

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

MAR. 22
N.36

- Una hora con Diogo Gomes, UBS AM Iberia
- MARF: crecimiento empresarial y oportunidad de inversión
- Entrevista a Javier Ruiz Villabrille, Flossbach von Storch



Ucrania y los
bancos centrales dan
mayor oportunidad
para la renta fija



CRECIMIENTO. EL CAMINO CHINO.

China está siguiendo su propio camino de crecimiento transformador, lo que está creando oportunidades para los inversores.

China está evolucionando. Una estrategia de crecimiento ambiciosa, a través de innovaciones en tecnología y ciencia, la está consolidando como un importante motor económico.

Es el momento adecuado para invertir y ser parte del crecimiento de China.

Obtenga más información sobre las oportunidades de inversión en China:
es.allianzgi.com/china

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.

Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Para obtener información sobre el Resumen de los derechos de los inversores consulte (www.regulatory.allianzgi.com) 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. La sociedad gestora puede decidir poner fin a las disposiciones previstas para la comercialización de sus instituciones de inversión colectiva de conformidad con la normativa aplicable en materia de notificaciones.

Para obtener información sobre el Resumen de los derechos de los inversores en inglés consulte (www.regulatory.allianzgi.com).

Allianz 
Global Investors

La guerra lo cambia todo

En el momento de cerrar estas páginas la guerra de Rusia sobre Ucrania sigue abierta con el mercado midiendo casi al segundo las declaraciones (y amenazas) de Putin sobre el gas -que podría provocar una guerra en el sector energético - descontando a su vez las consecuencias que esta guerra tendrá sobre el crecimiento y la inflación.

Con un petróleo que sube desbocado (ha alcanzado niveles no vistos desde 2008) y con el precio de los alimentos disparado, los inversores temen que la guerra en Ucrania impulse aún más la inflación al alza, lo que terminará pasando factura al crecimiento mundial. Todo en un momento en que parece que los Bancos Centrales tienen poco margen de maniobra ante unas presiones inflacionistas que vienen del lado de la oferta (no de la demanda) por lo que una subida de tipos no lograría reducir la inflación si no es a costa de provocar una caída fuerte de la demanda, y por ende, una recesión. Esto de nuevo vuelve a imprimir la palabra estanflación - bajo crecimiento con alta inflación - en cada vez más informes de mercado. Y ese sería el peor escenario para economía y bolsas. ¿Y cuál es la solución? Todos apuntan a una rápida resolución del conflicto armado pero, siendo realistas, esta opción por el momento no está sobre la mesa.

Nos enfrentamos a un momento complicado que parece que requerirá de una buena política fiscal en Europa y una "inteligente" política monetaria. ■

Que disfruten estas páginas



Silvia Morcillo Acero

Directora

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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



CONTENIDOS

Ucrania y los bancos centrales dan mayor oportunidad para la renta fija...

Reportaje por Pablo Gallén

6

Entrevista gestor

Retro Magnum SICAV Quadriga AM

42

Macroeconomía

Por Ramón Bermejo

18

Ranking de Fondos

Por Consuelo Blanco

46

ASEAFI

Compañías de calidad para un 2022 de más incertidumbre y volatilidad

22

Fondo a examen

Robeco BP Global Premium Equities DH EUR

48

Una hora con Diogo Gomes

UBS AM Iberia

28

Entrevista final a Javier Ruiz Villabril

Flossbach von Storch

56

MARF: crecimiento empresarial y oportunidad de inversión

Reportaje por Esther Chapa

30





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.



Ucrania y los bancos centrales dan mayor oportunidad para la renta fija

Los mercados están en la encrucijada. 2022 arrancó con la mayoría de índices bursátiles en máximos históricos y la inflación hizo que los bancos centrales movieran ficha con el objetivo de adecuar su política monetaria a la nueva realidad económica. La receta estaba clara: retirar estímulos y subir tipos de interés. Pero a finales de febrero llegó la guerra de Ucrania.

POR PABLO GALLÉN / REDACCIÓN

Y con ello volvieron las voces que alertaban de una posible estanflación, es decir, la paulatina rebaja de las perspectivas de crecimiento económico junto a un escenario inflacionista no visto en las últimas tres décadas por la subida de las materias primas como consecuencia de las sanciones impuestas por las principales economías del mundo a Rusia. El gigante euroasiático es el segundo exportador mundial de gas natural y el primero de Europa y Ucrania, además, es también un importante exportador de bienes básicos agrícolas como el trigo, el maíz, la cebada o el girasol.

Ante este panorama, los bancos centrales van a tener que dar con la tecla para no frenar la recuperación económica tras la pandemia del Covid-19 y al tiempo deben frenar la subida de precios generalizada que se está dando en la mayor parte de economías del mundo. Esta realidad que se acentúa por la invasión de Rusia a Ucrania, es una ventana de oportunidad



para los inversores para construir carteras a largo plazo en activos de calidad y lo es también para aquellos perfiles más conservadores.

La invasión rusa de Ucrania ha ampliado los diferenciales de deuda y ha hecho que el mercado descunte una normalización monetaria más gradual y ordenada. En el caso de la Reserva Federal de Estados Unidos, los inversores descuentan cinco incrementos del coste del dinero del 0,25% durante este 2022 y para la eurozona creen que el Banco Central Europeo (BCE) no moverá los tipos de interés hasta el primer trimestre de 2023, frente a la previsión de comienzos de año en la que se preveían siete alzas en EEUU e incluso dos en el Viejo Continente. Todo dependerá, claro



está, del tiempo que pueda alargarse el conflicto, aunque podría darse una divergencia entre las políticas monetarias llevadas a cabo por el BCE y la Reserva Federal.

Los bonos soberanos de alta calidad, el de Alemania y el de EEUU principalmente, han rebajado sus rentabilidades como consecuencia de la búsqueda de refugio de los inversores y de la menor probabilidad de que se imponga en el corto plazo una política monetaria restrictiva. El bono alemán a diez años ha vuelto a ofrecer rendimientos negativos en el mercado secundario en este comienzo de marzo después de que al inicio del año lograra poner fin a más de tres años consecutivos sin ofrecer rentabilidades a los tenedores.

Algo similar también se ha visto en los bonos de Francia y en los llamados periféricos de Europa occidental: Italia y España. Las obligaciones del Tesoro español a diez años bajaron al comienzo de marzo de la barrera del 1% y en el caso del bono italiano se situaban en torno al 1,5%.

Asset Managers organizó a finales de febrero una mesa redonda de renta fija con algunas firmas de prestigio en la industria de la gestión de activos como la gestora estadounidense Fidelity International, la suiza Vontobel Asset Management, la española Welzia Management y las bancas privadas españolas Atl Capital y Beka Finance Private Banking donde los invitados abordaron el momento de los activos de deuda y crédito. La conclusión del foro es que es un momento»



De izquierda a derecha y de abajo a arriba: **Óscar Esteban**, director de ventas de Fidelity International; **Ricardo Comín**, director de ventas para Iberia de Vontobel AM; **David Azcona**, director de inversiones de Beka Finance Private Banking; **Carlos Mendoza**, gestor de fondos especialista en renta fija de Welzia Management; y **Sandra Fernández**, analista de Soluciones de Inversión en atl Capital

» para ser constructivo gracias al aumento de las rentabilidades que genera el conflicto en el este de Europa y la gradual subida de tipos de interés que llegará en los próximos meses.

“Es momento de incrementar riesgo de duración e ir construyendo carteras con vencimientos algo más largos, de tres a cinco años. Los plazos cortos y los largos de la curva han repuntado desde que vimos la invasión de Ucrania por parte de Rusia. En la parte de bonos soberanos con la búsqueda de refugio se han estrechado los tipos en 20 puntos básicos, sin embargo en la parte de crédito ha habido ampliación de los diferenciales que no ha sido tanta respecto a lo que se ha visto en bolsa”, explica **David Azcona, director de inversiones de Beka Finance Private Banking**.

“El mercado ahora está centrado en los fundamentales de los emisores, fijándose en el balance de las compañías y en sus perspectivas de crecimiento a futuro. Además, hemos visto un fenómeno interesante ya que los bonos corporativos de alto rendimiento -‘high yield’- han me-

orado por el incremento de las materias primas y el buen hacer de las compañías ligadas a estos sectores”, añade Azcona al tiempo que reconoce no tener exposición a compañías con presencia en Rusia con el objetivo de reducir riesgos.

El ‘high yield’ ha sido en los últimos años el gran aliado de los gestores de renta fija para lograr rentabilidades aumentando el riesgo, por lo que es una especie de ‘proxy’ de la renta fija a las acciones y el rendimiento de estos activos está correlacionado a la bolsa. Las políticas monetarias expansivas han facilitado una abundante liquidez en el mercado y eso ha hecho que las quiebras empresariales se sitúen por debajo de su media histórica, lo que beneficia a los bonos de alto rendimiento. De hecho, los programas de compras de activos ligados a la pandemia que lanzaron los bancos centrales fueron claves para mitigar los efectos económicos del Covid-19 sobre las empresas.

Desde **Vontobel AM**, su **director de ventas para Iberia Ricardo Comín** comenta que con la guerra se han ampliado más los diferenciales entre los bonos soberanos y el crédito corpo-»

Un selfie
desde Marte.
¿En serio?

En serio.

Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias



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

CS1051

» rativo. “Sigo pensando que es una oportunidad, aunque es cierto que tenemos una volatilidad mayor de lo esperada. La meta es donde hay que fijarse y llegamos a esa meta con las alforjas cargadas de retornos positivos”, arguye.

Oscar Esteban, director de ventas de Fidelity International, ve “una cierta huida hacia la seguridad y esperamos un dólar más fuerte a corto plazo, aunque seguimos esperando que la moneda estadounidense se deprecie a largo plazo. Los inversores se centran más en el impacto adverso de la crisis sobre el crecimiento que en sus implicaciones inflacionistas, ya que los inversores tampoco están seguros de la capacidad de los bancos centrales para endurecer la política monetaria dados los altos niveles de deuda”.

Sandra Fernández, analista de Soluciones de Inversión en atl Capital, apunta que sigue manteniendo “una posición defensiva en términos de duración y exposición a bonos de gobierno, principales damnificados en un escenario de subidas de tipos de interés. Aunque en el corto plazo puedan tener un buen comportamiento por su consideración de activos refugio, creemos que a medio plazo no lo serán”.

Por su parte, **Carlos Mendoza, gestor de fondos especialista en renta fija de Welzia Management**, sostiene que las duraciones más largas en bonos corporativos aún no están compensando por rentabilidad el riesgo asumido y por tanto mantiene una cartera con vencimientos

cortos con el objetivo de que la potencial subida de tipos no le coja con el pie cambiado.

Mendoza sostiene, asimismo, que la liquidez es importante en la gestión de cartera para aprovechar momentos de descensos y oportunidades que da el mercado como el actual, además de ser un elemento de protección. “Es importante tenerla en cuenta y saber gestionarla, sin embargo, los inversores no nos pagan para tener mucha liquidez en cartera”, valora.

¿Dónde hay valor en renta fija?

En la mesa redonda, los participantes abordaron cuestiones como las emisiones sin calificación crediticia, los instrumentos de deuda a tener en cuenta en estos momentos, si se puede encontrar retorno en los bonos soberanos o la novedad que representan las emisiones de bonos verdes.

En cuanto a la de sí hay valor en este momento en la deuda gubernamental principal -o ‘core’- y periférica europea el consenso generalizado es que todavía no, pero la potencial subida de tipos evidentemente abre la puerta a que eso ocurra. En los países emergentes, la cosa cambia, aunque Fidelity International y Vontobel AM siguen viendo mucho potencial en el crédito corporativo emergente, aunque hay que ser selectivo y tener los recursos suficientes para hacer análisis fundamental de las emisiones.

“Desde 2013 hicimos una apuesta muy fuerte por emergentes por la falta de rendimientos en»



Renta fija sin ideas fijas

Es el momento de ponerse en forma

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



Conozca más
vontobel.com/fi2022

Asset Management



» los cupones soberanos europeos. En emergentes hay una tendencia de largo plazo interesante y es que muchos emisores pasan a ser grado de inversión y esto está generando compras. Cuando hay búsqueda de 'yield' estos mercados suelen funcionar bien, aunque con todo hay que tener cautela por la volatilidad que implica. Además, hay corporaciones emergentes brutales que presentan cifras muy por encima de cotizadas del Ibx 35", destaca Comín.

"Las economías emergentes son una oportunidad y la renta fija del Gobierno chino es un buen descorrelacionador. De hecho, el año pasado las bolsas y el 'high yield' sufrieron, mientras que la deuda soberana china no tuvo ningún impacto", remarca Esteban. Desde Fidelity creen que el valor pasa, además de por emergentes, por high yield europeo porque no es tan sensible a los tipos de interés y no se van a producir aumentos de los impagos y los bonos ligados al sector financiero.

Mendoza comenta que a la hora de invertir en esta clase de activos también es importante tener en cuenta el riesgo divisa y los tipos de interés nominales respecto a la inflación que se ve en algunas economías emergentes. "Un rendimiento del 4% que te paga un bono en Brasil, por ejemplo, tal y como está el real brasileño el tipo de cobertura no me va hacer de 'hedge' absoluto y no me va aportar una rentabilidad extra a lo que sí estoy encontrando en Europa", explica.

Algunos instrumentos de deuda donde el mercado ve mayor valor son los bonos contingentes convertibles, también llamados CoCos o capital adicional de Nivel 1 (AT1 en inglés), que son emisiones híbridas con elementos de deuda y capital. Su principal característica es que puede llegar a convertirse en acciones si el ratio de capital CET1 desciende por debajo de un nivel determinado.

