que el mercado de bonos de los mercados emergentes en divisa fuerte refleja las condiciones de financiación de EE.UU. o Europa (además de la percepción fugaz del riesgo crediticio de cada emisor), los mercados de bonos en divisa local están determinados por las condiciones de financiación locales y se rigen por la interacción entre los riesgos macroeconómicos locales y mundiales. Si bien los rendimientos en el mercado de divisas han subido en 2022, en consonancia con la fuerte revalorización de la curva del Tesoro estadounidense, numerosos mercados de bonos locales de los mercados emergentes han mostrado una sorprendente resiliencia, a pesar de los numerosos vientos en contra ya mencionados. De este modo, a pesar del exigente contexto mundial, tenemos una perspectiva optimista para la deuda local de los

mercados emergentes en 2022, que basamos en cuatro fuerzas motrices clave.

**En primer lugar, la recuperación mundial.** Tras dos años de pandemia, la economía mundial se encuentra en la fase inicial de este nuevo ciclo económico. La Reserva Federal está endureciendo su política ante una economía estadounidense en auge, con el mercado laboral más ajustado que se ha visto en muchas generaciones. Por primera vez en unos 15 años, la economía estadounidense está contribuyendo al crecimiento mundial tanto como China. Y, sobre todo, gran parte de este dinamismo se está “filtrando” a través del creciente déficit comercial y por cuenta corriente de EE.UU., que ha aumentado aún más en el primer trimestre de 2022. Los mercados emergentes y China se han beneficiado notablemente de esta “fuga” de la demanda, al absorber una mayor parte de

las importaciones estadounidenses. Esta demanda excepcional debería ser un factor de apoyo continuo, de cara al futuro. El segundo elemento central que sostiene el crecimiento mundial es el novedoso compromiso de China con la “estabilidad”. Durante gran parte de la última media década, el mantra de Pekín ha sido el “desapalancamiento y la reducción del riesgo”, una preferencia política que ha estado detrás de la persistente desaceleración de China. El giro de los responsables políticos hacia el concepto de “estabilidad” en diciembre de 2021 es significativo, y fue seguido por un compromiso de crecimiento del 5,5% en 2022 y una serie de medidas de flexibilización de la política. Es probable que China se acelere en los próximos meses, lo que proporcionará un telón de fondo más benévolo para la economía mundial durante el resto del año.

**Asimismo, destacar los vientos de cola de los acuerdos comerciales.** Existe una gran dispersión en las dotaciones de materias primas de los países y, como resultado, la crisis mundial de las materias primas ha dado lugar a ganadores y perdedores en todo el mundo. Muchos de los grandes países emergentes con mercados líquidos y abiertos de renta fija son exportadores netos significativos de materias primas, como Sudáfrica, Brasil e Indonesia. Estos países han visto mejorar sus saldos comerciales y, en consecuencia, también sus balanzas fiscales, ya que los mayores ingresos y beneficios impulsan las arcas públicas. Es probable que la elevada y persistente inflación de los precios mundiales de las materias primas siga siendo un factor de apoyo para muchos de estos mercados de bonos y divisas locales.

**Por otro lado, no cabe duda de que los mercados emergentes están bien preparados para las actuaciones de la Reserva Federal.** Los bancos centrales de los países emergentes reaccionaron con gran rapidez y firmeza ante la crisis de inflación de 2021, mientras que la Reserva Federal y otros bancos centrales de los países desarrollados se mantuvieron al margen, a la espera de que los problemas de la cadena de suministro se resolvieran por sí solos y de que la inflación resultara transitoria, hipótesis que aún no se ha materializado. Con más de 6.000 pb de subidas de tipos en los mercados emergentes, muchos países estaban muy bien preparados para digerir el aumento de más de 200 pb en los rendimientos estadounidenses a corto plazo que vimos a principios de 2022. Si el ciclo de inflación mundial muestra signos de llegar a su punto máximo, los mercados de bonos mundiales podrían reaccionar rápidamente, especialmente en los mercados emergentes, donde los bancos centrales han acumulado tanta munición. De hecho, nuestra opinión macroeconómica principal es que la inflación mundial empezará a alcanzar su punto máximo en el segundo semestre de 2022. »



**Joana Freire**

Research analyst  
de Eurizon SLJ



**Yasmine Ravai**

Senior fund manager emerging  
debt de Eurizon SLJ Capital



» En resumen, el carry en los mercados emergentes por fin ha vuelto, y a lo grande. Si extrapolamos el horizonte de previsión de la inflación a 5 años del FMI para calcular los rendimientos reales a 10 años en los mercados emergentes, veremos que muchos de ellos ofrecen rendimientos reales muy superiores en cientos de puntos básicos a los que ofrecían en 2019. El telón de fondo del carry coloca a los mercados emergentes en una posición muy diferente a la que tenían antes de la crisis.

**Por último, el mundo está infraponderando los mercados emergentes.** Los inversores mundiales son intrínsecamente recelosos de los mercados emergentes. Las vulnerabilidades y debilidades institucionales son un factor constante que pesa sobre estos mercados. Esto ha creado un sesgo en la comunidad inversora mundial, y también en los inversores locales de los mercados emergentes, para permanecer infraponderados en ellos. El Taper Tantrum de 2014 cimentó este recelo inherente y, desde entonces, los inversores extranjeros se han retirado de los mercados emergentes. Al mismo tiempo, el excelente rendimiento de las clases de activos tradicionales, como la renta variable estadounidense, y las nuevas y emocionantes clases de activos, como los bonos chinos, han sido un imán no solo para las inversiones globales, sino incluso para las inversiones locales en

ME, que se han visto obligadas a aumentar su huella de inversión global. El resultado es que todo el mundo está infraponderado en los mercados emergentes, en un momento en el que los activos globales se han tambaleado, y en un momento en el que los bonos de los mercados emergentes han estado ofreciendo un rendimiento significativo y, sorprendentemente, estabilidad. Los participantes del mercado han buscado constantemente oportunidades en los bonos y las divisas de los países emergentes.

Nuestra propuesta de inversión consiste en obtener rendimientos en este universo de bonos en divisa local. Es en este mercado, en el que los rendimientos reales que se ofrecen actualmente están en máximos históricos, las divisas están devaluadas e infravaloradas y los bancos centrales locales controlan las condiciones de financiación, donde proponemos nuestra perspectiva optimista. Los últimos años han sido difíciles para los tipos locales, ya que los activos mundiales más tradicionales han superado a los locales y los bancos centrales de los mercados emergentes se han visto obligados a endurecer considerablemente sus políticas; creemos que ahora nos estamos acercando a un equilibrio muy singular; las fuerzas que hemos descrito parecen estar impulsando ya esta clase de activos, que ha ido avanzando a pesar de los mares tormentosos. ■



Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos nuestra sociedad.



# La guerra de Ucrania no compromete el avance hacia lo sostenible

**L**a invasión de Ucrania desató todas las dudas posibles no solo por la crisis humanitaria y económica, sino por la imposibilidad de lograr los objetivos climáticos. No obstante, aunque de manera pasajera puede repercutir negativamente en la descarbonización, también puede generar un mayor impulso hacia la transición sostenible a largo plazo.

La necesidad de abordar la lucha contra el cambio climático sigue siendo sumamente elevada. El mundo va con retraso para cumplir con el objetivo de cero emisiones netas para 2050 y la vuelta al carbón agrava el problema. A corto plazo veremos un incremento del uso del carbón, pero el efecto de la guerra a largo plazo será que los responsables políticos desarrollen con mayor urgencia las energías renovables.

## La descarbonización se acelerará

El pasado mes de marzo, la SEC de Estados Unidos propuso nuevas normas para la divulgación obligatoria de información relacionada con el cli-

ma. Si se aceptan estas medidas, se crearía un marco de divulgación estándar que daría lugar a la elaboración de informes sobre emisiones más homogéneos y de mayor calidad por parte de las empresas, lo que permitiría a los inversores fundamentar mejor sus decisiones financieras.

Por su parte, la UE pretende avanzar hacia una economía circular y en marzo propuso una serie de cambios legislativos que deberían alargar la vida de los productos, facilitar su reparación y conseguir que los ciclos de producción consuman menos energía. Los productos vendrán con un pasaporte que creará más transparencia en torno a la cadena de suministro y habrá un sistema de certificación para etiquetar los productos como "sostenibles", "respetuosos con el medio ambiente", etc.

Entretanto, China también ha lanzado un sistema de comercio de emisiones para el sector energético, que contribuye en un 40% a las emisiones nacionales totales. La hoja de ruta del Consejo de Estado para la descarbonización

detalla su marco integral y, aunque se critica que no adopta suficientes medidas a corto plazo, es evidente que el país se toma en serio el desafío y la instauración de una base a largo plazo para conseguir una drástica reducción de las emisiones.

## La apuesta por el hidrógeno verde

Los recientes movimientos de las autoridades hacia una sostenibilidad medioambiental mayor tienen lugar en una cultura que asume cada vez más la lucha contra el cambio climático. El creciente número de países que se comprometen a alcanzar las cero emisiones netas indica que necesitarán energía a base de hidrógeno para el proceso de descarbonización.

Un ejemplo son los camiones, que podrán beneficiarse de la densidad energética del hidrógeno líquido, mucho mayor que la de las baterías de iones de litio, que son demasiado voluminosas y pesadas para los vehículos comerciales. El transporte marítimo, la calefacción y la producción de acero y de cemento podrían adoptar la tecnología del hidrógeno.

El hidrógeno verde, que se produce mediante electrolizadores, debe abaratar su coste. No obstante, se beneficiaría de ayudas gubernamentales. Hydrogen Council prevé que el coste de la producción, almacenamiento, distribución y utilización del hidrógeno en un amplio abanico de aplicaciones se habrá reducido un 50% para 2030, y que 22 de las 35 aplicaciones del hidrógeno analizadas serán competitivas en costes frente a otras alternativas bajas en emisiones.