También hay valor en este momento en los bonos ligados a la inflación, como por ejemplo en instrumentos como los ABS (asset backed securities, por sus siglas en inglés), es decir valores respaldados por activos. Se trata de bonos o pagarés que están respaldados por activos financieros conformados, por norma general, por cuentas pendientes de cobro (sin incluir hipotecas). Estos pueden ser: préstamos, leasings, deuda personal y de tarjeta de crédito, bonos hipotecarios sobre inmuebles comerciales y residenciales, cobros pendientes...

En cuanto a los bonos verdes que es una de las clases de activos que más pujanza mediática e institucional ha generado en los años de la pandemia, los participantes no creen que tenga un rendimiento reseñable respecto a la deuda convencional. De momento, la demanda de los fondos de renta fija sostenible en España tampoco está acompañando la oferta de las gestoras que en los últimos años han lanzado multitud de productos de estas características al calor de la transición ecológica y los planes de la Unión Europea. ■



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos nuestra sociedad.

Lecciones de inversión de 13 crisis geopolíticas

Gran parte del mundo ha respondido de forma clara a la invasión de Ucrania por parte de Rusia: representa una violación del Derecho internacional, una grave amenaza para la seguridad mundial y una catástrofe humanitaria. Sin embargo, para los inversores el panorama es más incierto. Cada nuevo acontecimiento parece afectar al precio del petróleo, perturbar a los mercados financieros y enturbiar las perspectivas para la inflación.

En tiempos como estos, algunos inversores confían en una vieja máxima del mercado: «comprar al son de los cañones y vender al son de las trompetas». ¿Pero es realmente una buena idea? Para descubrirlo, hemos analizado la conexión existente entre las crisis geopolíticas y los mercados financieros, estudiando más de una docena de momentos de un pasado no muy lejano que presentan paralelismos con la situación actual.

En nuestro análisis, no hemos encontrado la forma de sacar conclusiones claras acerca del efecto de las crisis mundiales sobre las acciones, los bonos, las materias primas o las divisas. Ha habido ocasiones en las que los mercados han rebotado empáticamente y otras en las que no².

■ **Importantes mercados alcistas tras las crisis.** Tras las dos guerras de Irak, por ejemplo, los mercados se comportaron bastante bien. Sin embargo, creemos que hubo factores de impulso más significativos de estos rebotes. En particular, el fin inminente de una recesión (1991) o la recuperación de la burbuja tecnológica (2002-2003).

■ **Importantes caídas tras las crisis.** Los mercados se vieron sometidos a una presión masiva tras la invasión de Georgia por parte de Rusia en 2008, pero esto también fue un resultado de la crisis financiera global y no de la crisis política.

En otras muchas ocasiones, los movimientos del mercado de renta variable no fueron espectaculares. En general, las acciones han tendido -de media- a comportarse algo mejor tras el comienzo de una crisis global. Al mismo tiempo, históricamente los activos «refugio» como los bonos del Tesoro han sufrido -de media- una ligera corriente de ventas, que ha provocado una subida de sus tipos. Sin embargo, tal y como hemos explicado en los ejemplos anteriores, probablemente los factores no relacionados con la crisis fueron los principales determinantes de la rentabilidad. Esta es la importante conclusión que hemos sacado del pasado y no respalda la idea de «comprar al son de los cañones». Por el contrario, los inversores deberían tomar sus decisiones de compraventa basándose en la salud general de la economía y en las perspectivas para las industrias y los beneficios.

En este contexto, es razonable preguntarse si los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal, aplazarán o incluso detendrán la normalización anunciada de la política monetaria. Nosotros tenemos nuestras dudas, en gran medida debido a las perspectivas para la inflación. Hay que tener en cuenta que la subida del precio del petróleo probablemente provocará un aumento de las tasas de inflación más pronunciado de lo que anteriormente se esperaba. Por otra parte, es posible que las empresas y los hogares continúen elevando sus expectativas para la inflación a la luz de la subida de precios de la energía -que puede en realidad impulsar la inflación todavía más-. Desde finales de 2021, los bancos centrales han apuntado cada vez más a las presiones inflacionarias subyacentes y a unos mercados laborales próximos al pleno empleo. Nuestros análisis demuestran que, aunque podemos esperar un descenso de la variación anual de las tasas de inflación, a medio plazo es muy probable que la inflación se mantenga por encima del objetivo del 2% que han

marcado los bancos centrales de los países occidentales. Por otra parte, la Fed hace constar periódicamente su intención de endurecer las condiciones financieras en general, no solo los tipos de interés de los bancos centrales. Es poco probable que un descenso gradual de los precios de las acciones o una subida de los tipos de interés del mercado para los préstamos y bonos corporativos vaya a cambiar eso. ■

Estas son las 13 crisis que han afectado el mercado y que han sido objeto de nuestro análisis

Guerra Fría

| | |
|------|--|
| 1981 | Ley marcial en Polonia |
| 1968 | Invasión de Checoslovaquia |
| 1962 | Crisis de los misiles de Cuba |
| 1956 | Invasión de Hungría |
| 1953 | Sublevación de Alemania Oriental (RDA) |

Crisis del petróleo

| | |
|------|--|
| 1979 | Crisis del petróleo tras la revolución iraní |
| 1973 | Embargo de petróleo de la OPEP |

Guerras del Golfo

| | |
|------|-----------------------------|
| 2003 | Segunda guerra EE. UU.-Irak |
| 1991 | Primera guerra EE. UU.-Irak |

Primavera Árabe

| | |
|------|----------------------------|
| 2011 | Revueltas en Oriente Medio |
|------|----------------------------|

Acción militar de Rusia

| | |
|------|----------------------------|
| 2014 | Crisis de Crimea (Ucrania) |
| 2008 | Invasión de Georgia |

Agresión de Corea del Norte

| | |
|------|-----------------------------------|
| 2017 | Tensiones EE. UU.-Corea del Norte |
|------|-----------------------------------|



Stefan Hofrichter

CFA, Responsable de Economía y Estrategia, Allianz Global Investors

¹ Esta cita se atribuye frecuentemente al financiero londinense Nathan Rothschild, 1810.

² Fuente: Análisis de AllianzGI, Refinitiv Datastream. La rentabilidad del S&P 500 tras el comienzo de la primera guerra de Irak (17 de enero de 1991) fue del 19,0% para el periodo de tres meses y del 16,2% para el periodo de seis meses. La rentabilidad del S&P 500 tras el comienzo de la segunda guerra de Irak (19 de marzo de 2003) fue del 13,8% para el periodo de tres meses y del 18,6% para el periodo de seis meses. La rentabilidad histórica no es un indicador fiable de los resultados futuros.



Bonos Legacy: Rendimientos atractivos y descorrelación del mercado

En diciembre de 2021, Rusia emitió una lista de demandas “necesarias para reducir las tensiones en Europa”, incluida la prohibición de que Ucrania se una a la OTAN y un límite al despliegue de tropas en el flanco oriental de la OTAN (de hecho, un regreso a la situación de 1997). El 24 de febrero de 2022, Rusia lanzó operaciones militares en Ucrania, calificadas de necesarias para “desmilitarizar” y “desnazificar” Ucrania. La UE y la mayoría de los países occidentales condenaron severamente esta invasión y violación de la soberanía, con la excepción de China, que dijo que no se trataba de una invasión.

Al lanzar una guerra en toda regla contra Ucrania, Rusia ha cruzado el Rubicón. Los líderes de la UE, Reino Unido y EE. UU. han dejado muy claro que todo tipo de sanciones económicas que están ahora sobre la mesa. Esto dañará el PIB ruso y es probable que genere grandes provisiones para pérdidas crediticias para los bancos con negocios en Rusia. No hace falta decir

que Ucrania se enfrentará a un impacto macroeconómico aún peor.

En la situación actual, surge la duda de dónde se pueden encontrar activos que ofrezcan algo de rentabilidad en el mercado de renta fija, en el que además de la situación mundial, los bancos centrales comienzan la retirada de estímulos y acabarán en un proceso de subidas de tipos de interés.

Este entorno invita a diversificar y a buscar nuevas oportunidades de inversión en diferentes segmentos de la renta fija como la deuda subordinada cuyo comportamiento ha sido bastante bueno en los últimos años, y donde Groupama Asset Management tiene una de sus áreas de expertise de nicho en la deuda subordinada financiera de tipo legacy. Esta deuda subordinada financiera legacy está compuesta por aquellos bonos subordinados que, por motivos regulatorios en el caso de los bancos y de las aseguradoras por Solvencia 2 no se podrán incluir en el capital reglamentario como sustitución de los fondos propios del emisor (mejora Ratios Solvencia).

A priori podría parecer que la deuda subordinada paga más por tener más riesgo, pero nada más lejos de la realidad, la deuda subordinada paga más porque el BCE compra deuda Corporate, pero no compra deuda subordinada de los bancos que supervisa y porque todos los inversores sometidos a Solvencia 2 tienen limitaciones a la hora de comprar deuda Tier1 donde el coste de capital es importante. Además, los reguladores bancarios, no satisfechos con su reforma de Basilea 3, revisaron su copia y adoptaron en junio de 2019 un nuevo conjunto de textos legislativos, el “paquete bancario”. Y este paquete bancario crea nuevos bonos Legacy, con un nuevo período de transición que se extiende hasta junio de 2025.

Ante el riesgo de una potencial subida de tipos de interés a largo plazo, la deuda subordinada es un activo interesante por dos motivos: por un lado, porque son bonos a tipo fijo únicamente hasta la fecha de call, (después pasan a tipo variable) con lo cual no son bonos con una duración importante (aunque perpetuos) y, por otro lado, porque la subida de tipos a largo plazo es algo positivo para los bancos que se financian a corto plazo para prestar a largo plazo, por lo que si es positivo para la cuenta de resultados es positivo para el crédito.

Como conclusión, creemos que la deuda subordinada financiera legacy es uno de los pocos nichos que quedan en la renta fija que aún ofrece atractivo y que los inversores deberían tener en cuenta como una buena oportunidad de inversión y como diversificador dentro de su cartera de renta fija, siempre buscando la mejor relación rentabilidad riesgo. ■

Este documento está elaborado únicamente con fines informativos. Groupama Asset Management y sus filiales declinan toda responsabilidad en caso de alteración, deformación o falsificación de que el documento pudiera ser objeto. Toda modificación, utilización o difusión no autorizada, total o parcial, está prohibida. Las informaciones contenidas en dicho documento se basan en fuentes que consideramos fiables, pero no garantizamos que sean exactas, completas o válidas. Este documento ha sido elaborado sobre la base de informaciones, proyecciones, estimaciones, expectativas y suposiciones que tienen un componente de juicio subjetivo. Los análisis y conclusiones son la expresión de una opinión independiente, formada a partir de la información pública disponible en una fecha determinada y después de la aplicación de una metodología propia de Groupama AM. Teniendo en cuenta el carácter subjetivo e indicativo de estos análisis, no constituyen un compromiso o garantía de Groupama AM o asesoramiento personalizado de inversión. Este documento no contractual no constituye de ninguna manera una recomendación, una solicitud de oferta, ni una oferta de compra, de venta o de arbitraje, y en ningún caso debe interpretarse como tal. Los equipos comerciales de Groupama Asset Management y sus filiales están a su disposición para realizar una recomendación personalizada.



Juan Rodríguez-Fraile

Country Manager Iberia & Latam,
Groupama Asset Management



La invasión de Ucrania pone en riesgo la continuidad de la fase de Expansión en Europa

Cuando Europa y EEUU comenzaban a recuperarse de la pandemia del Covid-19, con la invasión de Ucrania por parte de Rusia el pasado 24 de febrero se ha iniciado un segundo shock exógeno para la economía y para los mercados financieros con un final impredecible como ocurre con todos los conflictos bélicos. Sabemos cómo comienzan, pero no conocemos su duración y el daño final en términos de sufrimiento humano y económico y esta vez con el agravante que a diferencia del comienzo de la segunda guerra mundial los contendientes disponen de un arsenal nuclear y Rusia ya ha mencionado a través de su Ministro de Relaciones Exteriores, Sergei Lavrov que en el caso de producirse una tercera guerra mundial esta sería devastadora al utilizarse armas nucleares.

Señalar que como consecuencia directa de este comentario y de que previamente Vla-

dimir Putin había ordenado poner su arsenal nuclear en situación de máxima alerta, la población en Europa y en EEUU han comenzado a comprar de manera masiva tabletas de yodo y de yoduro de potasio, lo que ha disparado su precio en más de un 100%, pasando de 30 USD en Amazon a comienzos de año a 70 USD. La demanda está siendo más intensa en Europa, especialmente en Finlandia y Noruega y en EEUU las búsquedas de Google sobre si el yodo ayuda en una guerra nuclear han aumentado un 1.150%.

Ocurre que el yoduro de potasio es una sal de yodo estable, que el cuerpo humano necesita para producir hormonas tiroideas. La mayor parte del yodo que las personas tienen en el cuerpo proviene de los alimentos que ingieren. Sin embargo, el yodo radiactivo puede liberarse al aire después de un evento nuclear, inhalarse en los pulmones y luego ser absorbido por la glándula tiroidea. El yoduro

de potasio y los suplementos de yodo bloquean la entrada de yodo radiactivo a la tiroides.

En EEUU los Centros para el Control y la Prevención de Enfermedades (CDC, por sus siglas en inglés) dicen que las personas solo deben tomar yoduro de potasio por consejo de los funcionarios de salud pública en casos de emergencia por fugas radiactivas, ya que ingerir una dosis más fuerte que la recomendada o más a menudo de lo sugerido puede provocar una enfermedad grave o la muerte.