En lo que se refiere a la capacidad, la AIE estima que los proyectos planificados en más de 30 países aumentarán la capacidad mundial de los electrolizadores de 0,3 gigavatios en 2020 a aproximadamente 17 gigavatios en 2026. A más largo plazo, los proyectos de electrolizadores anunciados hasta octubre de 2021 habían alcanzado más de 260 gigavatios.

## El camino correcto

El sector de la inversión desempeña un papel cada vez más importante, apoyado por inversores con conciencia climática. El conjunto de la población, particularmente las generaciones más jóvenes, es plenamente consciente de lo que hay en juego y presiona cada vez más a los gobiernos para que tomen medidas. Todavía queda mucho trabajo por hacer y vamos retrasados para conseguir las cero emisiones netas en 2050, por lo que debemos acelerar la transición. Es importante seguir presionando a los responsables políticos y a las empresas para que reduzcan sus emisiones. Con todo, consideramos que la confianza en el impulso hacia la sostenibilidad climática está justificada y que avanzamos en la dirección correcta. ■



**Cornelia Furse**

Co-gestora del Fidelity Funds Sustainable Climate Solutions Fund



## Más allá de los factores ESG: La solución del precio del carbono

La búsqueda de la neutralidad de carbono ha comenzado, esta vez de verdad. Más de 70 países<sup>1</sup>, entre los que se incluyen los que más contaminan a nivel mundial, han establecido objetivos de emisiones de dióxido de carbono netas de valor cero y cientos de ciudades, empresas e inversores se han comprometido a llevar a cabo estrategias complementarias. Pero para conseguir realmente la transición a un mundo con cero emisiones, es necesario transformar la economía real desde sus cimientos. La invasión de Ucrania por parte de Rusia, que ha agitado los mercados energéticos a nivel mundial, ha hecho resurgir las preocupaciones relacionadas con la independencia energética. Es el momento de fijar un precio al carbono y también es fundamental impulsar el cambio en lo relacionado con la gran dependencia que tenemos actualmente en los combustibles fósiles.

Los mercados financieros configuran la economía mediante la distribución de los ahorros de las personas. Las elecciones de los inversores dependen de dos factores: la información y los incentivos. Solo cuando los inversores disponen de ambos, los mercados financieros pueden ha-

cer lo que mejor saben hacer: distribuir el capital de la forma más eficiente posible.

Para comprender esta dinámica, debemos pensar en la evolución del concepto de riesgo para los inversores, que fue ambiguo hasta 1952, cuando Harry Markowitz lo definió como la volatilidad, que tiene propiedades matemáticas y que, por lo tanto, es cuantificable. En 1964, William F. Sharpe se basó en esta definición para crear su modelo de valoración de activos financieros, que describe la relación entre el riesgo sistemático y la rentabilidad prevista y que, por lo tanto, establece un precio al riesgo del mercado. Markowitz y Sharpe revolucionaron la forma en la que los inversores analizan los riesgos de inversión y las oportunidades y, por consiguiente, la forma en la que los mercados financieros distribuyen el capital.

Hoy en día se necesita una revolución similar en lo tocante al concepto de riesgo climático para los inversores.

Para poder desarrollar herramientas analíticas útiles es fundamental disponer de datos sobre el riesgo climático de gran calidad, los cuales se deben obtener a través de divulgación obligatoria.



Por fortuna, tanto la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) de EE. UU. como el International Financial Reporting Standards Board están empezando a reconocer este imperativo y han propuesto<sup>2</sup> nuevos requisitos<sup>3</sup> en lo que respecta a la divulgación de datos relacionados con el clima.

Esta divulgación es necesaria, pero no suficiente. Los incentivos importan y, en la actualidad, están orientados en la dirección equivocada.

El primer problema es que el sector de combustibles fósiles está respaldado por cuantiosas subvenciones. El Pacto de Glasgow para el clima<sup>4</sup>, que se acordó en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático del año pasado, afirma que estas «subvenciones ineficaces» equivalen en la actualidad a la mitad de la inversión total en combustibles fósiles.

El segundo factor que distorsiona los mercados financieros y que impide la distribución eficiente del capital es el coste cero de algunas emisiones de CO<sub>2</sub>. ¿Cómo es posible que aún no se haya aplicado el principio de «quien contamina paga»? Al fin y al cabo, estas emisiones incesantes causan el calentamiento global que supone una amenaza para la humanidad.

Es aquí donde entra en juego el precio del carbono. La transición a un mundo con cero emisiones requiere la rápida creación de nuevas tecnologías, infraestructuras con eficiencia energética y la captura y el almacenamiento de carbono. El establecimiento de un precio para el carbono, junto con la eliminación de las subvenciones a los combustibles fósiles, ofrecería a los inversores incentivos potentes para financiar la necesaria transición energética.

Antes de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático celebrada en 2015 en París, más de 340 inversores, que reunían más de 20 billones de dólares en activos bajo gestión, emitieron una declaración<sup>5</sup> que instaba a la creación de planes para eliminar las subvenciones a los combustibles fósiles y a la asignación de un precio al carbono. Este llamamiento fue, en su mayor parte, ignorado educadamente. Pero a medida que la Agencia Internacional de la Energía comenzó a trazar los costes de la transición, se hizo evidente que los gobiernos no podrían hacerse cargo por sí mismos: había que movilizar los billones de dólares de los mercados financieros.

El Acuerdo de París estableció que el papel fundamental de los mercados privados era reunir los recursos financieros necesarios para mantener el calentamiento global «muy por debajo» de 2°C con respecto a los niveles preindustriales. Además, se proporcionaron orientaciones para establecer regímenes de de»



**Anne Simpson**

Global Head of Sustainability de  
Franklin Templeton Investments



» comercio de derechos de emisión transfronterizos. Hasta la fecha, 40 jurisdicciones nacionales y 25 subnacionales han fijado un precio<sup>6</sup> al carbono, lo que representa aproximadamente un 15 % de las emisiones de gases de efecto invernadero a nivel mundial.

Si a esto añadimos las 46 iniciativas de fijación de precios al carbono adicionales que se están planteando (también en las principales economías como, por ejemplo, China y Brasil), se prevé que aproximadamente el 25 % de las emisiones mundiales vayan a estar sujetas a un precio del carbono. Esto supone un paso en la dirección correcta, pero con ello no basta.

Mientras tanto, la SEC ha sugerido discretamente que las empresas deberían informar del precio del carbono que asumen en su planificación financiera. Esto refleja las recomendaciones de la Comisión de Comercio de Futuros de Mercancías, cuyo comité autorizado en materia de riesgo climático (formado por gestores de activos, bancos y empresas de materias primas) defendió lo que es obvio: a menos que se fije un precio del carbono<sup>7</sup>, no podremos gestionar la transición energética de forma eficaz.

El abordaje del cambio climático requiere un cambio en el comportamiento, y las personas cambian su comportamiento en respuesta a incentivos. Poner precio a la externalidad negativa del cambio climático de forma explícita hará que las empresas reduzcan las emisiones y que los consumidores apliquen los cambios necesarios en sus estilos de vida. La fijación de

un precio al carbono podría generar también ingresos, que se podrían destinar al desarrollo de tecnologías ecológicas o a la población, de forma que se fomentase una transición justa. En resumen, mediante la fijación del precio al carbono se pueden lograr objetivos económicos, climáticos y sociales de manera simultánea.

En El abanico de Lady Windermere, de Oscar Wilde, Lord Darlington bromea con que un cínico es alguien «que sabe el precio de todo e ignora el valor de nada». En la actualidad, los inversores se encuentran precisamente en la situación opuesta: Sabemos el valor de abordar el cambio climático, pero no hemos establecido el precio. El cambio climático plantea un riesgo sistemático que los inversores no se pueden limitar a diversificar. A menos que se fije un precio a ese riesgo con exactitud, los costes serán incalculables. ■

<sup>1</sup> Fuente: Naciones Unidas, Coalición emisiones netas cero.

<sup>2</sup> Fuente: Comisión de Valores y Bolsa de EE. UU., «SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors», marzo de 2022.

<sup>3</sup> Fuente: International Financial Reporting Standards Foundation, «ISSB delivers proposals that create comprehensive global baseline of sustainability disclosures», marzo de 2022.

<sup>4</sup> Fuente: 2022 United Nations Framework Convention on Climate Change, El Pacto de Glasgow para el clima - Principales resultados de la COP26.

<sup>5</sup> Fuente: DownToEarth, «Institutional investors call for carbon pricing to tackle climate change», septiembre de 2014.

<sup>6</sup> Fuente: 2022 United Nations Framework Convention on Climate Change, About Carbon Pricing.

<sup>7</sup> Fuente: Comisión de Comercio de Futuros de Mercancías, «CFTC's Climate-Related Market Risk Subcommittee Releases Report», septiembre de 2020.

# Hello...

## Renta fija

Brandywine  GLOBAL

### Legg Mason Brandywine Global Income Optimiser Fund

Toda cartera necesita una estrategia defensiva, pero eso no tiene por qué comprometer los resultados. Nuestro fondo Brandywine Global Income Optimiser puede ofrecer un camino estable en sus inversiones, con el objetivo de obtener una rentabilidad atractiva al tiempo que protege el riesgo de las caídas.

Obtenga más información en:  
[franklintempleton.com.es](http://franklintempleton.com.es)



**Esto es una comunicación de Marketing. Le rogamos consulte el folleto y el KIID antes de tomar cualquier decisión de inversión definitiva.**

*\*El Legg Mason Brandywine Global Income Optimiser Fund es un subfondo de Legg Mason Global Funds plc ("LMGF"). LMGF es una sociedad de inversión abierta de capital variable, organizada como un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios ("UCITS"). LMGF está autorizada en Irlanda por el Banco Central de Irlanda.*

Antes de invertir, debe leer el formulario de solicitud, el folleto y el KIID. Los documentos del fondo pueden obtenerse gratuitamente en inglés, francés, alemán, italiano y español en el domicilio social de LMGF en Riverside Two, Sir John Rogerson's Quay, Grand Canal Dock, Dublin 2, Irlanda, en el administrador de LMGF, BNY Mellon Fund Services (Ireland) Limited, o en [www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com) para que le dirijan a su sitio web local de Franklin Templeton. Además, se puede consultar un resumen de los derechos de los inversores en <https://franklintempletonprod.widen.net/s/6vvljtcv5t/resumen-derechos-del-inversor>. El resumen está disponible en español. Los subfondos de LMGF están notificados para su comercialización en múltiples Estados miembros de la UE en virtud de la Directiva sobre OICVM. LMGF puede poner fin a dichas notificaciones para cualquier clase de acciones y/o subfondo en cualquier momento utilizando el proceso contenido en el artículo 93a de la Directiva OICVM.

**Todas las inversiones implican un riesgo.** El valor de las acciones del Fondo y los ingresos percibidos del mismo pueden bajar o subir, y los inversores pueden no recuperar la totalidad del importe invertido.

Publicado por (introduzca aquí la dirección local).

© 2022 Franklin Templeton. Todos los derechos reservados.

# 2022: ¿el año de las materias primas?

**T**ras años de una rentabilidad deslucida, las materias primas vienen protagonizando un nuevo auge desde 2020. Análisis académicos recientes han revelado la importancia de utilizar las cestas de materias primas como parte de una asignación estratégica a largo plazo. Sin embargo, las encuestas de inversores aún muestran que muchos de ellos no invierten estratégicamente en este tipo de activo. En el entorno geopolítico y económico actual, los inversores no pueden pasar por alto las ventajas de incluir las materias primas en sus carteras.

## El diversificador jefe

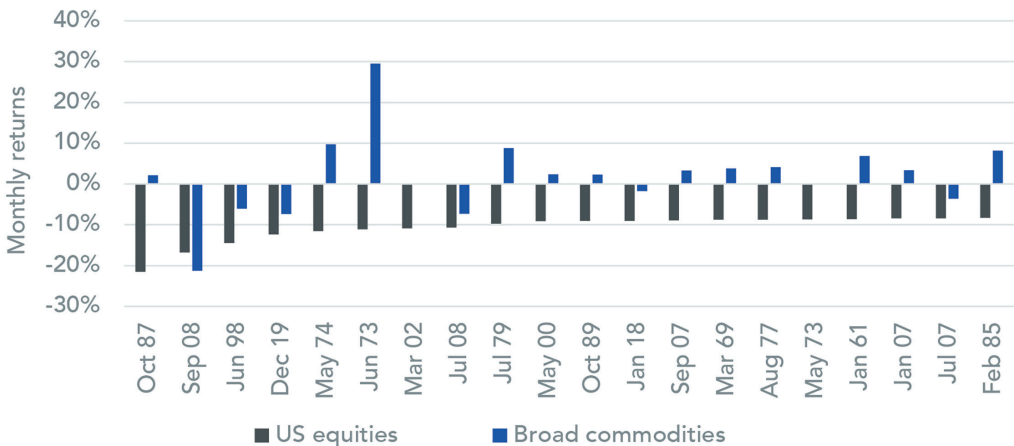
Las cestas de materias primas han mostrado históricamente una baja correlación con la renta variable (18%), los bonos gubernamentales (-15%) y los bonos corporativos (-5%)<sup>1</sup>. Aunque los críticos argumentan que esta correlación reducida no se da en períodos de crisis, un análisis rápido muestra lo contrario.

La correlación de las materias primas con esas mismas clases de activo en meses en donde la renta variable perdía más de un 5%, sigue siendo igualmente de reducida. Las materias primas, por ejemplo, vienen teniendo una rentabilidad muy buena en lo que va del año. El 24 de mayo acumulaban una subida de un 41,4% cuando el MSCI<sup>2</sup> World Index pierde un 11,3% y el Bloomberg Euro Aggregate un 9,1%. En otras palabras, en un año en donde los bonos no generan la diversificación que los inversores necesitan, las materias primas sí la proporcionan a aquellos que fueron lo suficientemente listos para incluirlas en sus carteras.

## No es solo otro activo de riesgo

Las materias primas son un activo de riesgo. A medida que la economía crece, también lo hace la demanda de energía, metales o alimentos. Sin embargo, las materias primas no son un activo de riesgo típico. Al contrario que la renta variable, tienden a mantenerse lo suficientemente bien en las primas

■ Gráfico 1. La rentabilidad de las cestas de materias primas durante los peores 20 meses del S&P 500 desde 1960



Fuente: WisdomTree, Bloomberg. De enero de 1960 a abril de 2022. Las cestas de materias primas están representadas por el Bloomberg Commodity Total Return Index y la renta variable estadounidense por el S&P 500 Gross Total Return Index. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

fases de recesión y obtener una rentabilidad mejor que la mayoría de los activos durante la segunda mitad del período de expansión.

El gráfico 1 muestra cómo las materias primas les han ofrecido a las carteras un respaldo muy fuerte en períodos de crisis. Considerando los peores 20 meses de la renta variable de EE. UU. desde la década de los 60, las materias primas hubiesen superado en términos de rentabilidad a la renta variable en 19 de dichos 20 meses. De hecho, en 14 meses, las materias primas se han incluso valorizado.

Aunque las materias primas son un activo cíclico, ofrecen una gran diversificación en las primeras fases de las recesiones y últimas fases de expansión cuando otros activos cíclicos comienzan a tener dificultades.

### Jugar defensivamente contra la inflación

2021 continuará siendo recordado como el año en que se despertaron tanto la inflación como las inversiones en cestas de materias primas después de una década de inactividad. Si bien los observadores distraídos pueden atribuir esto a la casualidad, los especialistas reconocerán el vínculo íntimo entre ambas cosas. Las interrupciones en las cadenas de suministro y la demanda renovada impactaron a ambos factores. La invasión de Ucrania por parte de Rusia a principios de 2022 aceleró la situación, tensionando aún más las cadenas de suministro globales y el suministro de materias primas.

Dado que la inflación está siendo un riesgo clave para la renta variable y los bonos, ahora es un buen momento para considerar estrategias que permitan realizar coberturas contra los riesgos inflacionistas. Las materias primas son uno de estos activos. Representan una cobertura eficiente tanto para la inflación esperada como inesperada. Históricamente, las cestas de materias primas cuentan con la beta más alta de casi todas las clases de activo con respecto a la inflación y la inflación inesperada.

Al estar la inflación estancada en un dígito elevado o inclusive en territorio de doble dígito por primera vez en»

<sup>1</sup> Fuente: WisdomTree, Bloomberg. De enero de 1960 a abril de 2022. Los datos de los Índices Bloomberg Commodity Total Return y S&P 500 Gross Total Return comienzan a partir de 1960. Los datos de los índices Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged USD y Bloomberg US Corporate Total Return Unhedged USD comienzan a partir de 1973. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

<sup>2</sup> Morgan Stanley Capital International



**Pierre Debru**

Responsable de Análisis  
Cuantitativo & Soluciones  
Multi-Activos, Europa  
de WisdomTree

» décadas, puede ser hora de que los inversores tomen nota.

## Es momento para una inversión en materias primas

A pesar de estar presentes en las bolsas desde hace más de un siglo, las materias primas

están subrepresentadas en las carteras de los inversores. En los últimos veinte años, esta brecha ha comenzado a cerrarse, y muchos académicos de renombre señalan que las materias primas deberían convertirse en un componente básico en las asignaciones estratégicas de activos a largo plazo. ■

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

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

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

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

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

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

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

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

# Quedan menos de 100 días... ¿Tiene todas las piezas necesarias para crear una cartera ESG compatible con MiFID?



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



[nordea.es/ESGBuildingBlocks](https://nordea.es/ESGBuildingBlocks)

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

**Permítanos ser su socio ESG de confianza.**

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



## El Reino Unido es una mina... y no solo en commodities

El comienzo de 2022 se ha revelado volátil, puesto que el conflicto en Ucrania ha creado una enorme disrupción en los mercados de petróleo, lo que se suma a las continuas presiones observadas en los mercados, que ya han tenido que hacer frente a la actual situación de la pandemia y a problemas en las cadenas de suministro. En consecuencia, durante el primer trimestre de 2022 la contratación en los mercados ha sido escasa y ha estado liderada por las *commodities* y la minería.

No obstante, los lectores habituales sabrán que llevamos mucho tiempo creyendo que el Reino Unido es mucho más que simples *commodities* (y bancos), lo que nos diferencia de la mayoría de nuestros homólogos. Albergamos serias dudas sobre la naturaleza impredecible de los precios de las *commodities*, y no creemos que, como

gestores activos, gocemos de ninguna ventaja. En nuestra opinión, las acciones de petróleo a menudo se contratan a los «precios de mercado» y los equipos directivos de las compañías tienen poca visibilidad sobre el comportamiento futuro, lo que da a los inversores poco margen para anticipar o predecir las fluctuaciones de los valores.

Además, el carácter volátil de las *commodities* siembra cierta inquietud en esta fase de rotación del mercado. En 2008, por ejemplo, el precio del petróleo arrancó el año en el entorno de los 95 dólares, y subió hasta los 150 dólares en verano antes de cerrar el año en 50 dólares. Asimismo, a largo plazo, creemos que el petróleo acaba provocando deflación, lo que solo se traduce una pequeña escapada temporal de la inflación. Como dijo Ben Bernanke en su artículo de 1997 titulado *Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil*



*Price Shocks*<sup>1</sup> (Política monetaria sistemática y los efectos de las perturbaciones en los precios del petróleo), «todas las perturbaciones en los precios del petróleo se han revelado deflacionarias, no inflacionarias... puesto que los bancos centrales creen que generarán inflación y aplican medidas de endurecimiento». Sin lugar a dudas, resultó doloroso no haber invertido en gran medida en petróleo y minas en el primer semestre de 2008, ipero fue todo un acierto en el segundo semestre!.