El Fondo Monetario Internacional advirtió el pasado 5 de marzo que la guerra de Rusia con Ucrania y las sanciones posteriores impuestas a Rusia tendrá un “impacto severo” en la economía mundial. “Si bien la situación sigue siendo muy fluida y el panorama está sujeto a una incertidumbre extraordinaria, las consecuencias económicas ya son muy graves”, dijo el banco con sede en Washington en un comunicado el sábado. Los precios de los alimentos y la energía (petróleo y gas natural) han aumentado en los últimos días y las cadenas de suministro van a comenzar a fallar. “Las presiones inflacionarias tendrán un impacto en todo el mundo, especialmente en los hogares pobres para quienes los alimentos y el combustible representan una mayor proporción de los gastos”, dijo el FMI. “Si el conflicto se intensifica, el daño económico sería aún más devastador. Las sanciones a Rusia también tendrán un impacto sustancial en la economía mundial y en los mercados financieros”. El Fondo dijo que los bancos centrales deberán “monitorear cuidadosamente el traspaso del aumento de los precios internacionales a la inflación interna, para calibrar las respuestas apropiadas”. “Los gobiernos deberán encontrar formas de apoyar a los hogares más vulnerables y ayudar a compensar el aumento de los costos de vida y Ucrania se enfrentará a costos significativos de»



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 1: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA DIARIA DEL ÍNDICE S&P 500



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

» recuperación y reconstrucción”, dijo el FMI, y señaló que la guerra ya había causado un daño económico “sustancial”. El país ha solicitado una ayuda de US \$ 1.400 millones y los funcionarios del FMI van a considerar la solicitud.

La única secuela positiva de esta invasión es el fuerte impulso que van a experimentar y que ya están experimentados las compañías de energías renovables (eólicas y solar) en bolsa desde el mismo día de la invasión para hacer frente a las necesidades energéticas una vez que la Unión Europea ha reducido recortar en un 80% en 2022 la dependencia energética que tiene respecto a Rusia.

Así los plazos de décadas del continente para la revisión de los sistemas de suministro de energía que sustentan a más de 440 millones de personas ahora se están acelerando bajo una coacción extraordinaria. Por ejemplo, un viceprimer ministro en Moscú amenazaba ayer lunes 7 de marzo con detener los flujos de gas natural a través del gasoducto Nord Stream 1, que suministra el 38% del gas importado a la Unión Europea el año pasado, mientras en Bruselas estaban dando los toques finales a un nuevo plan para reducir la importación de gas ruso en más de dos tercios en los próximos nueve meses. En Washington y Londres, las prohibiciones de importar petróleo ruso fueron anunciado hoy martes 8 de marzo. La postura de la mayor economía de la UE ha

cambiado rápidamente durante la crisis, con Alemania comprometiendo 200.000 millones de euros para adelantar su objetivo de energía 100% renovable en más de una década (y del 2% de su PIB en defensa, algo inédito para Alemania). Si Europa antes de la guerra tenía una agenda política a largo plazo para rehacer sus recursos energéticos durante décadas en respuesta al calentamiento global, ahora la cuestión energética es aún más urgente para poder sobrevivir sin el gas y el petróleo ruso cuyos ingentes ingresos le sirve a Putin para costear la invasión de Ucrania.

Conclusión: la invasión ilegal de Ucrania por parte de Vladimir Putin está generando una serie de daños en términos de inflación y crecimiento que podría favorecer, en el caso de que esta persista en el tiempo, la entrada inexorable de la economía norteamericana y europea en Recesión, por tanto debemos ser muy conscientes que los patrones bajistas de cabeza y hombros observados en la series diarias y semanales de los índices Dax, Euro Stoxx 50, S&P 500 e Nasdaq 100 nos alertan de un riesgo de continuidad del movimiento bajista al menos de entre un 11 y un 19% por debajo de los niveles actuales. Véase el índice S&P 500 y Nasdaq 100, donde los únicos sectores que a mi juicio podrían continuar comportándose bien en este contexto sería el sectorial de defensa y aeroespacial del índice S&P 500 y las compañías de energías renovables del Ibox 35. ■



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

Riesgos a tener en cuenta:

Riesgos relacionados

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

Riesgos de inversión

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

Perfil del inversor

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

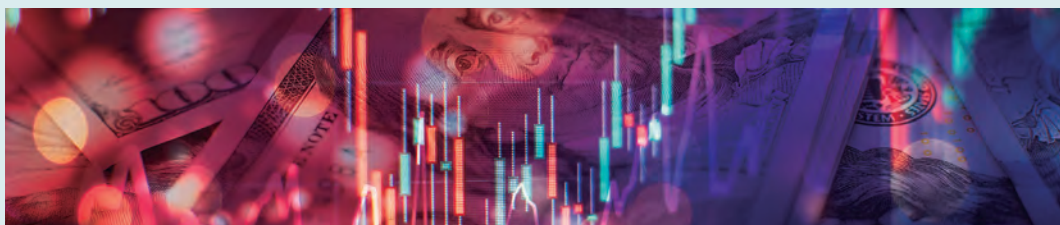
columbiathreadneedle.es



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

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

01.22 | J32084_ES | 4335399



Compañías de calidad para un 2022 de más incertidumbre y volatilidad

En el momento en el que escribo esta tribuna se cumplen cinco días desde que Rusia comenzara su ofensiva en Ucrania. Cinco días en los que el mundo se ha dado la vuelta, virando, en un sentido, hacia todo aquello que dejamos atrás el siglo pasado y que no queremos ni podemos volver a vivir.

En estos días, son innumerables los análisis y las elucubraciones sobre las pretensiones de Vladimir Putin. ¿Hasta dónde llegará? ¿Dónde quedan sus intenciones? Y, a la espera de lo que pueda suceder, y confiando en ver un alto el fuego pronto y que no haya más víctimas en Ucrania, a mí, como director de inversiones en Abante, lo que me toca es hablar del comportamiento de los mercados y de cómo estamos gestionando nuestras carteras ante esta situación.

Mientras escribo, el rublo ha llegado a desplomarse marcando mínimos históricos frente al dólar y el euro después de que Occidente haya impuesto nuevas sanciones económicas a Rusia. Para intentar frenar esta sangría, el Banco Central de Rusia ha llevado a cabo una espectacular subida de los tipos de interés, desde el 9,5% hasta el 20%, en un intento por contener la asfixia económica que empieza a sobrevolar el país.

La bolsa de Moscú permanece cerrada, mientras las delegaciones de Rusia y de Kiev comienzan a reunirse en Bielorrusia. Los mercados,

tras el desplome del primer día de la invasión y los números verdes con los que cerraron al día siguiente, se mueven en terreno negativo, pendientes de lo que pueda pasar y con la volatilidad como principal compañera de viaje.

¿Qué esperamos de los mercados? No debemos olvidar que los mercados son un mecanismo de descontar expectativas y, aunque, como siempre decimos en Abante, nadie tiene la bola de cristal, ver qué ha hecho el mercado en anteriores conflictos geopolíticos nos puede dar cierta perspectiva sobre lo que podemos esperar.

Si echamos la vista atrás lo que vemos es que las bolsas, ante eventos geopolíticos, guerras o atentados, reaccionan bruscamente en el muy corto plazo, pero luego lo que hacen es recuperar bastante rápido. De hecho, en los últimos años, únicamente hemos visto caídas fuertes y prolongadas en dos situaciones: durante la burbuja tecnológica que se vio agravada por temas de credibilidad del caso Enron en 2002 y, también, por la crisis financiera de 2008.

En el resto de los episodios de fuertes caídas, los mercados se han recuperado bastante rápido. Y, aunque es cierto que estamos en un periodo de más incertidumbre, antes de la invasión de Ucrania ya hablábamos de que 2022 iba a ser un año de más volatilidad, después de haber vivido un 2021 tranquilo y bueno para los mercados.

La inflación, que ha sido uno de los grandes protagonistas de 2021, va a seguir en el radar del inversor. Ya lo estábamos viendo en las primeras semanas del año con las nuevas lecturas que confirmaban la tendencia alcista y con el cambio de tono de los bancos centrales.

La inflación en Estados Unidos se ha disparado en enero hasta el 7,5%, la mayor desde 1982. En la eurozona, ha llegado al 5,1% en enero, y el dato adelantado de febrero en España nos ha dejado una inflación del 7,4% en febrero, el mayor incremento de los últimos 33 años. La guerra en Ucrania ha hecho que, en los primeros días, hayamos visto un incremento en el precio de muchas materias primas. Así, el petróleo ha llegado a subir por encima de los 100 dólares y el gas natural, en el primer día de la invasión, llegó a subir un 60%.

La gran dependencia que tienen los países europeos del gas ruso es otro asunto que está encima de la mesa, pero, en lo que respecta a la actuación de los bancos centrales y a si seguirán con su plan de endurecer la política monetaria este año, pensamos que irán viendo día a día la situación. El Banco Central Europeo ya ha dicho que está dispuesto a tomar las acciones necesarias para cumplir con su responsabilidad de garantizar la estabilidad de precios. Y es que, marzo estaba marcado en el calendario de todos los inversores como el mes en el que la Reserva Federal de Estados Unidos comenzaría a subir los tipos de interés. Veremos.

Nosotros, ante este escenario de mayor incertidumbre y volatilidad, por lo menos a corto plazo, pensamos que hay que estar atentos, aprovechar las oportunidades y apostar por carteras globales, diversificadas y por compañías de calidad, líderes en su segmento, con buenos márgenes y altas expectativas de crecimiento. En estos momentos, realizar una gestión activa del riesgo es clave. Reaccionar y tomar buenas decisiones será fundamental. ■



Ángel Olea

Socio y director de
inversiones de Abante



ASEAFI

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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

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



Oportunidades para los bancos en 2022

El comienzo de 2022 ya se ha convertido en un año de cambios considerables. Muchos de los grandes bancos centrales han realizado un cambio decisivo hacia políticas menos acomodaticias a principios de año, haciendo que los mercados esperen ahora seis subidas de tipos de interés para 2022 por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed)¹. Esto contrasta con la retórica de la Fed en 2021 cuando afirmaba que la inflación era transitoria y que ninguna medida de política monetaria estaba sobre la mesa. Las tasas de inflación implícitas en el Reino Unido, Alemania y EE.UU. han estado subiendo considerablemente desde el tercer trimestre de 2021 y los puntos más altos de esta variable a corto plazo apuntan a la expectativa de que la inflación permanezca elevada durante los próximos dos años antes de que vuelva a ceder². Los problemas

corrientes con las cadenas de suministro acentuados por los riesgos geopolíticos en torno a Rusia y Ucrania han generado una presión adicional sobre la inflación a corto plazo. Considerando estos cambios macroeconómicos, los rendimientos de los bonos han estado subiendo, lo que ha provocado una caída de sus precios. El entorno de aumento de los tipos de interés ha conducido a una mayor demanda por una exposición a las clases de activo que brindan una renta elevada y que tendrían el potencial de exhibir una mayor resiliencia al incremento de tipos. **El sector bancario es un área del mercado que históricamente se ha beneficiado del aumento del rendimiento de los bonos.**

Los rendimientos de los bonos más altos pueden ayudar a mejorar los márgenes de interés neto ('NIMs' por sus siglas en inglés) de los



Lidia Treiber

Director, Fixed Income Research,
WisdomTree

bancos, lo cual es un buen indicador para la rentabilidad de los bancos y su crecimiento. En términos generales, los NIMs son la diferencia entre los intereses que los bancos pagan a los depositantes y lo que ganan sobre sus activos como los préstamos realizados a clientes. En el caso de los bancos europeos, aunque el Banco Central Europeo (BCE) continúa manteniendo una política monetaria más acomodaticia en comparación con EE.UU. y el Reino Unido, las presiones inflacionistas sostenidas han llevado a los participantes de mercado a esperar a que el BCE vire hacia tres subidas de tipos de interés en 2022³. Mientras tanto, los rendimientos de los bonos soberanos alemanes con vencimientos de más de 5 años se sitúan ahora en territorio positivo, con los rendimientos de los bonos a 10 años situándose en +26 puntos básicos (pbs), lo cual es un cambio constructivo al alza desde los -57pbs registrados a finales de 2020⁴.

El lanzamiento del programa de NextGenerationEU también ha proporcionado una nueva herramienta para que la UE contribuya al apoyo del crecimiento a medio y largo plazo proporcionando una financiación barata a los países que más lo necesitan. **Los datos de consenso prevén que en 2022 el PIB de la Eurozona crezca un +4.0% anual, lo cual es modestamente mayor que el +3.8% esperado en EE.UU.⁵ y podría respaldar la demanda de préstamos comerciales a medida que las empresas tratan de hacer frente a la mayor demanda.** Un factor que puede inter->



» ferir con las perspectivas de crecimiento actuales es lo que ocurra en relación al conflicto entre Rusia y Ucrania, ya que conduciría a precios del crudo más elevados y desaceleraría el crecimiento como resultado.

Temporada de resultados y oportunidades potenciales

Casi un 63% de las compañías del índice Euro Stoxx 600 han publicado sus resultados de beneficios del cuarto trimestre de 2021. Las compañías pertenecientes al sector financiero reportaron un 76% de crecimiento de los beneficios en dicho período con respecto al trimestre anterior⁶. Dentro del sector financiero, el sector bancario es el de mayor rentabilidad, habiendo obtenido más de un 90% de crecimiento de beneficios en comparación a solamente un 20% del sector de seguros. Los fundamentos de los bancos de la zona euro pa-

recen estar sólidos y las ratios de capital se han beneficiado aún más por la mayor supervisión a los bancos en torno a las distribuciones de dividendos y la recompra de acciones a lo largo de la pandemia en curso. Desde el inicio de la pandemia⁷ hasta el 22 de febrero de 2022, las acciones de los bancos han obtenido una rentabilidad anual del +40.2% y su deuda subordinada, como los Bonos Contingentes Convertibles Adicionales de Grado 1 (CoCos AT1), una rentabilidad total anual del +13.5%. Ambos son segmentos de la estructura de capital de los bancos que pueden ser asociados con una renta alta. Los inversores pueden mirar dentro de la estructura de capital de los bancos para encontrar oportunidades de inversión de renta alta capaces de proporcionarles un poco de amortiguación al incremento de los tipos de interés, manteniendo al mismo tiempo una exposición a los emisores con fuertes fundamentos crediticios. ■

¹ Bloomberg, la probabilidad de tipo de interés mundial al 22 de febrero de 2022, swaps de índice overnight EE.UU.