Sin embargo, el equipo de renta variable británica de Columbia Threadneedle trata de generar alfa mediante un análisis bottom-up de los valores en segmentos que, en nuestra opinión, presentan una verdadera ventaja. Por ejemplo, el sector industrial, donde los múltiples factores que inciden en estas empresas las hacen más idóneas para un análisis fundamental adecuado.

En última instancia, aunque las grandes empresas energéticas y de materiales constituyen una proporción nada desdeñable del índice FTSE All Share, identificamos abundantes oportunidades mejores para que los verdaderos gestores activos obtengan rentabilidad ajustada al riesgo en otros segmentos, y opinamos que vamos un paso por delante en otros sectores.

## **2022: imotivos para la esperanza!**

Cabe señalar que siguen existiendo oportunidades en fusiones y adquisiciones en el Reino Unido, y la actividad entrante permanece en cotas máximas sin precedentes. El enorme arbitraje de valoraciones todavía capta el interés del capital de inversión (private equity) e inversores extranjeros. En 2021 se llevaron a cabo en el Reino Unido 12 operaciones por un valor superior a 500 millones de dólares; ies la cifra más elevada desde 2007! Pese al conflicto de Ucrania, habrá más.

Por tanto, en resumen, el mercado del Reino Unido sigue siendo una alternativa fiable a mercados saturados con valoraciones elevadas. La proliferación de inversiones pasivas y basadas en factores cuantitativos durante los últimos años, junto con la reciente volatilidad, ha traído consigo oportunidades para los especialistas en selección de valores y propietarios de negocios como nosotros. Puesto que somos inversores pacientes y con convicción, seguiremos evitando las posiciones cuya dinámica muestra altibajos y nos concentraremos en los fundamentales de las compañías para tratar de obtener una sólida rentabilidad ajustada al riesgo. ■



**Richard Colwell**

Director de Renta Variable  
Británica de Columbia  
Threadneedle Investments

<sup>1</sup> <https://econpapers.repec.org/paper/cvsstarer/97-25.htm#>



# Metaverso: digital y muy real

La disrupción va más allá del sector tecnológico. Llega a todas las esferas de nuestra vida, desde la sanidad hasta los hogares inteligentes. Las tendencias disruptivas transformarán el panorama competitivo, ya que redefinirán a los ganadores y perdedores. La aparición del metaverso pone de manifiesto el cambio que se está produciendo. Para nosotros, el “metaverso” no se limita a la realidad virtual, sino que es la culminación de los últimos 30 años de aceleración digital que se han producido en casi todas las áreas de nuestra vida. Una nueva realidad que supone oportunidades muy interesantes para los inversores.

El metaverso es el resultado de décadas de digitalización. Es un término tan nuevo que todavía no existe una única definición consensuada. Suele utilizarse para describir los mundos digitales o espacios virtuales que se habilitan a través de la realidad aumentada o

virtual. Sin embargo, en nuestra opinión, esta definición es demasiado limitada. El metaverso debería pensarse como la integración perfecta entre el mundo real y el digital.

Es una realidad en la que nuestra identidad digital es igual de valiosa que nuestra identidad física. No es un espacio digital independiente al que accedemos a través de la realidad aumentada o la virtual, como en la película de Steven Spielberg, Ready Player One. El metaverso es una megatendencia que provocará cambios profundos en la evolución de la sociedad.

Los datos indican que los niveles de adopción de Internet siguen en aumento en todo el mundo, y cada vez hay más “nativos digitales”, personas para las que trabajar y vivir en el espacio digital es algo completamente normal. A medida que se incrementa el número de nativos digitales, también lo hace el tiempo que pasamos en Internet. Todo esto nos hace

pensar que la suma de los ingresos de las empresas dedicadas al metaverso podría llegar a los 25 o 30 billones de dólares en 2040, lo que cuadruplicaría los ingresos equivalentes generados de la infraestructura de Internet actual.

## Más digital

Antes de la evolución digital, nuestra atención se centraba únicamente en el mundo físico. Sin embargo, con la llegada de televisiones, ordenadores y móviles, hemos ido prestando cada vez más atención a los mundos digitales, y creemos que esta tendencia ha llegado para quedarse.

Esta división de atenciones ha provocado que muchos conceptos del mundo real pasen a manifestarse en las esferas digitales. El teletrabajo, las amistades virtuales o los videojuegos son algunos ejemplos.

Del mismo modo que la Web 2.0 supuso un avance enorme para Internet gracias a la llegada de las redes sociales y la computación en la nube, todo apunta a que la Web 3.0 ofrecerá un nuevo nivel de interconectividad basado en la tecnología de cadena de bloques y será una de las piedras angulares del metaverso. Se espera que la combinación de la Web 3.0 y el metaverso permita desarrollar nuevos modelos de negocio que ahora apenas se intuyen.

¿Cómo pueden aprovechar este contexto los inversores? Para empezar, observamos oportunidades potenciales en la inversión en empresas que desarrollan infraestructura de Web 3.0, el ecosistema de aplicaciones para utilizar esta infraestructura y los mundos digitales que surgen de estas aplicaciones interoperables.

A largo plazo, creemos que el metaverso crecerá y acogerá a sectores no digitales. Por ejemplo, en el sector inmobiliario podría posibilitar un mantenimiento más eficiente y transparente de los registros de propiedad.

También podría agilizar transacciones financieras complejas a través de las cadenas de bloque u optimizar las cadenas de suministro en los sectores de la fabricación y la agricultura. Por ello, los inversores deberían adoptar perspectivas que tengan en cuenta a varios sectores con el fin de identificar a los ganadores en este entorno.

Los límites entre nuestra vida real y la digital son cada vez más difusos, por lo que el metaverso no es una realidad lejana. De hecho, llegará mucho antes de lo que pensamos, y con él, oportunidades muy interesantes de inversión. ■



**Virginie  
Maisonneuve**

CFA, Directora Global de  
Inversiones de Renta Variable  
de Allianz Global Investors

# Optimismo entre las gestoras para lo que resta de un año marcado por ese retorno de la volatilidad

A pesar de la debacle de los mercados en este 2022, con mercados como S&P 500 cayendo más del 12% o el MSCI China acercándose a una caída del 20%, también hay claros, con el Ibex, el FTSE 100 o el MSCI Brasil en positivo.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

**P**arece que terminando mayo, el ánimo vuelve en cierta manera a los inversores. La encuesta empresarial del sector servicios de la zona euro se muestra resiliente en mayo, a pesar de una confianza consumidora en niveles de recesión. El indicador Bull&Bear de BofA marca fuerte compra y se ha experimentado un cierto “relief rally”.

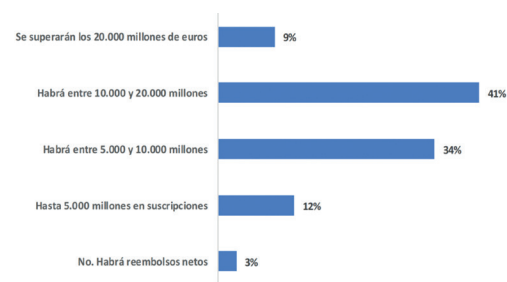
Lo anterior, así como la posibilidad de que la inflación toque máximos a mediados de año hace pensar que los Bancos Centrales podrían no endurecer de manera tan rápida su política monetaria. De este modo, el **94% de las gestoras esperan que los fondos de inversión logren rentabilidades positivas en 2022 de hasta un el 3%**, aunque el 6% restante incluso espera rentabilidades superiores, así lo muestra la XII encuesta a gestoras de fondos de inversión del Observatorio Inverco.

En la encuesta han participado gestoras que representan más del 89% del patrimonio invertido, y **la mayoría de ellas prevé crecimiento en el patrimonio en torno al 5-10%**, y tan solo un 6% de ellas espera caídas a lo largo del año. Tal incremento en el patrimonio estará sustentado **por un aumento en las suscripciones, que si bien, el año pasado rozaron los 26.000 millones de euros, un 41%** de las encuestadas creen que estarán entre los 10.000 y 20.000 millones.

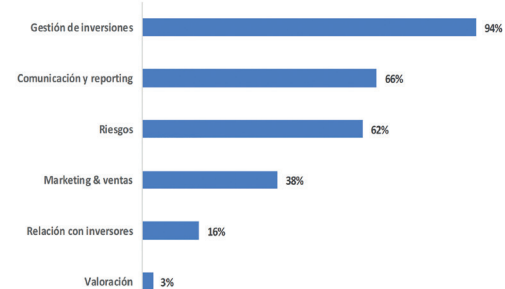
Cabe destacar, que un tercio de las gestoras manifiesta que más del 60% de las suscripciones se realizaron en medios digitales durante el 2021, que es 2pp por encima de 2020.

Es destacado, que a pesar de haber sido un inicio de año difícil para los fondos con criterios ESG, con repunte en sectores considerados no “muy ecológicos” como energía y minería, la mitad de las gestoras dice que sus clientes tienen cada vez más interés en este tipo de fondos, con un 31% de esos clientes de perfil moderado, un 12% de perfil conservador y el 6% con un perfil

■ **Tabla 1. ¿Cree que habrá suscripciones netas en Fondos en 2021?**



■ **Tabla 2. ¿En qué áreas ha implementado su gestora cambios para adaptarse a la normativa ESG?**



dinámico. Además, la adaptación a ESG es una de las áreas de gestión en la que las gestoras han realizado los mayores cambios que impone la regulación, como son las áreas de comunicación y reporting, y el área de riesgos.

Las gestoras consideran que **los activos financieros que competirán con los fondos de inversión serán nuevamente el “ladrillo”** (31%), los depósitos (19%) y la inversión directa en acciones o bonos (16%).

En cuanto a la distribución de fondos, el 71% de las gestoras hace mención a la gestión discrecional, un 15% de ellas es vía carteras asesoradas, y por tanto la mitad de las gestoras señala que en 2022 incrementarán el porcentaje de fondos distribuidos por estas dos vías.