² Bloomberg, WisdomTree; desde el 1º de enero de 2021 al 22 de febrero de 2022. La inflación implícita muestra la expectativa de inflación media incorporada a lo largo de los próximos años tal cual está establecido por la curva de vencimientos; por ej.: a 2, 5 o 10 años.

³ Bloomberg, la probabilidad de tipo de interés mundial al 22 de febrero de 2022, swaps de índice overnight Eurozona.

⁴ Fuente: Bloomberg, curva soberana alemana EUR, 22 de febrero de 2022, 31 de diciembre de 2020.

⁵ Fuente: Bloomberg, los datos del consenso económico al 8 de febrero de 2020 utilizando las funciones ECGDUS 22 y ECGDEU 22.

⁶ Fuente: Bloomberg, al 23 de febrero de 2022 (temporada de resultados hasta el 15 de febrero de 2022), el Euro Stoxx 600 Price Index considerando el SXXP utilizando la función de análisis de resultados corporativos de Bloomberg (EA).

⁷ Bloomberg. El período está comprendido entre el 16 de marzo de 2020 (mínimo) y el 22 de febrero de 2022; las acciones de los bancos europeos están representadas utilizando el STOXX Europe 600 Bank Index (SX7R) y los CoCos AT1 el IBXXCL7 Index.

gigas 11 años digitalizando empresas

HAZLO DIGITAL, HAZLO GIGAS

Pero **HAZLO** ya.

A diferencia de nuestros gigas, los fondos no son infinitos. Te ayudamos a conseguir tu bono digital.



digitalkit.gigas.com

PROGRAMA KIT DIGITAL COFINANCIADO POR LOS FONDOS NEXT GENERATION (EU)
DEL MECANISMO DE RECUPERACIÓN Y RESILIENCIA



red.es **KIT DIGITAL**



DIOGO GOMES | Senior CRM de UBS AM Iberia

«China se postula como una de las potencias más competitivas en el proceso de descarbonización»

2060, año en el que China se ha comprometido a lograr la neutralidad del carbono.

Para ello implantará un sistema energético, un plan de energía y un procedimiento de consumo completamente nuevos y digitalizados. Nos habla de los planes y estrategias del país asiático en estabilidad energética Diogo Gomes, Senior CRM de UBS AM Iberia.

REDACCIÓN

Actualmente, China depende del carbón para abastecer el país. Con el compromiso de reducir las emisiones de carbono y mantener la estabilidad energética, China planea alejarse del petróleo y el gas natural, y fomentar su estrategia en energía renovable. ¿Cómo logrará ese objetivo?

China tiene previsto frenar de forma gradual la capacidad y la construcción de centrales eléctricas de carbón. Una vez que China alcance el pico de emisiones en 2030, dejará de utilizar generadores de energía de carbón. Hasta entonces, el objetivo más inmediato es aumentar la eficiencia energética.

Actualmente, China importa hoy el 60% de su consumo de petróleo y el porcentaje es aún mayor en el caso del gas natural. El carbón es el único recurso energético que abunda, pero el país cuenta con otros recursos para la generación de energía, como la eólica y la solar. Si China utilizara sólo el 10% de sus recursos solares potenciales, podría generar suficiente energía para todo el país.

Dicho esto, el cambio a las energías renovables no es fácil y requiere de una planificación estratégica a largo plazo.

Teniendo todo esto en cuenta, es fundamental crear una cadena de suministro estable. Y lo que es más importante, las energías renovables, como la solar y la eólica, no abastecen de energía las 24 horas del día, por lo que es necesario la creación de un nuevo sistema de distribución con gran capacidad de

almacenamiento para aprovechar esa energía y satisfacer las necesidades energéticas del país de forma sostenible.

¿Qué elementos ayudarán a China lograr los objetivos de cero emisiones netas?

Al perseguir la neutralidad del carbono para 2060, China implantará un sistema energético, un plan de energía y un procedimiento de consumo completamente nuevos y digitalizados. La neutralidad del carbono no sólo ha cambiado la estructura energética, sino también la producción final de bienes de consumo.

En este sentido, la digitalización desempeña dos papeles distintos pero importantes. El primero es la mejora de la eficiencia energética a nivel de microempresa. Con tanto margen de mejora de la eficiencia -el 50%- las empresas, incluidas las productoras de acero, las mineras y las químicas, utilizarán software e inteligencia artificial para mejorar la eficiencia de sus edificios y operaciones.

La segunda es la necesidad de construir un sistema digitalizado completamente nuevo para un nuevo mundo basado en la neutralidad cero emisiones. Todo el sistema energético se digitalizará, incluyendo un sistema de red sostenible, sistemas de generación de energía estables y almacenamiento eficiente.

En el mundo de la neutralidad de emisiones de carbono todavía queda un gran camino



que recorrer. ¿Cómo cree que se va a posicionar China en este sentido?

China está en condiciones para postularse como una de las potencias más competitivas en diferentes campos. Por ejemplo, el de la energía renovable, especialmente la solar y la eólica, ya que su capacidad tecnológica permite aprovechar casi en su totalidad las energías limpias. Como resultado, el coste de la energía solar y eólica se ha reducido de forma considerable en los últimos dos o tres años, al igual que el de la energía hidroeléctrica. Por ello, esperamos que China aumente su

capacidad y competitividad mundial en dicha materia. Además, hay que hacer especial hincapié en que, actualmente, el 50% de los paneles solares de todo el mundo se producen en China. Ello demuestra que su potencial de fabricación se extiende desde las energías renovables hasta los vehículos inteligentes.

No cabe duda de que China está avanzando a gran velocidad en múltiples frentes tecnológicos, como la inteligencia artificial, el 5G, el Internet of things (Internet de las cosas - objetos físicos que se conectan en redes), los vehículos digitales y los coches eléctricos. De hecho, el país vendió un millón de coches eléctricos hace un año y medio y este año, ha vendido tres millones. La estimación dentro de dos años es de cinco millones. El objetivo para 2040 es que los coches eléctricos representen el 40% de todos los coches vendidos en China.

¿Qué oportunidades existen en el mercado para que los inversores también participen en este proceso de descarbonización?

Tras haber puesto de manifiesto la ventaja que China tiene sobre la descarbonización, creemos que hay tres oportunidades en particular:

- **Energía renovable.** Se espera que la energía solar, eólica e hidroeléctrica aumenten en popularidad, porque China las necesita para sustituir el 90% de sus actuales fuentes de energía, y para exportar en el futuro.
- **Los vehículos digitales.** El sector del automóvil avanza rápidamente. China espera vender unos 10 millones de vehículos eléctricos al año en los próximos cinco o siete años. Se moverá rápido con sólo 173 coches por cada 1.000 habitantes en la actualidad. En comparación con los 700 de Europa y Japón, y los 900 de EE.UU. El hueco lo llenarán los coches eléctricos, tanto para la venta en China como para la exportación.
- **Digitalización.** Para cerrar la brecha de la eficiencia energética, China buscará que las empresas de software y de inteligencia artificial que mejoren cada área y ayuden a cada tipo de negocio a reducir las emisiones de carbono. ■



MARF: crecimiento empresarial y oportunidad de inversión

El Mercado Alternativo de Renta Fija o MARF se convierte en una alternativa de financiación para las empresas. Cada vez son más las compañías que están incorporando este instrumento a su estructura financiera.

Además, MARF es un mercado de renta fija eficiente muy beneficioso para los inversores, ya que los bonos corporativos pueden ser valiosas oportunidades de inversión. Permiten una estrategia de inversión diversificada y una rentabilidad de cartera. Existe una gran diversidad de empresas presentes en este mercado, que nos ayudarán a mostrar el relevante papel que desempeña el MARF en su financiación, además de otras bondades que ofrece este mercado.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN



El Mercado Alternativo de Renta Fija gestionado por BME es un mercado para la financiación empresarial y, sobre todo, un mercado complementario a otras fuentes de financiación.

Es importante tener claro este aspecto, puesto que el MARF no es un mercado sustitutivo, no pretende cambiar las fuentes existentes, sino que, desde sus orígenes ha pretendido ampliar las fuentes de financiación y conseguir que las medianas empresas puedan financiarse en los mercados de capitales, algo que hasta el nacimiento de MARF era muy complicado.

Desde que se fundó hace nueve años, este mercado ha ido creciendo y evolucionando hasta tomar la importancia que tiene hoy en día. “Es un mercado que surge en 2013 como

uno de los puntos que se estableció en el memorando de entendimiento que firmó la Troika con el gobierno español para la asistencia financiera después de la anterior crisis y, a partir de ahí, lo que hemos intentado promover con este mercado es un desarrollo para que todas las empresas puedan ir incorporándose y puedan acceder a la financiación”, explica **Gonzalo Gómez Retuerto, Director general de BME Renta Fija**. “Desde 2013 se han ido incorporando paulatinamente más compañías, los volúmenes han ido creciendo y también hemos visto un incremento en el número de productos cotizados”, cuenta.

En 2021 el número de misiones de bonos en el MARF creció un 160% y cerró hasta 21 operaciones por valor de 473 millones de euros, según el informe elaborado por la división de >>



» Mercado de Capitales de la consultora PKF Attest. Actualmente, el MARF se sitúa en torno a los 10 mil millones de euros de financiación y 122 compañías que confían en BME.

Los principales motivos por los que las empresas deciden acudir a este mercado en busca de financiación son básicamente las ventajas que ofrece, entre ellas destaca la diversificación de productos de financiación que ofrece a los clientes. **Alfonso Pastor, Director-Responsable Mercado de Capitales Bankinter Investment**,

Los principales motivos por los que las empresas deciden acudir a este mercado en busca de financiación son básicamente las ventajas que ofrece

cuanta como desde Bankinter han sido fieles creyentes del proyecto, “hemos abanderado esta idea de la diversificación porque al igual que no es bueno depender de un solo proveedor operativo, sucede lo mismo con la financiación. Lo bueno es tener acceso tanto a

la financiación bancaria como a la financiación vía mercado de capitales”.

La estructura en la que se sustenta este mercado permite acceder tanto a deuda de corto plazo, mediante programas de pagarés, como a deuda de largo plazo, mediante los bonos simples, bonos proyectos o titularizaciones. “La parte positiva que tiene esta financiación de corto plazo es que está consiguiendo unos volúmenes bastante elevados, una recurrente

cia bastante sistemática y, sobre todo, unos costes de financiación que están siendo bastante competitivos, incluso en algunos casos estamos viendo que puede llegar a ser más competitivo que las líneas de financiación de entidades bancarias”, asegura Pastor.

Otro punto que también destacan las compañías que han recurrido al MARF es la visibilidad en el mercado que les ofrece esta vía financiación, “eso favorece mucho de cara a las conversaciones que tienen con clientes, proveedores o el resto de los financiadores públicos o privados”, explica el experto de Bankinter Investment.

En cualquier caso y como se puede comprobar son muchas las empresas que llegan a este mercado y que, después de una primera toma de contacto, vuelven a confiar en el MARF para realizar nuevas operaciones de financiación. **Fernando Romero, CEO de EiDF Solar**, detalla cómo ha sido su primera experiencia en este mercado: “nosotros hicimos la primera emisión de 25 millones y ha sido un auténtico éxito, nos da muchísima cintura en nuestro desarrollo de negocio con la integración de la comercializadora, donde el circulante es muy intensivo y el MARF nos ha dado una posibilidad que, de otra manera, no hubiéramos podido captar ese capital con esas condiciones y con la agilidad con la que hemos conseguido hacerlo”.

Pero no solo las pequeñas empresas pueden acceder a este mercado. Entre las 122»

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



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



nordea.es/ESGBuildingBlocks

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

Permítanos ser su socio ESG de confianza.

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



» compañías que actualmente trabajan con el Mercado Alternativo de Renta Fija también podemos encontrar empresas de un tamaño considerable, como por ejemplo MásMóvil, el cuarto operador de telecomunicaciones en España. “Nosotros llevamos acudiendo al MARF desde el año 2015. Hemos tenido varias experiencias y todas ellas buenísimas”, dice Pilar **Pascual Zárate, Deputy CFO, Head of Corporate Finance de MÁSMÓVIL**. “Lo que nos atrae cada vez más de este tipo de productos es que es un mercado muy líquido al que también acuden muchísimos inversores y que tiene un abanico de opciones muy amplio, desde días o semanas hasta dos años”, cuenta Pascual.

El MARF en sus nueve años de vida

El MARF ha ido evolucionado a lo largo de los años, pasando de ser un mercado casi desconocido y al que solo acudían empresas de gran tamaño, a ser un mercado completamente abierto a todo tipo de empresa y de gran relevancia dentro de Europa. Tanto es así que en 2020 el Banco Central Europeo incluyó al MARF como mercado elegible para su política monetaria.

“La mejor manera de analizar el mercado es a través de la foto que hicimos en abril del

año pasado cuando llegamos al hito de las 100 compañías cotizadas. En aquel momento planteamos un trabajo de análisis con la Universidad de Sevilla en el que fuimos viendo cuál había sido la evolución y el recorrido del mercado en cuanto a sus volúmenes y compañías y cuál era el perfil de las empresas que cotizaban en el mercado”, explica el director general de BME Renta Fija.

A través de este estudio se pudo conocer la diversidad de compañías que acuden al mercado de Renta Fija, “los sectores más relevantes de la economía española como el sector servicios, el de telecomunicaciones, energía, inmobiliario, construcción, ingeniería... todos están representados en el MARF en unos pesos que, además, se asemejan bastante en el peso que tienen estos en el PIB”, dice Gómez.

Perfil de las empresas

Si bien es cierto que cuando el MARF comenzó su aventura se enfocó en compañías de mayor volumen, más conocidas o más específicas, poco a poco fue abriendo sus puertas a empresas de distintos tamaños, sectores y localizaciones. “No hay un target específico, el mercado se ha abierto completamente, desde compañías muy grandes cotizadas»



ALLIANCEBERNSTEIN

Atractiva rentabilidad ajustada al riesgo

AB Short Duration High Yield Fund



¿Por qué ahora?

En este entorno de mercado con altos niveles de volatilidad e incertidumbre, invertir en bonos *high yield* de corta duración ofrece una atractiva rentabilidad ajustada al riesgo.

¿Cómo?

- Construyendo una cartera de renta fija global con una duración baja para reducir la sensibilidad a los tipos de interés
- Centrándose en emisores *High Yield* con rating crediticio alto
- El objetivo del fondo es capturar el 75% de la subida del High Yield global y solo el 50% de las caídas.



alliancebernstein.com/go/es/sdhy

Información exclusiva para profesionales de la inversión. El valor de las inversiones puede aumentar o disminuir y es posible que el inversor no recupere la totalidad del capital originalmente invertido. El capital está en riesgo.

Estas informaciones han sido proporcionadas por AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg. Autorizada en Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). El logo [A/B] es una marca registrada de AllianceBernstein y AllianceBernstein® es una marca registrada empleada con la autorización de su propietario, AllianceBernstein L.P. ©2022 AllianceBernstein IC20220034



» hasta compañías mucho más pequeñas”, detalla Gómez.

De las 122 compañías que tienen presencia actualmente en el MARF, un 65% son empresas ‘no cotizadas’, es decir, empresas que han accedido a los mercados de capitales por primera vez a través del MARF. El 35% restante son compañías cotizadas o bien en el primer mercado o en BME Growth. Este último es el caso de EIDF Solar, compañía que ha realizado su primera emisión a comienzos de este año, “la agilidad, al igual que la visibilidad, es muy importante”, remarca Fernando Romero.

No todas las compañías que acuden a este mercado en busca de financiación tienen los mismos intereses o necesidades, de ahí que el MARF haya ido diversificando su oferta de productos financieros. “El MARF te permite buscar múltiples tipologías de financiación tanto de corto como de largo plazo y es importante también entender cuál es la necesidad de la compañía”-explica Pastor- “cualquier compañía que tenga volumen de crecimiento debería considerar el MARF como una de las opciones”.

Futuro del MARF

Siguiendo la buena trayectoria de este mercado en su noveno aniversario cabe esperar

un futuro prometedor para el MARF y las compañías que forman parte de él. Lejos de tocar techo, desde BME confían en su capacidad de crecimiento y desarrollo. “La financiación vía mercados se ha convertido ya en algo estructural, es un cambio fundamental que ha ocurrido en los últimos años y que, además, el Covid ha acelerado porque las compañías han entendido que tienen que acudir a fuentes de financiación adicionales para impulsar su crecimiento”, detalla el experto de BME.

“El año 2022 está siendo especialmente bueno para el MARF, se han incorporado ya cuatro compañías en lo que llevamos de año y vamos a continuar en esta línea. No sabemos si estaremos en el entorno de las 20-25 compañías anuales, pero desde luego vemos algo muy estructural y consolidado”, sentencia Gonzalo Gómez Retuerto.

Si por algo el MARF se presenta con una buena opción a tener en cuenta para las compañías que buscan una nueva fuente de financiación es por la agilidad que ofrece a las empresas que acuden a él, así como por su ‘cero’ burocracia, la complementariedad que permite con otras fuentes de financiación, la visibilidad que ofrece al mercado y, en general, la buena oportunidad de inversión. ■

**SOMOS ENERGÍA.
SOMOS SOSTENIBILIDAD.
SOMOS FUTURO.**

Somos RENTABILIDAD.

EiDF: operador integrado
en energía solar fotovoltaica:
autoconsumo, generación y
comercialización

Invierte en un sector estratégico.

www.eidsolar.es
inversores@eidsolar.es

El arte de invertir en renta fija, mantener la calma y seguir adelante

Se supone que los mercados de bonos son pacíficos, incluso, aburridos: se determina la asignación, se recogen los cupones y se disfruta de la tranquilidad de contar con un ancla para bregar con los vientos de cara. Sin embargo, existe una elevada incertidumbre en los mercados actuales de bonos, lo cual está poniendo en vilo a los inversores. Con este complejo panorama de inversión actual, desde AllianceBernstein queremos destacar algunos de los riesgos y estrategias para mitigar los mismos.

Inflación: hoy está aquí, pero ¿mañana?

En los próximos años, según los gobiernos se esfuercen por reparar los daños económicos ocasionados por las diferentes crisis actuales -Rusia y Ucrania, la pandemia, gestionar los ingentes niveles de deuda y abordar el urgente reto del cambio climático-, en nuestra opinión, se abrirá la puerta a un aumento de la inflación. Aunque no creemos que la inflación vaya a convertirse en la preocupación que fue hace 50 años, los inversores hacen bien en introducir algunos ajustes en sus carteras. Incluso una inflación moderadamente más alta erosiona el valor real de las rentabilidades de las inversiones y a menudo se traduce en tipos de interés más altos. En el entorno actual, puede que los inversores deseen plantearse estas estrategias:

- **Reducir moderadamente la duración de la cartera** o su sensibilidad a los tipos de interés. Los precios de los bonos con plazos más cortos caen menos que los bonos con plazos más largos según suben las rentabilidades del mercado. Los bonos con plazos

más cortos también se pueden reinvertir antes en rentabilidades más altas.

- **Orientar la asignación hacia deuda corporativa** para captar el alza de los rendimientos y las rentas, lo cual incluye aumentar la exposición a deuda corporativa de alta rentabilidad. Los bonos que ofrecen un diferencial de rentabilidades superior al de la deuda pública -los de empresas, por ejemplo- son menos sensibles a las variaciones de los tipos de interés; cuanto mayor sea el diferencial, menor será la sensibilidad del activo de deuda corporativa.
- **Diversificar** a escala global entre sectores de mayor rentabilidad, como valores estadounidenses para la transferencia de riesgo de crédito (CRT), con correlaciones bajas con la deuda pública y entre ellos. Los CRT son bonos a tipo variable respaldados por activos reales —viviendas— que a menudo se benefician de la inflación. Gracias a la solidez del mercado inmobiliario estadounidense, los fundamentales parecen atractivos para los CRT. Determinados mercados emergentes también se muestran atractivos y suponen una fuente diversificada de rentabilidad potencial.

Alineación con los riesgos climáticos y otras cuestiones ESG

Los riesgos climáticos y otros de índole ESG también han comenzado a perfilarse como cuestiones de importancia para los inversores. Los inversores dispuestos a comprar bonos que contribuirán a crear un mundo mejor y más sostenible pueden empezar aprendiendo las ventajas y los inconvenien-

tes de las diversas estructuras de los bonos vinculados a cuestiones ESG. Sin embargo, mitigar los riesgos ESG no acaba con comprar bonos verdes. Con el fin de captar plenamente y gestionar los riesgos y las oportunidades que plantean los factores ESG, los gestores deben incorporarlos a conciencia en los análisis de los bonos y en sus procesos de inversión. Incluso los inversores que no brinden prioridad a las cuestiones ESG se beneficiarán de su integración en los procesos de inversión. Las cuestiones ESG, que tienen que ver con aspectos desde catástrofes medioambientales hasta condiciones de financiación más favorables, inciden en la línea de flotación de todos los emisores en bonos. Por último, resulta complicado gestionar lo que no se puede cuantificar, de ahí que hayamos desarrollado un método propietario sólido para medir la huella de carbono de la cartera de bonos.

La tecnología, nuestra aliada

La tecnología de gestión no es una prioridad para los inversores, pero debería serlo. La tecnología avanzada puede ayudar a los gestores de bonos a analizar el mercado de bonos íntegro en tiempo real, sugerir posibles operaciones, ampliar inversiones en cuestión de segundos e invertir carteras nuevas más rápidamente. Hace tres años, se necesitaba una media de 35 días para invertir el 90% de una nueva cartera de deuda corporativa o de deuda de mercados emergentes. Hoy por hoy, se puede lograr en la mitad del tiempo, siempre que los gestores de bonos hayan aprendido a aprovechar la revolución tecnológica. Además, cada día adicional en que los activos están invertidos suponen más intereses.

Las últimas tecnologías permiten a los operadores separar el trigo de la paja de los miles de bonos que se negocian en cualquier momento y así encontrar oportunidades y obtener liquidez, incluso cuando los mercados se fragmentan y son volátiles. Por su parte, los gestores de bonos que carecen de la tecnología adecuada se quedarán rápidamente atrás en el mundo que nos deja la pandemia.

Mantener la calma y seguir adelante

Este entorno de mercado traerá consigo numerosos cambios, pero no dejemos que el temor nos deje al margen. Introduciendo algunos ajustes prudentes, los inversores y los gestores de bonos pueden bregar con la incertidumbre de manera sosegada, prepararse para la inflación, las subidas de tipos, el cambio climático y las consecuencias de la crisis de Rusia y Ucrania y posicionar sus carteras para que prosperen en el mundo que nos dejará este panorama. ■



Miguel Luzárraga

Director General para
Iberia en AllianceBernstein



Perspectivas 2022 para el Investment Grade y el High Yield

Investment Grade

Para los mercados de crédito *investment grade*, 2021 se recordará mejor como un año de baja volatilidad de los diferenciales, lo que contrasta significativamente con los doce meses anteriores. Los diferenciales mundiales del segmento *investment grade* se movieron en una horquilla de unos 20 p.b. desde enero de 2021 hasta mediados de noviembre de 2021, mientras que en 2020 la horquilla fue mucho más amplia, de más de 240 p.b. Este nivel tan bajo de volatilidad y dispersión genera un entorno más complejo para la gestión activa, y aunque la mayoría de nuestros fondos han cosechado una rentabilidad superior este año, esa rentabilidad superior es menor que la del año pasado. ¿Cuáles son las perspectivas para el año que viene? Tenemos una perspectiva bastante neutral con respecto al nivel de los diferenciales.

Esto refleja el equilibrio entre unos fundamentales positivos y unas caras valoraciones. Concretamente, aunque las condiciones políticas parecen moverse lentamente en la «dirección equivocada», los actuales tipos de interés bajos y/o negativos y los supuestos niveles futuros seguirán propiciando un contexto positivo para el mercado.

En segundo lugar, puede que la economía mundial se esté ralentizando un poco, pero

para el crédito *investment grade* un entorno de crecimiento bajo pero positivo, «ni muy frío, ni muy caliente», es ideal. Genera una atmósfera que ayuda a frenar los excesivos espíritus animales en los consejos de administración, a la par que no crea un riesgo de revisiones a la baja importantes o algo peor. La calidad del crédito corporativo también avanza en la dirección correcta y esperamos que, cuando acabe este año, los indicadores clave vuelvan a situarse al nivel en el que se encontraban a finales de 2019.

Por último, seguimos creyendo que habrá demanda de clases de activos generadoras de ingresos que presentan un menor riesgo, como el crédito *investment grade*, en un momento de menores emisiones nuevas y de compras continuas de los bancos centrales en Europa.

High yield

Paralos mercados de crédito de *high yield* europeos, 2021 se recordará como el año en que mejoró la calidad de crédito tanto por el retorno de las grandes promesas como por la caída de las expectativas de impago a niveles inferiores al 1%. Esto contrasta de manera considerable con el año 2020, en el que el tamaño del mercado y la calidad de crédito aumentaron debido al



número y tipo de emisores que se incorporaron como «ángeles caídos» al universo del *high yield* europeo y las expectativas de impago rozaron niveles de dos dígitos.

Los diferenciales del *high yield* europeo han hecho un viaje de ida y vuelta, de 100 p.b., en los últimos doce meses, marcando mínimos a mediados de septiembre. Los diferenciales de crédito volvieron a descender a los niveles de antes de la COVID-19, espolcados por la mejora de los fundamentales empresariales y la positiva evolución de las calificaciones de crédito. Esto redujo las expectativas de impago, ya que los bancos centrales siguieron fieles a los tipos «más bajos durante más tiempo», lo que supuso un buen apoyo para la clase de activos.

¿Y el año que viene qué? Las perspectivas del *high yield* europeo siguen sustentadas por unas perspectivas de crecimiento positivas y la mejora de los fundamentales empresariales. El creciente número de casos de COVID-19, así como los recientes acontecimientos relacionados con la variante ómicron, vienen a recordarnos el riesgo. Sin embargo, los esfuerzos por evitar los confinamientos para apoyar la mejora del entorno económico siguen siendo un objetivo clave de la mayoría de los gobiernos. Los aspectos técnicos del mercado parecen equilibrados: la preocupación por la inflación ligada a la escasez de oferta y de mano de obra, así como los problemas logísticos, ejercen presión sobre las curvas de tipos de la deuda pública, y los bancos centrales parecen alejarse de la política monetaria flexible.

Pero el apetito de ingresos y activos de mayor rendimiento sigue siendo bueno y los nuevos emisores que recurren al mercado ofrecen oportunidades. Con unos diferenciales ahora casi 100 p.b. por encima de los mínimos de 2021 y de vuelta a los niveles de hace doce meses, las valoraciones parecen razonables, a pesar del reciente aumento de la incertidumbre. ■



Alasdair Ross

Director de Crédito con Calificación «Investment Grade», EMEA, Columbia Threadneedle Investments



Roman Gaiser

Director de Alto Rendimiento de EMEA, Columbia Threadneedle Investments

JOSÉ LIZÁN |

Gestor de Retro Magnum SICAV Quadriga AM

«Últimamente hemos incorporado muchas acciones de Acerinox, está en un momento muy dulce»

La cartera del Retromagnum SICAV Quadriga AM combina la gestión cuantitativa, a través de la herramienta RETRO que guía al equipo gestor y mediante un proceso de Factor Investing analizan en qué sectores estar, y una parte más discrecional, dedicada a historias de reestructuraciones, refinanciaciones, cambios de management... Una gestión que le ha permitido obtener una rentabilidad anualizada del 3,55% en los últimos diez años. Hablamos con José Lizán, gestor del fondo.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Como inversor, ¿qué actitud hay que tener en un momento como el actual?