### La innovación es clave en una etapa tan desafiante como la que se nos avecina

Largos periodos de apreciaciones de activos ha hecho que la mayoría de los activos gestionados globales en fondos mutuos y ETF se encuentren en productos tradicionales, haciendo difícil que fondos nuevos destaquen. La gestión activa se ha visto muy presionada para superar la rentabilidad de sus índices o del mercado en general, lo que ha hecho que muchos inversores se inclinen a productos pasivos con menores comisiones.

A medida que cambia la dinámica del mercado, los gestores requerirán de talentos y habi-

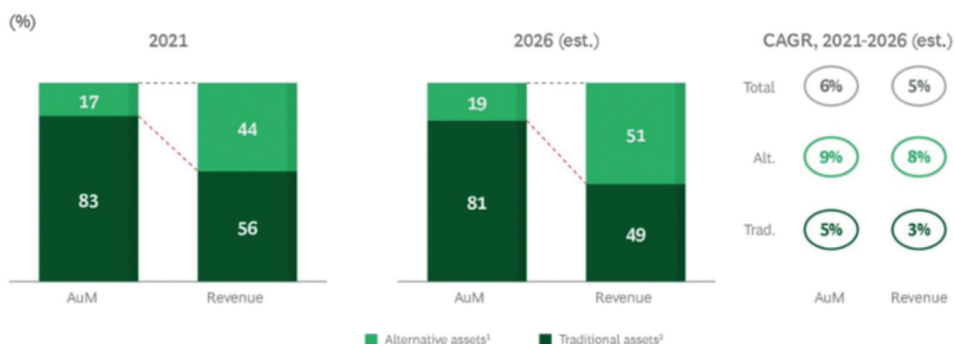


lidades para generar rentabilidades y las gestoras ganadoras deberán adaptarse a estas nuevas formas de pensar, nuevas generaciones y nuevos enfoques de un mercado más competitivo, apunta el estudio From tailwinds to Turbulence de BCG.

Las nuevas tecnologías, en particular la indexación directa, están democratizando efectivamente la capacidad de personalizar productos para el inversor final. Esta tendencia presenta un desafío, pero los administradores de activos pueden superarlo si identifican nuevas formas de diferenciarse.

Hay un creciente interés en inversiones alternativas, con lo que las gestoras que no cuenten con esas capacidades deberán desarrollarlas y poder democratizar este tipo de inversiones entre los clientes minoristas. Y según apunta el estudio de BCG, se espera “ver crecer las alternativas a más de la mitad de todos los ingresos globales en los próximos cinco años”. ■

■ **Tabla 3. Los Activos Alternativos alcanzarán una mayor proporción de los ingresos globales**



Sources: BCG Global Asset Management Market Sizing 2022; BCG Global Asset Management Benchmarking 2022; Strategic Insight; P&I; ICI; Preqin; HFR; INREV; BCG analysis.

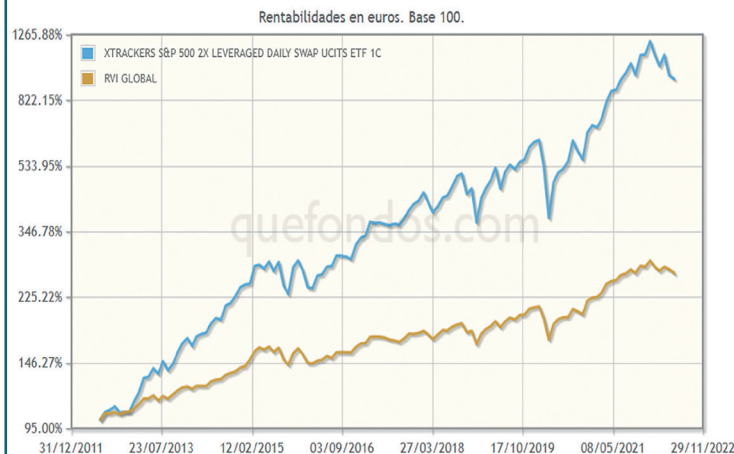
<sup>1</sup>Includes hedge funds, private equity, real estate, infrastructure, commodities, private debt, and liquid alternative mutual funds (such as absolute return, long and short, market neutral, and trading oriented); private equity and hedge fund revenues do not include performance fees. See Appendix 2 for details.



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

# ETF DBX S&P500 2X Leveraged

## Cómo se ha comportado este fondo



### Rentabilidades anuales

	2022	2021	2020	2019	2018
Fondo	-21,96%	73,90%	11,55%	70,00%	-13,35%
Categoría	-8,08%	27,58%	6,74%	27,29%	-7,12%
Ranking	1618/1691	1/1587	345/1453	1/1284	968/1085
Quintil	5	1	2	1	5

Ranking y quintil respecto a la categoría RVI GLOBAL

### Rentabilidades acumuladas

	1 mes	3 meses	1 año	3 años	5 años
Fondo	-2,39%	-5,41%	8,24%	105,88%	156,18%
Categoría	-2,76%	-0,62%	4,39%	42,63%	51,64%
Ranking	832/1714	1455/1703	304/1635	8/1327	1/984
Quintil	3	5	1	1	1

Ranking y quintil respecto a la categoría RVI GLOBAL

## Asignación de activos (a 31/03/2022)

Clase de activos	Fondo	Categoría	Índice
Renta variable	0,00	62,16	—
Renta fija	0,00	0,88	—
Preferred	0,00	0,00	—
Convertible	0,00	0,00	—
Posiciones líquidas	0,00	39,92	—
Otros	100,00	47,73	—

## Principales posiciones

Posiciones	Cartera Peso	Valor de mercado
TRS S&P 500 2x Leveraged Daily NR USD	100,00	246.710.103

Hoy entramos en un producto distinto. Llevamos meses viendo como los mercados caen, arrastrando todo tipo de compañía y sector. No hay nada que se haya salvado de la quema, y es que los excesos siempre se contagian y para lo bueno y para lo malo.

Hoy presentamos un ETF (fondo cotizado). En este caso es una apuesta que bajo mi punto de vista debería estar en el radar de cualquier profesional. Este ETF replica el SP 500 con un apalancamiento de "por 2", es decir, si el índice incrementa su valor en un 1%, el ETF rondará el 2% de rentabilidad. Obviamente encontramos su cara contraria, en la que si el índice de referencia cae, el ETF caerá con datos cercanos al doble.

A priori se esperan nuevas caídas y un año complicado, pero el descuento en los índices están ahí. Por tanto es un producto ideal para ir entrando con pocos pesos en la cartera, pensando igual en una recuperación a medio plazo.

En este caso no olvidemos que no estamos escogiendo sectores, ni buscamos Alfa, ni Sharpe... No, en este momento se busca Beta en el SP 500, un índice que se ha visto con un -20% este año, y podría incluso llegar a niveles pre covid, ajuste dentro de lo que cabe, lógico a las alzas anteriormente vividas desde mediados de 2020.

Si bien es cierto que hay muchas casas gestoras que ofrecen ETF's, este particularmente tiene un comportamiento muy acotado con el mercado y puesto que buscamos una Beta lo más próxima a 1, cumple a la perfección con su cometido. ■

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

## Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

### Riesgos a tener en cuenta:

#### Riesgos relacionados

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

#### Riesgos de inversión

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

#### Perfil del inversor

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

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



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

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

01.22 | J32084\_ES | 4335399

CHRISTINA WOON | Directora de inversiones de abrdn en Singapur

# «Asia todavía está en el inicio de la reapertura y la recuperación tras la pandemia»

La región de Asia-Pacífico centra la atención del mercado por la política de Covid 0 en China y la puesta en marcha del acuerdo de libre comercio Asociación Económica Integral Regional (abreviado RCEP por sus siglas en inglés). Christina Woon, directora de inversiones de abrdn en Singapur explica el momento de reapertura que vive el continente y las oportunidades que brinda a los inversores a largo plazo un momento de volatilidad como el actual.

---

POR PABLO GALLÉN / REDACCIÓN

**Aunque la región de Asia-Pacífico es una zona amplia y diversa, ¿es posible hablar de una perspectiva económica común para todos estos países? ¿Qué prevé en los próximos meses para la región?**

Las perspectivas de Asia a largo plazo se mantienen intactas, gracias a los motores de crecimiento estructural que se mantendrán durante los próximos años. Su enorme potencial se basa en un enorme mercado interno, una mano de obra joven y un proceso constante y sostenido de urbanización. En 2030 albergará más del 60% de la clase media mundial y representará más de la mitad de la demanda global. Asia también es líder en muchos segmentos de las nuevas tendencias tecnológicas estructurales, como la electrificación, la automatización, la inteligencia artificial... Estos cambios fundamentales, combinados con el auge del comercio electrónico, siguen transformando la dinámica de muchas industrias, presentando tanto riesgos como oportunidades para las empresas. El aumento de la renta disponible ha propiciado la expansión de los mercados nacionales, mucho menos dependientes de las exportaciones que antes.

**¿Le preocupa la política Covid 0 de China y su posible impacto en el crecimiento y las repercusiones en la cadena de suministro?**

La actual política de Covid 0 ha tenido un gran impacto en su propia economía y en la cadena de suministro mundial, además de los riesgos geopolíticos, como la guerra comercial entre EE.UU. y China, y la pandemia de Covid-19, que entra ahora en su tercer año. Aún es pronto para que la economía china muestre signos de recuperación después de todas las medidas de flexibilización monetaria adoptadas. Esto también se refleja en las valoraciones, ya que muchas empresas han experimentado caídas en bolsa debido a las ventas que se han producido en este contexto de incertidumbre, y ahora cotizan a niveles posiblemente atractivos. Por eso, a pesar de la gran cantidad de noticias que han pesado sobre el sentimiento a corto plazo, sigue siendo importante que los inversores no pierdan de vista las oportunidades, y aún más importante que sean selectivos.