Tratar de jugar los ciclos que están en fase de aceleración ahora. El sector turismo está en fase de aceleración, el bancario también, quizás la parte de commodities está más avanzada y los múltiplos podrían ser exagerados, pero en esos sectores hay potencial y tiene que haber re-aceleración en toda la inversión. La dependencia energética que tiene Europa del gas ruso y del petróleo saudí es enorme y tiene que haber un boom de inversión en la parte eléctrica y renovable para ser menos dependientes pero ese ciclo tiene que re-acelerarse todavía. Tuvimos una primera ola de 2014 a 2019-2020, en 2021 hemos visto una fase más prudente pero ese megaciclo de inversión está ahí y se tiene que acelerar por lo que saldrán al alza muchas compañías con exposición al sector renovable.

¿Qué cree que le hace falta al Ibex 35 para despegar?

Por un lado, hace falta un apoyo por parte de las divisas de Latam. El real brasileño y el peso mexicano se están fortaleciendo frente al euro y al dólar. Hace falta que tengamos un buen rally de real y del peso para que tanto el ciclo como nuestros intereses allí mejoren. Si este rally continúa probablemente tengamos una bolsa española en la que los vientos que ha tenido en contra se corrijan

y soplen a favor. Por otro lado, necesitamos que el mix de compañías que tiene el índice funcionen. Estamos en un entorno para que lo haga. Turismo y ocio pesan mucho con compañías como Aena, Amadeus, IAG o Meliá en el selectivo. Además, las compañías de renovables que han estado muy dañadas el año pasado están dando una oportunidad. El sectorial bancario debería estar en un entorno de normalización y, después de una década, la reducción de costes ha sido espectacular. Son bancos muy eficientes y cualquier entorno que sea mejor en la parte de margen de intereses caerá al beneficio y generará grandes plusvalías para las entidades tras haber hecho un esfuerzo titánico en reducción de costes, estructuras y eficiencia interna. Estos tres sectores más las divisas de Latam son las claves para que el Ibex 35 tenga algo más de potencial.

¿Qué busca de una compañía para incorporar a la cartera de Retro Magnum SICAV?

Tenemos un doble enfoque. En torno al 25% de la cartera la dedicamos a historias de reestructuración, cambio de management, fusiones y operaciones especiales. Un ejemplo es Adolfo Domínguez, que está experimentando un relevo generacional y pensamos que, si no fuera por la pandemia, la compañía estaría en números negros y ganando dinero. Además de la vuelta del consumo, saldrá muy beneficiada porque ha rees-



estructurado su estructura de costes y lo ha hecho muy bien. Otro ejemplo es Deoleo, en la que CVC ha hecho una operación acordeón con una nueva estructura de balance y menos carga financiera. Está recuperando EBITDA y tiene potencial. En el 75% de la cartera restante hacemos gestión cuantitativa. Tenemos una herramienta que se llama RETRO que nos guía en los mercados y vamos entrando en sectores analizando mediante un proceso de Factor Investing en qué sectores tenemos que estar. A día de hoy banca, energía, autos, turismo y ocio. Ahí seguimos posicionados.

Según la última ficha del fondo (cierre 3T21), la mayoría de compañías que forman parte de la cartera son de menor capitalización. ¿Qué potencial ve en este tipo de compañías españolas?

Mucho. La bolsa española desde 2018 ha tenido una fase muy negativa y sobre todo el continuo por el impacto de la pandemia, que ha hecho que los inversores internacionales hayan vendido mucho papel y porque el entorno de small caps no ha sido el más favorable. En las últimas semanas las grandes capitalizaciones han sido el objeto de deseo de todos los inversores y la bolsa española, por su propio tamaño, es una bolsa de small y medium caps y eso ha hecho que en los

fondos de bolsa española hayan desaparecido muchas de estas compañías y que el mercado haya tenido que absorber muchas desinversiones, tanto de inversores internacionales como de fondos nacionales. Y eso ha dado lugar a que haya una enorme capacidad de encontrar oportunidades en el mercado de compañías muy baratas que han sufrido un entorno muy hostil. Tenemos Azkoyen que ya gana lo mismo que antes de la pandemia y está 3 euros por debajo de los máximos que hizo antes de la pandemia, Iberpapel que estaba en 38 euros de cotización antes de la pandemia y ahora está en 16 euros sin haber perdido dinero en ningún trimestre.

¿Cuál ha sido la última compra que ha realizado y por qué?

Últimamente hemos incorporado muchas acciones de Acerinox, está en un momento muy dulce, los últimos resultados fueron los mejores de su historia, el entorno macro del precio del níquel y consumo están en un momento positivo, tanto en EEUU como en Europa, que había sido el mercado más débil. Además, ha hecho adquisiciones recientes que le han mandado a otra dimensión y está tremendamente infravalorada y debería tener bastante potencial. Luego hemos incorporado algo de Solaria, Greenalia, Grenergy... que son compañías que han tenido una fase correctiva muy dura y todavía tienen que salir a alza porque el ciclo de capital sigue a su favor.

¿Cuál es el tiempo medio de las compañías en cartera?

Depende. Las compañías que caen la parte del 25% o de forma más discrecional pueden estar 6-8-10 años en cartera mientras en la parte con la herramienta cuantitativa, que es más táctica, rotamos mucho más.

¿Cuál es el actual nivel de liquidez del fondo y la rotación media?

Ahora tenemos en torno a un 30% de liquidez e históricamente hemos rotado entre 4-6 veces al año. Es una rotación alta porque seguimos una herramienta cuantitativa, creemos que los mercados cada vez son más dinámicos y más tácticos y es un fondo que rota por ese movimiento de la herramienta. ■



Gestión de la renta fija en un entorno de tipos muy bajos e inflación

En el entorno actual de tipos de interés bajos o incluso negativos con un aumento de la inflación vinculada a la recuperación económica, las dificultades de la cadena de suministro y el conflicto ruso-ucraniano, es hora de preguntarse si una inversión en bonos tiene algún atractivo y cómo abordar su gestión. ¿Y cuáles son exactamente las alternativas disponibles en los mercados de renta fija?

¿Cuál es el atractivo de los bonos soberanos con grado de inversión?

Desde la intervención de los bancos centrales en 2008, los rendimientos reales a 10 años en la zona euro y en EE.UU. han quedado relegados a terreno negativo. Se garantiza a los inversores que pierdan dinero si se tienen en cuenta los efectos de la inflación y se mantiene su inversión hasta el vencimiento. ¿Por qué con rendimientos negativos siguen siendo tan populares? La respuesta corta es que un inversor que busque una inversión líquida sin riesgo de crédito y con cierta visibilidad en sus flujos tiene pocas alternativas. De hecho, los bonos soberanos AAA, se consideran sin riesgo de crédito y liquidez. Instituciones, como bancos y compañías de seguros, tienen que invertir en estos bonos para cumplir con las exigencias reglamentarias de liquidez y crédito. Estos bonos pueden ayudar a regular la volatilidad de la cartera y proteger, en un escenario de crisis, una parte de la misma.

Al diversificar una cartera con deuda soberana se aprovecha una descorrelación entre diferentes activos financieros para proteger la cartera en tiempos de turbulencias. Como la nota del Tesoro de EE.UU. cuyo valor refugio se demostró ampliamente cuando su rendimiento se desplomó al inicio de la crisis sanitaria.

¿Qué pasa con los activos de renta fija con riesgo?

El universo de inversión de los bonos con riesgo de crédito y liquidez (países emergentes, empresas) es heterogéneo y las diferentes categorías disponibles permiten cierta diversificación en términos de riesgo y rentabilidad. En los bonos corporativos, varios factores contribuyen a diferenciar el perfil de riesgo de una emisión de la otra, en especial su divisa, calificación, sector y región. Una emisión de alto rendimiento tendrá una prima de riesgo superior a una emisión de grado de inversión y, en ausencia de un evento de impago por parte del emisor, esta prima de riesgo ayudará a suavizar los movimientos del mercado vinculados a las variaciones de los tipos de interés. La prima de riesgo de una emisión sirve para compensar al acreedor por el riesgo adicional incurrido en comparación con una emisión menos arriesgada.

En los últimos cinco años, la rentabilidad de los activos con riesgo en euros ha sido impulsada en parte por la caída de los tipos de interés de la deuda soberana sin impagos. Sin embargo, en un entorno de inflación en los países desa-

rollados y de rendimientos históricamente bajos, la rentabilidad a corto y medio plazo de los bonos soberanos sin riesgo está bajo presión. Por tanto, el riesgo de duración entra en juego para la renta fija como resultado de la presión alcista ejercida por el aumento de los tipos soberanos. Cuanto menor sea el diferencial de rentabilidad entre una emisión y el tipo sin riesgo para el mismo vencimiento, más sensible será la emisión a una subida del tipo sin riesgo. Cuando los tipos sin riesgo suben sin afectar al nivel del diferencial, la prima de riesgo que ofrece el diferencial compensará (al menos en parte) la pérdida ligada a la subida de los rendimientos.

Si el inversor no desea aumentar su nivel global de riesgo, mientras aumenta el riesgo de crédito de su cartera, es aconsejable pasar a vencimientos más cortos que reduzcan el riesgo de duración.

Otras fuentes de rentabilidad en el universo de la renta fija

Otros bonos proporcionan una rentabilidad al tiempo que se desvinculan de los tipos sin riesgo. Las emisiones de emergentes o desarrollados en divisa local son una forma de tomar una posición en divisas. Además, el cupón ofrecido por la emisión compensa en parte las fluctuaciones del capital debidas a las variaciones del tipo de cambio. Es importante elegir, ya que la fortaleza relativa de una divisa depende de diversos parámetros macroeconómicos y financieros. Esta posición relativa entre las monedas puede cambiar rápidamente. Históricamente, las monedas emergentes tienden a depreciarse (o incluso a devaluarse). La inflación suele ser más alta en estos países que, cuando son exportadores netos, tratan de seguir siendo competitivos manteniendo sus monedas bajas. Sin embargo, a corto y medio plazo, estas monedas pueden ofrecer atractivas oportunidades de inversión en un ciclo económico en el que, se amplía el diferencial entre el tipo de interés oficial de la moneda de inversión y la moneda de la cartera.

Conclusión

Los activos de bonos abarcan diferentes categorías de inversiones con una variedad de perfiles de riesgo y rentabilidad. Históricamente, el universo de la renta fija se caracterizaba principalmente por una baja volatilidad y un perfil de riesgo/rendimiento superior al de otras clases de activos. Para los inversores que pretendan limitar las pérdidas de capital y la volatilidad mientras mantienen sus inversiones, el mercado de renta fija sigue siendo atractivo. Por último, siempre que no exista un impago de la inversión, un bono ofrece la ventaja de proporcionar un rendimiento conocido en el momento de la compra si se mantiene hasta el vencimiento. ■



**Jean-Albert
Carnevali**

Corporate Fixed Income Analyst,
Banque de Luxembourg
Investments

2022, año marcado por alta volatilidad, pero en el que los inversores siguen apostando por los fondos de inversión

En enero los flujos a fondos de inversión fueron de 556 millones de euros, mientras que, en febrero, cuando el índice VIX alcanzó niveles casi máximos de un año, en las 30, 15 unidades, las entradas se aceleraron hasta alcanzar los 1.154 millones de euros, a pesar de las negativas rentabilidades generalizadas de los mercados.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

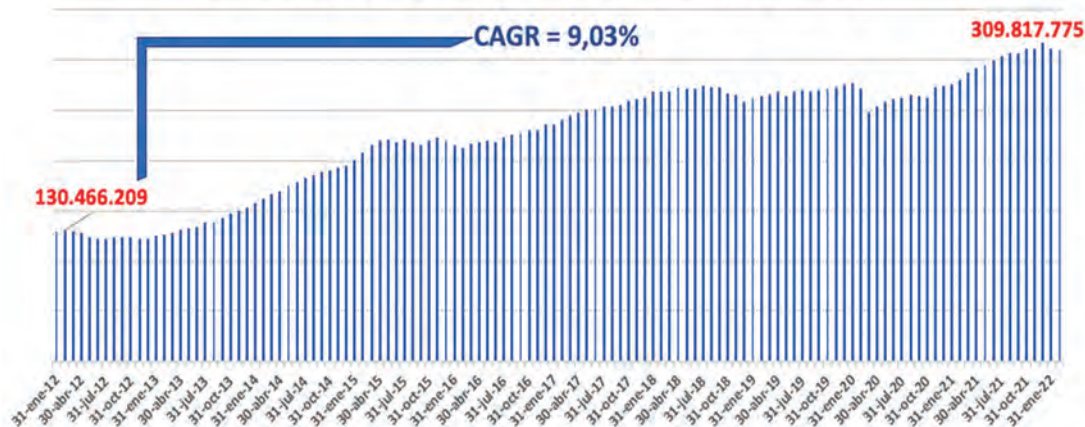
La rentabilidad tanto del mercado accionario como de los bonos provocó una corrección en el valor de los fondos de inversión. La renta fija de largo plazo continúa registrando caídas en precio y por consiguiente subidas de TIR. El 10 años español cierra febrero en 1,158%, cuando en enero fue del 0,739%.

Entre las categorías de inversión con mayores caídas mensuales o anuales destaca la renta variable internacional, con una caída acumulada en estos dos meses del 8,68%, mientras que aquellas con menores caídas son la renta fija.

Con esto en mente, **el patrimonio de la industria de fondos registró una caída mensual de 5.190 millones de euros**, algo menor que la contracción de 5.784 millones de enero, explicada por el comportamiento de los mercados y no por el apetito inversor, pero ya veremos que pasa en marzo con las caídas que se están viendo y las presiones inflacionarias generadas por el precio de la energía, luz y en general materias primas. El patrimonio se sigue por encima de los 306.512 millones.

Sigue siendo la **renta fija la categoría que aglutina el 26% del total** del patrimonio de la industria, con los **fondos globales el**

Patrimonio de la industria de fondos española (miles €)



20% y la renta fija mixta con el 16%. Sin lugar a duda, con un entorno como el que estamos siendo testigos, **la renta fija vuelve a ser el activo refugio**, registrando **entradas netas de 1.410 millones en febrero**, aunque en términos acumulados en 2022 es la renta variable internacional la que mayor volumen de flujos ha alcanzado en estos dos meses, con lo que el daño para los inversores con la actual situación de los mercados tras el ataque a Ucrania puede ser significativo.

Pocas gestoras se libran de caídas del patrimonio y algunas despuntan en suscripciones

De las gestoras **Top 20** por patrimonio, únicamente **Abante** permanece sin cambios respecto a enero, cuando el resto muestran contracciones en el patrimonio. La más destacada en términos porcentuales es **Imantía** que cae el -4,3% (equivalente a 129 millones de euros), seguido por **Bestinver** -3,9% (187 millones) y **Amundi Iberia** -3,4% (130 millones).

Sin embargo, son **Caixa** y **Santander** las dos gestoras que en términos monetarios sufren

las **mayores caídas de patrimonio mensuales**, de **1.532 millones** y **983 millones respectivamente**. No obstante, mientras que Caixa registra por segundo mes entradas netas en sus fondos, por el contrario, Santander lleva estos dos meses con reembolsos, en enero de 1,5 millones y en febrero de 30 millones.

Por su parte, BBVA tan solo registra una contracción mensual del patrimonio del 0,8% o 347 millones, mientras que es la gestora del TOP 10 que mayores suscripciones consiguió en febrero, superando los 435 millones de euros, segundo mes consecutivo de entradas.

Hay que destacar en este sentido a **Kutxa**, que registra **las segundas mayores entradas netas del mes** (228 millones), tras un enero en la que encabezó las suscripciones netas (297 millones).

Las gestoras **Top 10 representan el 80% del patrimonio de la industria**, mismo que aumenta hasta el 91% si se toman en cuenta las Top 20, manteniéndose esa alta concentración de la industria y haciendo difícil la entrada de nuevos partícipes sin red comercial. ■

Patrimonio y suscripciones de la industria de fondos española en 2022 (millones €)

| | Patrimonio | Variación feb. | Variación anual | Suscip. Feb. | Acum. |
|------------------------------|------------|----------------|-----------------|--------------|-------|
| Renta Fija | 78 985 | 881 | -100 | 1 410 | 950 |
| Retorno absoluto | 7 737 | 96 | 119 | 159 | 291 |
| Moentarios | 4 118 | 29 | -339 | 23 | -342 |
| Renta Variable Nacional | 3 412 | 9 | -68 | 28 | 2 |
| Gestión Pasiva | 11 194 | -491 | -645 | -285 | -257 |
| Garantizados | 9 732 | -512 | -854 | -433 | -723 |
| Renta Variable Mixta | 26 993 | -535 | -919 | 199 | 585 |
| Renta Fija Mixta | 49 060 | -561 | -905 | 244 | 462 |
| Globales | 61 437 | -1 446 | -3 975 | 47 | -670 |
| Renta Variable Internacional | 50 764 | -2 660 | -3 287 | -238 | 1 411 |
| Inversión libre | 3 081 | | | | |
| | 306 513 | -5 190 | -10 973 | 1 154 | 1 709 |

Fuente: Inverco



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

Robeco BP Global Premium Equities DH EUR

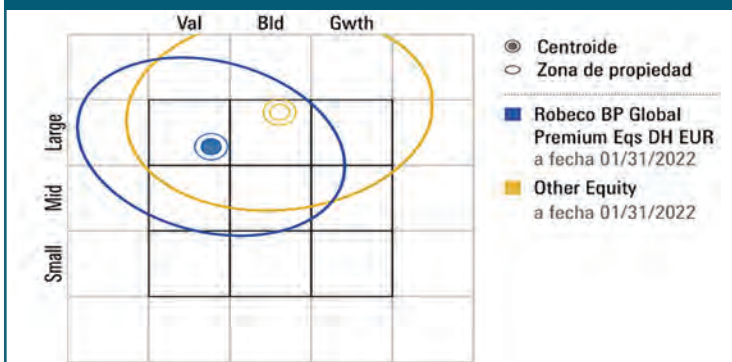
Cómo se ha comportado este fondo



Rentabilidad acumulada (28/02/2022)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 28/02 |
|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Rentabilidad % | -16,01 | 16,70 | -0,63 | 23,94 | -0,28 |
| +/- Categoría | - | - | - | - | - |
| +/- Índice | - | - | - | - | - |
| % Rango en la categoría (sobre 100) | - | - | - | - | - |

Estilo de acciones



Principales posiciones (31/01/2022)

| Actual Fecha Cartera | Posiciones de renta variable | Posiciones de renta fija | Otros Valores | % Activos en 10 Posiciones principales | Publicado Rotación % |
|----------------------|------------------------------|--------------------------|---------------|--|----------------------|
| 31 ene 2022 | 123 | 0 | 410 | 17 | 177,22 |

| Posiciones | Cartera Peso | Compra inicial | Valor de mercado EUR A fecha 31 ene 2022 |
|---------------------------------|--------------|----------------|--|
| Sanofi SA | 2,06 | 29 feb 2020 | 83.757.053 |
| CVS Health Corp | 1,99 | 30 sept 2018 | 81.250.117 |
| Glencore PLC | 1,77 | 31 oct 2019 | 72.288.429 |
| AbbVie Inc | 1,71 | 30 jun 2021 | 69.626.527 |
| Diamondback Energy Inc | 1,64 | 30 abr 2020 | 66.853.658 |
| Everest Re Group Ltd | 1,62 | 31 oct 2017 | 65.964.700 |
| Nexstar Media Group Inc Class A | 1,62 | 30 nov 2019 | 65.934.690 |
| McKesson Corp | 1,61 | 30 abr 2018 | 65.432.226 |
| Liberty Global PLC Class A | 1,57 | 31 ago 2021 | 63.778.958 |

De Growth a Value sin perder el foco

Seguramente es el argumento más escuchado durante este 2022. Rotar la cartera de growth a value. No obstante, no podemos perder el foco en la selección de activos realizada en el pasado. Si lo que queremos es cambiar de growth a value ceteris paribus, deberemos tener en cuenta la estrategia de inversión del fondo de destino, es decir, de global a global, o de Europa a Europa. Podemos correr un riesgo de desajuste en el traspaso de los fondos.

En este caso proponemos un fondo ideal para aquellos fondos globales growth que necesiten ser reducidos en favor del value. El Robeco Global Premium es un fondo cuyo objetivo de inversión es el de encontrar empresas infravaloradas o con una valoración atractiva que se encuentren afectadas por un momento de cambio. Algo interesante es que al menos un 66% de los activos se encontrarán en mercados maduros y su estilo de inversión se encontrará en empresas de mediana y gran capitalización.

Respecto a los sectores en los que invierte tiene un gran equilibrio en sector salud, industria, tecnología, servicios financieros y consumo cíclico, con lo que no destaca ningún sector sobre otro, dando forma a la globalidad del fondo. Otros indicadores son una volatilidad ajustada a la rentabilidad, Sharpe y Alfa positivos... correcto. Algo que sí tendría en cuenta es que la distribución sectorial tiene un 75 % de los activos favoreciendo al cíclico. Igual ahí es donde podemos encontrar más valor diferencial. ■

EL GRAN RIESGO CLIMÁTICO ES PERDER ESTA OPORTUNIDAD.

Para los inversores, el cambio climático no constituye únicamente un riesgo, también entraña una enorme oportunidad. Robeco ofrece una gama de estrategias de inversión, tanto en renta fija como variable, que permiten a los inversores abordar los retos asociados al carbono sin dejar de beneficiarse de unos rendimientos sostenibles.

Descubra las oportunidades climáticas existentes para sus carteras de inversión en [Robeco.com/es/clima](https://www.robeco.com/es/clima).

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*

ROBECO
The Investment Engineers

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

Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

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





Los factores sociales: más que un lujo filantrópico, un enfoque de inversión práctico

La “A”, la sigla que corresponde al aspecto medioambiental dentro de los factores ASG, ha cobrado protagonismo en la inversión de impacto en los últimos años. Pero cabe destacar que recientemente la “S”, que se corresponde con el ámbito social, ha pasado a primer plano, iluminando problemas sociales como la pobreza, la atención sanitaria, la educación y la desigualdad.

Sin embargo, todavía hay muchos inversores para quienes los factores sociales siguen pareciendo un lujo muy ligado a las actividades filantrópicas, más que un enfoque de inversión factible. Parte del problema para esta confusión es la ausencia de un empeño regulador sistemático, así como la falta de impuestos e incentivos en materia social que sean comparables al compromiso que han recibido las cuestiones medioambientales por parte de las instituciones. A día de hoy no existe un equivalente a las políticas de “cero neto” dentro del ámbito social. A pesar de la existencia de las llamadas “cuotas rosas” en algunos países, no hay un equivalente en materia impositiva sobre el carbono que castigue a las empresas por la falta de una adecuada representación femenina en la alta dirección, a pesar del coste de productividad en el que incurren los equipos con una menor diversi-

dad. La falta de un mecanismo que afecte directamente a los bolsillos es la principal razón de que la inversión no se centre en la “S” frente a la “A”. Es probable que el control reglamentario en el que se incentive con políticas del tipo del palo y la zahoria en la que los premios pudieran recibirse en forma de subvenciones para las buenas acciones sociales y con castigos mediante impuestos aplique a las cuestiones sociales, de la misma manera que ahora se hace con los factores medioambientales.

¿Cómo medir el impacto social?

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas proporcionan un marco útil para establecer estrategias de inversión y medir los resultados de las inversiones. Estos objetivos ayudan a identificar áreas de interés que pueden utilizarse para construir carteras mediante la selección sistemática de empresas que contribuyen de forma tangible a resolver problemas de sostenibilidad. Sólo las empresas que generan la mayor parte de sus ingresos a través de productos y servicios que representan soluciones reales o que contribuyen a un objetivo específico deberían ser elegibles para su inclusión en las carteras de impacto. Además, los ODS deben traducirse en áreas de impacto que estén vinculadas a indicadores clave de rendimiento concretos, de modo

que las compañías puedan ser evaluadas para su inclusión en la cartera. Por ejemplo, podemos medir el impacto de las empresas agroalimentarias cuantificando las toneladas de alimentos producidas de forma sostenible y su equivalente en kilocalorías por persona, o sus efectos sobre la biodiversidad.

Añadiendo la "S" en las carteras

Invertir en empresas que cotizan en bolsa y que reducen los costes sanitarios puede contribuir a reducir las desigualdades y la accesibilidad a la sanidad. Creemos que hacer que la asistencia sanitaria sea más asequible es clave, ya que el ahorro puede permitir a los sistemas sanitarios nacionales llegar más lejos, tratar a más personas y cubrir más enfermedades con el mismo presupuesto. Esto incluye a las empresas que venden medicamentos genéricos o biosimilares a precios más baratos que las alternativas protegidas por patentes. También, a las empresas de tecnología médica de diagnóstico avanzado cuyos productos pueden reducir la hospitalización y acelerar el proceso de recuperación gracias a una detección más temprana, rápida y precisa de la enfermedad.

Otros ejemplos son los bancos que apoyan una mayor inclusión financiera. El hecho de tener una cuenta bancaria suele ir ligado a una mayor propensión al ahorro, a la creación de un historial crediticio y, por tanto, a poder solicitar una hipoteca para comprar un techo y crear riqueza, o un préstamo para un coche con el que ir a trabajar.

Nuestra economía avanza hacia un futuro sostenible. Seleccionando empresas que utilizan su talento e innovación para ofrecer soluciones, productos o servicios ante los retos de la sostenibilidad, los inversores pueden obtener un "doble dividendo" que comprende tanto la rentabilidad financiera como un impacto positivo en nuestro planeta y en la sociedad. ■



Elena Tedesco

CFA Senior Portfolio Manager
Global Impact Equities de
Vontobel

Uniando retos y oportunidades sostenibles

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU proporcionan un lenguaje común para las empresas e inversores responsables



193 países
firmaron en 2015



17 objetivos y 169 subobjetivos
definen un plan de trabajo concreto



Al año se necesitan entre **5 y 7 billones de dólares** de inversión, hasta 2030



Empresas en el lado correcto del cambio

Los recientes eventos en el entorno mundial han alterado las interacciones de los negocios con sus clientes, empleados e inversores. Este cambio de paradigma ha arrojado una luz clara sobre la relevancia e importancia de las consideraciones ESG en el comportamiento corporativo y dentro de las carteras de inversión. Creemos que, como inversores, tenemos la responsabilidad de promover cambios urgentes y de tomar en cuenta que las cuestiones de sostenibilidad pueden afectar al rendimiento financiero de nuestras inversiones.

La gama STARS de Nordea, en la que están integradas nuestras estrategias de renta variable Global Stars y North American Stars Equity, se caracteriza por tener una verdadera integración de los criterios ESG y por la realización de un análisis exhaustivo para identificar empresas con modelos de negocio sostenibles y responsables. Creemos firmemente que los negocios situados en el lado correcto del cambio tienen más probabilidades de ser los triunfadores del mañana.

El primer paso de nuestro proceso es buscar empresas que presenten «diferencias de expectativas» interesantes, es decir, situaciones en las que el mercado tiene una visión sustancialmente diferente del atractivo de una empresa al que nosotros apreciamos. El siguiente paso es evaluar el posicionamiento estratégico de la empresa, centrándonos en negocios con

ventajas -defensas- competitivas sostenibles. Cuando evaluamos las «defensas» de una empresa, nos fijamos en el impacto de diversos factores de riesgo ESG, que están cuantificados en el modelo de valoración final.