**La región es importadora de algunas materias primas y estamos viendo una subida de precios, ¿qué impacto tiene esto en las perspectivas?**

El aumento de los precios del petróleo y de las materias primas perjudica el consumo, aumenta los costes de los insumos para las empresas y, en última instancia,





pesa sobre el crecimiento de la economía en general. El impacto es desigual en toda la región. Por ejemplo, India, Tailandia y Filipinas se pueden llevar la peor parte, ya que son los países más sensibles a las crisis de los precios de la energía. Los tres son importadores netos de materias primas y tienen un elevado peso de la energía

en sus cestas del IPC. Esto también da a sus bancos centrales más tiempo para reflexionar a la hora de normalizar la política monetaria en medio de un mayor riesgo de crecimiento. Por otro lado, Australia e Indonesia, los dos principales exportadores de materias primas de la región, se pueden beneficiar de las subidas de precios de otras materias primas. Otro beneficiario puede ser Malasia, exportador neto de petróleo, gas y aceite de palma.

### **¿Qué sectores y países ponderan en sus carteras?**

**Aspiración:** el aumento de la riqueza en Asia está provocando un rápido crecimiento del consumo premium en áreas como los productos de cuidado personal, los servicios financieros y los alimentos y bebidas

**La construcción en Asia:** la urbanización y el auge de las infraestructuras beneficiarán a los promotores inmobiliarios y a los productores de materiales como el cemento

**Futuro digital:** la creciente integración en el marco de la adopción generalizada de la tecnología significa un futuro brillante para las empresas relacionadas con los juegos de azar, Internet, la tecnología financiera y los servicios tecnológicos como la nube.

**La ecología:** los responsables políticos de todo el mundo se están comprometiendo con un futuro más verde y con la reducción de las emisiones de carbono, y Asia está en primera línea.

**Salud y bienestar:** Nuestras participaciones incluyen empresas de investigación por contrato, cuidados respiratorios y del sueño, vacunas, productos farmacéuticos y de diagnóstico.

**Habilitadores tecnológicos:** las cadenas de suministro tecnológico de Asia están bien posicionadas para el crecimiento estructural relacionado con el despliegue del 5G, el big data y la interconectividad digital. ■



# Inversión Alternativa: opción u obligación

Las **inversiones alternativas** podemos definir las como todos aquellos activos que no son activos tradicionales (renta variable, renta fija o activos monetarios).

Las diferentes categorías de activos alternativos son casi ilimitadas, algunos ejemplos de inversiones alternativas más conocidas: private equity, venture capital, real estate, financiación alternativa, activos como Infraestructuras, materias primas... u otras más "exóticas" como los cat bonds, CTAs, estrategias de arbitraje... En cualquier caso todas tienen en común un componente de iliquidez y/o descorrelación en relación a los activos tradicionales en mayor o menor medida.

La popularidad de las inversiones alternativas ha ido creciendo en los últimos años a consecuencia de dos factores:

- Las caídas de las rentabilidades de la renta fija habían dejado "huérfano" al inversor conservador y expuesto a riesgos de un escenario como el actual de subidas de tipos.

- El otro factor ha sido la correlación positiva de ambos activos (renta fija y renta variable) de los últimos años, lo que hace las carteras mucho más vulnerables en ciertos momentos de mercado. El año actual está demostrando que estos riesgos eran muy reales.

Las soluciones para el inversor privado se han ido multiplicando en los últimos años de tal manera que un activo que tradicionalmente solo estaba dirigido al inversor institucional (por las altas barreras de entrada en cuanto a volumen mínimo, la iliquidez o la calificación necesaria para ser apto para estas inversiones) poco a poco va consolidándose dentro de las carteras de los inversores individuales debido a la proliferación de nuevas soluciones que van ofreciendo distintas gestoras.

Dentro de las inversiones alternativas tenemos:

- Aquellas que se derivan de los activos tradicionales y tienen unas características similares a estos: En la Renta Variable encontramos los private equity o venture capital... En RF encontraríamos todas las soluciones de financiación alternativa como el direct lending, loans... y

soluciones híbridas entre ambos activos como puede ser las infraestructuras o el real estate.

- Aquellas que tienen unas características propias distintas a las anteriores como serían las materias primas o las estrategias de arbitraje, cobertura, volatilidad, trend following, market neutral etc.

Cada categoría tiene una contribución diferente dentro de una cartera:

Aquellas con características similares a la RF o RV pueden mejorar el perfil de rentabilidad de nuestras carteras por la prima de rentabilidad que ofrecen por su iliquidez (financiación alternativa, PE, venture capital...) o pueden suavizar la volatilidad de las carteras por el método de valoración que se emplea o por la mayor predictibilidad de retornos de ciertos activos (hablamos de infraestructuras y real estate en este caso).

Por otro lado, aquellas inversiones alternativas que tienen baja, nula o correlación negativa con los activos tradicionales pueden ofrecer protección e incluso rentabilidades positivas en momentos de volatilidad y mercados bajistas.

## Conclusión

Ambas características hacen que las inversiones alternativas ofrezcan al inversor y su cartera una mayor diversificación y les permite navegar más tranquilos en momentos de alta volatilidad en los mercados.

Si bien sus bondades parecen claras, consideramos muy importante antes de incorporarlas a cartera entender perfectamente su funcionamiento, sus riesgos, sus costes... y muy importante que valoraciones se están pagando en ese momento por el tipo de activo que nos hagan pensar que es una oportunidad y ofrezcan una prima adicional sobre los activos líquidos. ■



**Carlos Farrás  
Fernández**

Socio director y  
CIO de DPM Finanzas



**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.

**ISABEL LÉVY E INGRID TRAWINSKI |**

Co-CIOs en METROPOLE Gestion, filial de ODDO BHF Asset Management

# «Nuestro proceso de inversión complementa la gestión value tradicional mediante un enfoque adecuado para todos los sectores»

A finales de septiembre del 2021, ODDO BHF AM anunciaba la adquisición del 100% de las acciones de Metrople Gestión, una firma francesa especializada en inversión value, con más de 20 años de experiencia. Con esta alianza estratégica, ODDO BHF AM completaba la oferta a sus clientes con especialistas en activos value.

---



---

## REDACCIÓN

### ¿Qué pueden decirnos sobre los fondos METROPOLE Sélection y METROPOLE Euro SRI y podrían explicarnos cómo es su filosofía value responsable?

METROPOLE Sélection es un fondo concentrado con acciones de todo tipo de capitalización bursátil de la Unión Europea, el Reino Unido, Suiza y Noruega. A fin de diciembre de 2021, el fondo tenía activos gestionados por valor de 582 millones de euros. Por su parte, el METROPOLE Euro SRI es un fondo concentrado de valores de la zona euro con una capitalización bursátil superior a 5.000 millones de euros. A 31 de diciembre de 2021, tenía activos gestionados por valor de 160 millones de euros. Ambos fondos son gestionados por el mismo equipo desde noviembre de 2002. Nuestra filosofía de gestión es la filosofía value responsable, que consiste en seleccionar las acciones con la mayor calificación ESG y que, según nuestro análisis, presentan descuento con respecto a su valor sectorial.

### ¿Qué les diferencia de otros gestores value?

En primer lugar, nuestro equipo lleva integrando criterios ESG en su proceso de inversión desde 2008. En ese año, desarrollamos una metodología de calificaciones de empresas basada en 150 indicadores de aspectos medioambientales, sociales, de gobernanza y grupos de interés. Además, METROPOLE Gestion ejerce sus derechos de voto en todas las empresas en las que invertimos y se implica como accionista activa-

mente de forma individual, colectiva y temática, al igual que tiene en cuenta todos los riesgos de sostenibilidad. Como resultado, ambos fondos han obtenido la certificación francesa de ISR y se clasifican en virtud del artículo 8 del nuevo reglamento SFDR. También nos diferenciamos de otros gestores value en cómo integramos un enfoque sectorial en los métodos de valoración similares a los utilizados en el análisis de fusiones y adquisiciones. Además, prestamos gran atención a la solidez de los balances de las empresas, lo que nos permite invertir en empresas de alta calidad.

### Los inversores están volviendo a apostar por las acciones value. ¿Cuáles consideran que son los argumentos principales para esta vuelta a la gestión value?

La gestión growth se ha visto impulsada desde 2014 por la fuerte caída de los rendimientos de los bonos a largo plazo. Esto se debe a que los gestores growth calculan el crecimiento de las empresas descontando sus futuros flujos de caja basándose en un tipo de descuento que ha seguido en todo momento la trayectoria a la baja de los rendimientos de los bonos. Y lo mismo puede decirse de las acciones tecnológicas y verdes: cuanto más bajen los rendimientos de los bonos, mayor será el valor asignado a sus tasas de crecimiento. A estos estilos de gestión se les denomina «duración larga».

En cambio, la gestión value se ha degradado porque su objetivo no es valorar el crecimiento



futuro, sino detectar descuentos que parecen injustificados y que podrían reducirse en dos o tres años. Por tanto, los inversores están volviendo a la gestión value, debido principalmente al repentino cambio en las expectativas de inflación y en los tipos de interés a largo plazo. Pero a los inversores también les preocupan las valoraciones registradas por las acciones growth, tecnológicas y verdes, que se encuentran a niveles iguales o superiores a los de la burbuja tecnológica de 2000.

Y, por último, los planes de estímulo fiscal adoptados el año pasado en todo el mundo, el gasto en infraestructuras previsto para los próximos diez años, las inversiones necesarias para la transición energética y, en general, la vuelta a primer plano de las políticas fiscales expansionistas han rejuvenecido a las empresas más tradicionales, pero también a las sólidas o que han transformado activamente su modelo de negocio y que han sido pasadas por alto en los últimos años.

#### **¿Cómo están sus fondos posicionados actualmente?**

Nuestras carteras están expuestas a acciones de calidad que ofrecen un gran potencial alcista. Invertimos en empresas que tienen mucho que ganar de los planes de infraestructuras y estímulo fiscal; empresas que han emprendido importantes transformaciones tecnológicas, como en los sectores del

automóvil o los medios de comunicación; empresas que están acelerando la transformación de su modelo de negocio, como en los sectores del papel o el petróleo, que en unos años serán gigantes de las energías renovables; empresas expuestas a la reapertura económica y que se han visto muy afectadas por la pandemia en estos años; y, por último, valores bancarios cuyos balances actuales son bastante sólidos 14 años después de la crisis financiera.