Aunque llevamos a cabo un riguroso análisis fundamental bottom-up, pensamos que el elemento diferenciador clave del proceso de inversión STARS es la integración y análisis de los factores ESG. Los analistas ESG del equipo de Inversión Responsable de Nordea trabajan de la mano con nosotros en todas las etapas y nos brindan unas perspectivas de incalculable valor sobre los posibles riesgos y oportunidades de nuestras inversiones actuales y potenciales.

Cada empresa en la que invertimos, así como cada inversión potencial, se evalúa para verificar si desarrolla su actividad de forma responsable respecto de sus grupos de interés: empleados, proveedores, clientes, inversores, el medio ambiente, la sociedad en su conjunto, entre otros. El equipo analiza si los productos o servicios de la empresa en cuestión están bien posicionados en relación con las megatendencias generales de la sostenibilidad, como el cambio climático o la transición demográfica, y de qué forma incorpora los retos ESG en su modelo de negocio.

Después, nuestro equipo aplica su modelo interno de calificaciones para asignar una nota prospectiva a la empresa que determine si existe una

tendencia positiva o negativa. A cada empresa se le otorga una calificación de A, B o C. Nuestras estrategias STARS, no invierten en ninguna empresa con calificación C.

Creemos que el diálogo activo es una herramienta sumamente potente para propiciar cambios positivos. Antes de entablar un diálogo con una empresa, tratamos de identificar los temas ESG más pertinentes y relevantes. Un buen ejemplo de esta forma de proceder puede apreciarse en la inversión en Kerry Group, el líder mundial en ingredientes alimentarios. Con motivo de nuestro primer contacto en octubre de 2015, nuestros analistas ESG observaron algunas deficiencias en las prácticas laborales dentro de la cadena de suministro agrícola de Kerry. En este punto, se le otorgó a la empresa su primera calificación: B+. Nuestro equipo de Inversión Responsable siguió dialogando con Kerry durante los siguientes 18 meses y constató mejoras sustanciales cuando visitó la empresa en abril de 2017. En este punto, se concedió a Kerry una calificación de A+, la más alta disponible. Kerry sigue formando parte de nuestra cartera actualmente.

Nuestra estrategia Global Stars, esta tiene una contribución 1.7 veces mayor a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU que su índice de referencia¹. Mientras que nuestra estrategia North American Stars tiene una contribución a los ODS, 1.4 veces superior respecto a su índice de referencia². ■

¹ Índice de referencia: MSCI ACWI NR Index al 31.12.2021. Para más información consultar: https://www.nordea.lu/documents/esg---report/ESG-R_GSTEF_eng_INT.pdf/

² Índice de referencia: Russel 3000 NR Index al 31.12.2021. Para más información consultar: https://www.nordea.lu/documents/esg---report/ESG-R_NASEF_eng_INT.pdf/

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.



Johan Swahn

Portfolio Manager y gestor de los fondos de renta variable Global Stars y North American Stars de Nordea



Erradicar la esclavitud moderna: una prioridad para los inversores

Aunque generalmente se encuentra oculta, la esclavitud moderna está presente en muchas cadenas de suministro. “Estas eran condiciones en las que no querrías mantener a tu perro, y mucho menos a un ser humano”. Así es como la policía de Reino Unido describió la realidad de las personas traficadas desde Polonia tras dismantelar la operación de esclavitud moderna más grande descubierta allí.

Una investigación del *Sunday Times* reveló que el 77% de las marcas del Reino Unido, cuando fueron entrevistadas de forma anónima, creen que es probable que exista esclavitud moderna dentro de sus cadenas de suministro. Pero aún peor: la evidencia de organizaciones benéficas y académicas sugiere que la cifra probablemente sea aún mayor. La Organización Internacional del Trabajo (OIT) estima que alrededor de 25 millones de personas en todo el mundo están realizando trabajos forzados. Por tanto, en un esfuerzo por mejorar esos espantosos números, varios

países han promulgado en los últimos años una legislación moderna sobre la esclavitud. Pero la prohibición no es suficiente. Las empresas han de buscar activamente casos internos de trabajos forzados. Entidades como Fidelity International asumen un papel crucial para hacer que la reducción de esta actividad esté en la prioridad de las agendas empresariales, comprometiéndose regularmente con los equipos gestores.

La auditoría de la esclavitud moderna varía según los sectores y las empresas

El equipo de inversión sostenible de Fidelity ha monitoreado de cerca el sector de la confección durante varios años y ha encontrado una imagen mixta. Algunas empresas tienen prácticas sólidas y llevan décadas abordando el problema, pero otras no. En los años 90, las zapatillas deportivas eran sinónimo de fabricación en talleres clandestinos. Gracias a los esfuerzos para hacer frente a esta situación, algunas firmas de calzado y prendas son actualmente líderes en el cuidado de sus cadenas de suministro. Adidas

es un ejemplo de ello, mediante la transparencia con su lista de proveedores globales. Ha establecido procesos para monitorear fábricas, con inmersiones más profundas y controles puntuales en áreas de mayor riesgo, aunque reconoce que no puede cubrir todos los niveles de la cadena de suministro en todos los rincones del mundo.

Pero otras empresas con las que hablamos están menos avanzadas. Boohoo es un claro ejemplo, ya que perdió una cantidad sustancial de capitalización bursátil en julio de 2020 tras las denuncias de explotación en Leicester, Reino Unido. Y no es la única. Las sucursales alemanas de Primark también han experimentado problemas de ventas en los últimos años debido a la mala percepción de las credenciales de sostenibilidad de la marca.

Trabajar con otras gestoras de inversiones

Además de comprometernos con las empresas una a una, hemos unido esfuerzos colectivos. Dentro de un esquema global, el trabajo forzoso sigue siendo más frecuente en la región de Asia-Pacífico, según la OIT. Para ayudar a solucionar este problema, a finales de 2020 Fidelity se convirtió en miembro fundador de *Investors Against Slavery and Trafficking*, una coalición con activos bajo gestión de más de 4 billones de dólares que interactúa con empresas con sede en Asia. También formamos parte de *Find It, Fix It, Prevent It* en el Reino Unido, otra coalición de gestoras de fondos que trabajan con empresas para ayudarlas a desarrollar procesos que erradiquen la esclavitud moderna en sus cadenas de suministro.

Otro foco se encuentra en el sector Horeca. Estamos liderando el compromiso en el país británico para que se produzca la supervisión necesaria en una cadena de comida rápida con respecto a la esclavitud moderna por parte de sus proveedores. Inicialmente, presionamos a la empresa para que fuera más allá de sus proveedores directos y mejorara su conocimiento de lo que sucede con los que se encuentran más arriba en la cadena de valor. Le aconsejamos que aprovechara la oportunidad de ejecutar su propio programa de auditoría de proveedores para aumentar la información que obtiene de terceros. Desde entonces, la cadena de comida rápida ha actualizado su declaración sobre la esclavitud moderna. Ha comenzado una “inmersión profunda” con sus proveedores.

La lucha contra la esclavitud moderna será larga y dura. Las empresas le deben a la humanidad buscar problemas en sus cadenas de suministro y ser transparentes sobre lo que encuentran y cómo lo abordan. Los inversores también tienen el deber de fomentar y apoyar estas actividades. ■



Jenn-Hui tan

Responsable global
de inversión sostenible en
Fidelity International

JAVIER RUIZ VILLABRILLE |

Country Manager para Iberia de Flossbach von Storch

«Cuidamos patrimonios e invertimos desde el sentido común»

Ruiz Villabrille cuenta con una experiencia que supera los 20 años en la gestión de equipos y negocios de la industria de gestión de activos, haciendo de su perfil de esos que llaman la atención. Comenzó su carrera en la aseguradora La Mondiale Vida en el departamento actuarial, pasando por DWS, por Dexia (ahora Candriam), y desde 2016 se une a Flossbach von Storch para dirigir la oficina española. Desde entonces se ha volcado en ofrecer un servicio integral a sus clientes, creando alianzas sólidas, desarrollado el negocio ibérico. Es economista por la Universidad de Zaragoza y Master por Instituto de Empresa. Comenta que su trayectoria profesional le ha dado la posibilidad de comprender cómo funciona el mundo, al ser "homo economicus", así como trabajar en un ambiente internacional que le ha llevado a conocer nuevas culturas y países. Una de sus preocupaciones personales es el mundo que está quedando para sus hijos, con un clima más polarizado e intolerante...

 POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

Flossbach von Storch Invest es uno de los gestores independientes líderes en Alemania, fundada en 1998 por Bert Flossbach y Kurt von Storch y que siguen al frente de la compañía. Originalmente la compañía estaba especializada en la gestión de activos privados, aunque en nuestros días están claramente identificados por su enfoque multiactivos. Gestionan más de 80.000 millones de euros bajo unos principios que son su piedra angular: diversificación, flexibilidad, calidad, solvencia y valor.

Se caracteriza no solo por ser **independiente en cuanto a propiedad**, sino también por mantener **independencia de criterio en su forma de actuar**. "Desde la humildad que nos da el ser conscientes de que no tenemos la bola de cristal, aplicamos el sentido común, sabiendo que no se puede acertar siempre", añade el directivo. Y destaca que **su filosofía de inversión está orientada a evitar grandes errores**, consiguiendo que sus inversores consigan rentabilidades apropiadas al plazo que se den y que, por el camino, estén tranquilos.

Ante un escenario tan volátil, los productos multiactivos siguen siendo la alternativa

Si bien la renta fija ha sido la gran olvidada en los últimos años, Ruiz recuerda que sigue teniendo su papel importante en la construcción de carteras. Enfatiza que es una clase de activo que tiene que ser abordada de manera mucho más activa que antes. "Probablemente buy&holds estará muerto durante muchos años, pero eso no quiere decir que no podamos ganar dinero invirtiendo en bonos o que la renta fija no pueda seguir equilibrando el





riesgo de las carteras”, expone Ruiz. A lo que añade que si bien es cierto que la mayor parte del presupuesto de riesgo de que “dispongamos” debemos dedicarlo a la renta variable, invirtiendo en acciones de compañías de calidad, que es sin duda la mejor opción.

De ahí que los productos multiactivos hayan sido el centro del enfoque de la gestora desde 1998, ya que al invertir en diferentes clases de activos se mitigan las fluctuaciones, satisfaciendo las diferentes necesidades de los inversores con lo que la gestora germana cuenta con diferentes estrategias y con diferentes clases de riesgo.

Una industria que estará configurada por el canal preferido por el inversor

En sus más de 20 años en la industria, Ruiz comenta que es difícil pensar qué no ha cambiado en este periodo y diserta que la humanidad ha venido evolucionando desde el principio de los tiempos, pero la tecnología ha hecho que ese cambio se acelere de manera exponencial en los últimos años.

Argumenta que la industria financiera y de gestión de activos no es ajena a esa tendencia, siendo el aspecto más relevante la disponibilidad de información y la accesibilidad de los distintos mercados. Sin embargo, comenta que donde no se ha avanzado demasiado es en la visión que la mayoría de la gente tiene sobre la inversión financiera, “en general, se sigue viendo como un juego de azar donde solo gana la banca”.

Añade que la industria está en un **momento interesante**, en el que **se van definiendo el equilibrio entre los distintos actores: las fábricas, la distribución y los asesores**. El rol y el peso de cada uno de ellos ha ido cambiando y creo que en los próximos años asistiremos a muchos más cambios, y “la clave estará en qué canal acabará siendo el preferido del inversor, si se inclinará por un asesoramiento “humano” o si se fiará de una app que le aconseje o directamente gestione su patrimonio, en función de toda la información que tiene del usuario”.





» Según plantea Ruiz, la **tecnología** puede tener **usos positivos en todos los niveles de la cadena de distribución e inversión**. Puede ayudar a dar acceso a través de apps, puede aplicarse en el proceso de perfilación del inversor y, finalmente, puede incluso automatizar la gestión. Todo eso es posible, pero “no quiere decir que necesariamente tengamos que quitar la intervención humana en todos los niveles”. Sin ir más lejos, “el uso intensivo de herramientas cuantitativas en gestión puede generar ineficiencias”.

Uno de los mayores retos a los que se enfrentará la industria en la próxima década será un problema demográfico, que llevará aparejado la necesidad de **cambiar los hábitos de ahorro e inversión**, manteniendo un equilibrio financiero tanto a nivel individual como para el conjunto de la sociedad.

Toca el punto de la **presión de márgenes, que hace necesario encontrar economías de escala**, y que el proceso de consolidación entre las gestoras más generalistas continúe. Sin embargo, considera que “hay sitio para acto-

res más especializados o con una propuesta claramente diferencial y de valor, permitiendo mantener márgenes más altos”.

Ante este escenario Flossbach von Storch, fundada como gestora de patrimonios, basa su misión en “cuidar” el dinero que les han confiado, invirtiéndolo de manera que cumpla con los objetivos que se haya marcado cada cliente.

Y como con la tecnología, algo parecido puede pasar con los ETFs. Pueden ser instrumentos muy útiles, pero su uso generalizado tiene también sus desventajas.

Respecto a la manera de invertir de millenials y, más bien, post-millenials, “me preocupa un poco cómo abordan la inversión, ya que tengo la impresión de que tienen un enfoque especulativo, casi lúdico, demasiado fuerte”. Y termina puntualizando que pudiera ser que no tienen claro que invertir en una empresa requiere conocerla, estudiarla, **“el ambiente de una sala de gestión se parece más a una biblioteca que a una sala de juegos”**. ■



Elige una nueva ruta de inversión

con las Carteras *Master*

Cuando invertimos, planificamos cómo llegar a nuestro destino.

En CaixaBank **te acompañamos en el viaje**, combinando la gestión, análisis y supervisión de CaixaBank Asset Management y el *expertise* de gestoras internacionales.

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



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



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



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

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

Transformemos juntos nuestra *sociedad*

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



Entra en nuestro metaverso y descúbrelo.



son marcas de Telefónica