#### **¿Por qué es el momento adecuado para invertir en METROPOLE Sélection y METROPOLE Euro SRI?**

En primer lugar, porque la inversión en gestión value es una forma de diversificar las carteras, dado que la mayoría de las demás clases de acciones han subido en los últimos años por la caída de los rendimientos de los bonos a largo plazo y que la gestión value guarda una correlación inversa con otras clases de activos. En segundo lugar, el equipo y el estilo de inversión se mantienen igual desde hace 20 años, y han dado buenos resultados en entornos positivos para la gestión value y no han cambiado su enfoque incluso durante periodos complicados. Y, por último, nuestras carteras están ampliamente diversificadas en muchos sectores económicos e invertidas en empresas de calidad con balances sólidos. ■

CARLOS MIJANGOS | Director general Financiero de Sacyr

# «El compromiso de Sacyr para 2022 es reducir la deuda con recurso notablemente»

Carlos Mijangos, director general Financiero de Sacyr, presenta los resultados de la compañía en el primer trimestre del año, periodo en el que aumentó un 13% la cifra de negocios y un 25% el EBITDA. Asimismo, nos cuenta los planes y objetivos que tiene Sacyr para el resto del año y cuál será su política de dividendo.

---

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

**En los tres primeros meses del año, Sacyr ha logrado aumentar tanto la cifra de negocios, como el EBITDA y el beneficio neto de los negocios. ¿Cuál ha sido la clave para alcanzar estas cifras?**

El modelo de negocio de Sacyr es un modelo resiliente, donde el 83% del EBITDA del primer trimestre procede de esos activos concesionales con bajo riesgo de demanda. Esta estrategia nos ha permitido dar unos resultados positivos en un escenario macroeconómico desafiante e incierto. El EBITDA fue de 243 millones de euros, un 25% más que en el mismo periodo de 2021 y la rentabilidad alcanzó nuestro récord, con un margen EBITDA sobre cifra de negocios del 20,3%, 200 puntos básicos superior a la alcanzada en 2021.

**La deuda neta con recurso crece hasta los 798 millones de euros. ¿A qué se debe este incremento?**

Este incremento se debe, en gran medida, a la propia estacionalidad del negocio, con una negativa evolución del circulante en las áreas de construcción y servicios que se recupera a lo largo del año y por otra parte al desfase temporal que se produce entre las distribuciones realizadas por las sociedades concesionarias y las aportaciones de capital que se deben realizar a los proyectos que se encuentran en fase de construcción. En este trimestre se han recibido únicamente 6 millones de

euros de los 180 millones previstos en el año y en cambio se han realizado aportaciones de capital por importe de 65 millones de euros, que supone aproximadamente el 35% del estimado para todo el año. Reiteramos nuestro firme compromiso para 2022: reduciremos la deuda con recurso notablemente. Y el objetivo para 2025 es situar la deuda con recurso en mínimos, unos 100 millones de euros, mientras seguimos creciendo en nuestra actividad concesional.

**¿Cuáles son los objetivos que se marca el Plan Estratégico de Sacyr?**

El Plan Estratégico que lanzamos en febrero del año pasado para el periodo de 2021-2025 tiene dos puntos clave: el foco en el desarrollo de los negocios concesionales y el impulso de la sostenibilidad. Este plan anticipa un nuevo ciclo expansivo de Sacyr Concesiones, que generará el 85% del EBITDA del grupo en 2025. En cuanto a las previsiones económicas, el objetivo marcado es superar en 2025 los 5.500 millones de euros la cifra de negocios y los 1.200 millones de EBITDA. Respecto a los mercados prioritarios para este nuevo ciclo estratégico, potenciaremos nuestra presencia en España e Italia en Europa; Colombia y Chile en América Latina, y los mercados de habla inglesa. Nuestro objetivo es tener una presencia equilibrada de aproximadamente un tercio de la facturación en Europa, un ter-

## DATOS FUNDAMENTALES DE LA COMPAÑÍA

**EBITDA:** 242,6 millones de euros

**Facturación:** 1.195,8 millones de euros

**Beneficio neto atribuible:**

20,3 millones de euros

**Free float:** 68,6%

**Capitalización:**

1.650 millones de euros

## CUADRO DE DIRECCIÓN DE LA COMPAÑÍA

**Presidente y Consejero Delegado:**

Manuel Manrique

**CEO de Sacyr Concesiones:**

Rafael Gómez del Río

**CEO de Sacyr Ingeniería e Infraestructuras:**

Pedro Sigüenza

**Director General de Sacyr Servicios:**

Eduardo Campos

**Director General Financiero:**

Carlos Mijangos

**Directora General de Personas:**

Patricia Martínez Iñigo

**Director General de Comunicación:**

Pedro Alonso

**Director General Corporativo:**

Fernando Lozano

**Directora General de Innovación,**

**Estrategia y Sostenibilidad:**

Marta Gil



cio en América Latina y otro tercio en los países de habla inglesa. El fuerte crecimiento de la empresa en los 15 primeros meses del Plan nos impulsa a realizar una revisión al alza de los objetivos propuestos. En la pasada Junta General de Accionistas, nuestro presidente, Manuel Manrique, ya anunció que se fijarán nuevas metas más ambiciosas.

### ¿Qué avances han conseguido en materia de sostenibilidad?

La sostenibilidad es un punto clave en el Plan Estratégico 21-25 de Sacyr y se refleja en todas las actividades de Sacyr. Así lo están reconociendo diferentes agencias internacionales. Además, estamos realizando novedosas financiaciones sostenibles a través de emisiones de bonos sociales ligados a nuestros proyectos de concesiones que op-

timizan los recursos vía mercado de capitales y banca comercial, mitigando los riesgos con instrumentos de liquidez y basados en el cumplimiento de una serie de indicadores sostenibles.

### ¿Qué política de dividendo va a seguir la compañía para los próximos ejercicios?

Nuestro compromiso con los accionistas es mantener una política de remuneración al accionista recurrente, en el entorno del 5%. En febrero se pagó un scrip dividend de 0,049 euros por acción, o bien una acción nueva por cada 45 existentes. El 85% de los accionistas eligieron cobrar en acciones. La Junta General de Accionistas de este año aprobó el pago de dos nuevos scrip dividend por lo que el accionista seguirá contando con esta fórmula de retribución. ■



# El camino del CF Intercity

**L**a idea de crear un nuevo club de fútbol en la provincia de Alicante, con una gestión deportiva y económica totalmente disruptiva, surge en el año 2015. Dos años más tarde, con la compra del GCD Sant Joan, un equipo de Primera Regional Autonómica de la provincia de Alicante, nace lo que hoy es el CF Intercity. La esencia original parte de la idea de crear un club de fútbol gestionado como una empresa, rompiendo con el modelo tradicional de los clubes deportivos españoles. El hito más relevante en nuestra historia se produjo el 29 de octubre de 2021 con la salida a bolsa del club, convirtiéndose el CF Intercity en el primer equipo español en operar dentro del BME Growth. El último escalón en esta trayectoria ascendente ha sido la fusión con el Lucentum Alicante (equipo de baloncesto de la ciudad de Alicante), evidenciando la intención de crear un grupo deportivo potente a nivel nacional.

Los co-fundadores del club de fútbol Intercity, son co-fundadores de la reconocida empresa de reconocimiento facial FACEPHI: Salvador Martí Varó (presidente del Club de Fútbol Intercity) y Javier Mira Miró (Actual CEO de Facephi),

empresa cotizada en el BME Growth. Desde su experiencia, se adentraron en un modelo financiero desconocido en el deporte, buscando las oportunidades que ofrecen el mercado y una financiación más eficiente.

Siempre hemos perseguido la innovación y emprender en proyectos que marquen la diferencia. Teniendo muy presente el ejemplo de los numerosos clubes de fútbol que caen en una deuda irreversible, e incluso desaparecen por no tener medios financieros, se consideró que era el momento de explorar otros caminos y diferentes modos de financiación en el mundo del fútbol.

El modelo de negocio es claro: alcanzar nuestro breakeven, es decir, llegar al fútbol profesional donde los clubes de fútbol empiezan a tener una rentabilidad. Para conseguir este objetivo, tenemos una estrategia financiera: realizar ampliaciones de capital para obtener recursos recurrentes suficientes y disponer de uno de los mejores presupuestos en la categoría, optando así al ascenso cada una de las temporadas. El camino deportivo ha sido rápido ya que hemos conseguido cuatro ascensos en cinco años, el último esta misma temporada con el ascenso a





la Primera RFEF. Ya estamos a un solo paso del fútbol profesional, y también del baloncesto profesional. Los planes del club pasan por conseguir ser sostenibles y eso solo se conseguirá cuando se llegue a Segunda División. Hasta entonces, hay que financiarse en el mercado de capitales y conseguir presupuestos ambiciosos para lograr los ascensos.

Por el camino y de manera paralela, hacer crecer la estructura orgánica y profesionalizar el club, así como convertirlo en un grupo deportivo, más allá del fútbol, añadiendo secciones de diferentes deportes, integrando y apoyando a otras modalidades que no tienen tanta visibilidad en el panorama deportivo español actual.

Por otro lado, sabemos de la importancia de tener unas instalaciones propias y negocios asociados a la actividad deportiva. Buscamos diferenciarnos y tener las mejores infraestructuras para el desempeño en las mejores condiciones de la práctica del deporte, potenciando el deporte base y la formación en las distintas modalidades que forman nuestro grupo deportivo.

No hay ningún equipo de fútbol que haya salido al mercado en categorías no profesionales, como es nuestro caso. Ser los primeros en España nos obliga a abrir el camino en un reto complicado, pero apasionante. Nuestro aval es la experiencia empresarial y bursátil de los gestores que componemos el grupo, con el apoyo de los grandes profesionales en gestión deportiva que conforman el equipo de trabajo del CF Intercity SAD. Sabemos que muchas entidades están esperando la evolución de nuestro modelo de negocio para continuar nuestros pasos, esto nos hace ser un referente, pero también tenemos una gran responsabilidad. »



## Esaú Rojo Martínez

Responsable de Relación con  
Inversores del CF Intercity



» Seguir un modelo pionero, alejado del modelo tradicional utilizado en España, tiene ciertas dificultades y es un gran desafío. El mercado nos pide mucha transparencia, difícil de encontrar en los clubes de fútbol, y un gran control en las comunicaciones, sobre todo en las estratégicas y financieras, También en aquellas comunicaciones deportivas que puedan afectar a la cotización como fichajes, lesiones de jugadores, etc... Debemos ser extremadamente responsables con nuestro trabajo y la información que se trasmite, ya que nos debemos a miles de inversores que han apostado por este modelo y que confían que los objetivos marcados por la dirección lleguen a buen puerto.


Nuestro modelo de negocio es similar a una startup, con lo que conlleva una serie de obligaciones que se vuelven más estrictas al ser una empresa cotizada. Consideramos que es el modelo hacia el que deben caminar los clubes de fútbol. La transparencia es la herramienta más importante para que accionistas, aficionados y amantes del deporte, quieran seguir y formar parte del proyecto.

Buscamos romper con la imagen del deporte español marcada por escándalos económicos y mala praxis empresarial. La base es gestionar a los clubes de fútbol como cualquier otra empresa y mostrar con transparencia las operaciones. Todos los inversores son propietarios del club y tienen depositada su confianza en que vamos a hacer las mejores operaciones que el club necesita para cada momento en el que se encuentre la compañía. Todos los equipos pueden disfrutar de subvenciones, entradas, abonos, merchandising ... Nosotros también trabajamos es-

tas fuentes de ingreso, pero nos diferenciamos del resto de clubes al ser el primer equipo en salir al mercado y tener la posibilidad única de dirigirnos a los miles de accionistas que confían en nuestro proyecto.

El CF Intercity también busca vincular el club a proyectos que demuestren con hechos su compromiso y concienciación con la sociedad. Como institución, queremos estar presentes en todo tipo de iniciativas que fomenten la formación en deporte base, el cuidado con el medio ambiente y la conexión de las personas, las ciudades y las instituciones a través del deporte.

Tenemos plena confianza en el éxito del CF Intercity, y los primeros movimientos realizados tras la salida a bolsa nos hacen ser optimistas. Actualmente tenemos 1100 accionistas en total, con un número importante de accionistas principales a los que sumamos algún family office como es Alpha Blue Ocean (ABO) con el que llegamos a un acuerdo entrando en la ampliación de capital y poniendo a disposición del club hasta 4,5 millones, que nos facilita mucho ese crecimiento orgánico e inorgánico de la compañía. También tenemos al fondo Nice & Green, que ha apostado por el proyecto, y numerosos accionistas dentro del Consejo de Administración no sólo de Alicante sino de toda España y de parte del extranjero. Además, poco a poco nos van llegando feed backs de mucho interés de otros fondos y grandes fortunas, sobre todo de inversor privado, que muestran gran curiosidad por este modelo de negocio pionero en el mundo del deporte que está ahora en auge. ■



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

## Nuestro enfoque Active 360°

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

Descubra nuestro enfoque de renta fija en [mfs.com/active360](https://mfs.com/active360).



**CARLOS CAPELA** |

Director de distribución para España, Portugal y Andorra de Federated Hermes

# «La única manera de proteger la erosión de los márgenes es mediante una exposición especializada y orientada a los resultados»

Con una experiencia en el sector que se remonta al año 2006, y tras finalizar su carrera en Administración de Empresas, Capela se incorporó como banquero a JPMorgan y posteriormente en Citi. También fue parte del equipo de ventas para Iberia en Jupiter Asset Management, y desde el último trimestre del 2019 asumió la responsabilidad en Federated Hermes. Lo que más le apasiona de su trabajo es que es muy dinámico y cambiante, de acuerdo con los mercados y las necesidades de los clientes.

---

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

**D**ice ser una persona muy perseverante y que evita la auto-complacencia. Ha estudiado y trabajado siempre en España y no se plantea vivir fuera ya que le gusta estar cerca de su familia. Tiene 4 hijos y una de sus mayores preocupaciones es “el mundo que les va a tocar vivir . . . desde el punto de vista social y de libertades”. Entre sus pasatiempos destaca la lectura, jugar al fútbol y viajar.

## Resultado de una fusión

Federated Hermes es una de las mayores gestoras a nivel global, con activos bajo gestión que superan los 631.000 millones de dólares y 1.600 billones de activos asesorados. Con fuerte peso en soluciones del mercado monetario (67%), seguido de renta variable y renta fija (15% cada uno) y activos alternativos (3%).

Es resultado de la fusión en 2018 entre Hermes Investment Managers y Federated Investors, una británica y la otra norteamericana, pero es hasta febrero de 2020 cuando se anuncia formalmente el cambio de marca de las dos compañías a Federated Hermes Inc.

## Un sector muy competitivo y muchos participantes

La situación actual de la industria de gestión de activos en España está marcada por ser “**un mercado muy competitivo y con demasiados participantes, lo que afecta a la rentabilidad**”. Como consecuencia, estamos viendo fusiones y adquisiciones tanto a nivel de gestores de activos como de clientes. El desarrollo del negocio es cada vez más difícil, ya que hay menos clientes institucionales y estos buscan asociaciones estratégicas con grandes gestores de activos relevantes. “Es más **difícil que las boutiques prosperen en este entorno**, mientras que las grandes empresas que ofrecen soluciones sí lo harán”.

Una industria con muchos retos, pero también amplias oportunidades para los gestores activos, que pueden ofrecer soluciones más ad-hoc a sus clientes. “El crecimiento es relevante, ya que hay menos clientes institucionales, pero más grandes. Tener una **mentalidad de solución en lugar de una mentalidad de producto** también ayudará a desarrollar relaciones duraderas con los clientes”.

La **presión sobre los márgenes continuará** de la mano de los cambios normativos, especialmente al entrar en un año en el que el rendi-



miento de los gestores activos está por debajo de los estándares históricos. La única manera de **proteger la erosión de los márgenes es mediante una exposición especializada y orientada a los resultados**, capaz de ofrecer resultados positivos en el actual entorno macroeconómico. Una vez más, las ofertas temáticas sostenibles y las opciones de alto rendimiento de los mercados privados ocuparían un lugar destacado como opciones de preservación de los márgenes.

Capela considera que **la expectativa de fusiones y adquisiciones en Europa ha sido una promesa a la espera de ser cumplida durante mucho tiempo** y es poco probable que se pueda comparar con la dinámica estadounidense, dada la **naturaleza fragmentada de los mercados europeos**. Dicho esto, teniendo en cuenta la situación macroeconómica y el creciente nivel de presión sobre los márgenes y la necesidad de diferenciación, **“es probable que veamos operaciones centradas**, con el objetivo de alinear a los gestores ricos en efectivo con los futuros

motores de crecimiento”. En particular, la capacidad de inversión sostenible y las capacidades de los mercados privados.

### **Los millennials se sienten atraídos por soluciones innovadoras**

Los ETF y los roboadvisors se consideran mecanismos de entrega de soluciones de cartera. El potencial de crecimiento es significativo como resultado del atractivo para nuevos segmentos de clientes, como por ejemplo, los millennials.

**“Los mercados de criptomonedas casi parecían tener inmunidad parcial a las ventas de las tecnológicas**, pero la acción de los precios durante las semanas recientes ha puesto fin a esa idea”, comenta Capela, y añade que la relativa estabilidad del bitcoin entre mediados de enero y mediados de abril, cuando su tendencia fue al alza, fue simplemente la calma antes de la tormenta. El bitcoin se ha desplomado un 20% desde la reunión de la Fed de mayo. »



» Las criptomonedas, incluido el bitcoin, seguirán bajo presión a corto plazo. El principal apoyo sería la postura de la Reserva Federal, más que cualquier dinámica específica de estos activos, pero los recientes comentarios de la rama más hawkish sugieren que no es probable que esto ocurra. “Actualmente no invertimos en criptomonedas”, hace hincapié el directivo.

Las nuevas generaciones de inversores son algo más impulsivas a la hora de invertir y buscan resultados más de corto plazo inmediatez. Pero también son generaciones más proclives a la inversión sostenible.

Hoy en día, **los inversores disponen de mucha más información y productos**. En particular, los ETFs han surgido con fuerza desde 2008, y “las estrategias alternativas, tradicionalmente buscadas solo por clientes institucionales, están ahora disponibles para los segmentos mayoristas”.

### Principales factores de diferenciación en un sector competitivo

Ante un entorno como el que ha dibujado, Capela considera que Federated Hermes está en

una buena posición. “Llevamos muchos años siendo una gestora de activos líder en materia de ASG e inversión sostenible. Fuimos uno de los primeros proveedores de servicios de *stewardship* a clientes (nuestro negocio tiene 17 años) y tenemos una interesante plataforma de alternativos”. Su gama de soluciones de inversión les da suficiente capacidad para satisfacer las demandas actuales de los clientes, habiendo sido pionera en fondos del mercado monetario, permitiéndoles cubrir muchas de las necesidades de los clientes en un futuro próximo. Entre los puntos que los diferencian del resto de competidores destaca:

- Responsable de verdad: TODOS nuestros fondos están integrados en ASG
- Comprometidos con el compromiso: Tenemos uno de los mayores negocios de *stewardship* del mundo, que representa 1,6 billones de dólares de dinero de los clientes.
- Compromiso: Todo nuestro personal firma un compromiso de actuar siempre de forma responsable con los clientes, los proveedores y entre sí. ■

Renta fija sin ideas fijas

# Es el momento de ponerse en forma

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



Conozca más  
[vontobel.com/fi2022](https://vontobel.com/fi2022)

Asset Management

Un selfie  
desde Marte.  
¿En serio?

En serio.

## Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

[fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias](https://fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias)



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

CS1051