

- Una hora con Reyes García-Reol, La Française AM
- Más allá del Ibex, Greenergy
- Entrevista a Jamie Hammond, iM Global Partner

RENDA VARIABLE, ILÍQUIDOS Y TEMÁTICOS:

Tres activos “elegidos”  
por los selectores  
para el largo plazo



# Fondos de Rentas

## Para el futuro que desea

**En Invesco miramos hacia el futuro.**

Descubra nuestra gama de soluciones para la generación de rentas, diseñadas con el fin de ayudarle a superar los retos de hoy y del mañana.



**Escanee el código para más información**

# En busca de los líderes del futuro

**E**stamos en un momento de incertidumbre que está poniendo en jaque las previsiones para este año. La guerra en Ucrania ha provocado una caída en las previsiones de crecimiento al tiempo que ha elevado los niveles de inflación a niveles no vistos en décadas. Una situación agravada, además, por una economía china que sigue intentando controlar la pandemia con varias grandes ciudades confinadas con su derivada correspondiente en los suministros. En este entorno los Bancos Centrales han dejado claro que harán lo posible por evitar que la inflación perjudique a las economías mientras miran de reojo al crecimiento económico.

En este entorno, en el que las yields de los bonos han vuelto a repuntar, la deuda pública de algunos países comienza a ser atractiva. Aunque los expertos aseguran que el activo que sí o sí hay que mantener en cartera, a pesar de las previsiones, es la renta variable. Un mercado que, tal y como decía Bestinver en su última cara trimestral, "es el único que pierde clientes en época de rebajas. Pero las mejores oportunidades se gestan en momentos como este". Con compañías que se negocian a descuentos del 20-30% y que siguen teniendo negocios sólidos, con poder de fijación de precios y que ganarán mucho dinero en próximos años.

Aunque la mayor preocupación entre los inversores sigue siendo la inflación, y cómo cubrir las carteras para evitar que merme los beneficios futuros, en la industria consideran que el mayor error sería no aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado. Porque la rentabilidad a largo plazo dependerá de las decisiones que se tomen hoy. Y aquí, el sector energético, tiene mucho que decir. ■

Que tengan feliz trading



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

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

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



MAYO 2022 | N° 38



# CONTENIDOS

Renta Variable, ilíquidos y temáticos: tres activos "elegidos" por los selectores para el largo plazo  
*Reportaje por Silvia Morcillo*

6

Macroeconomía  
*Por Ramón Bermejo*

18

ASEAFI  
*Alternativos sí, pero ¿cuáles?*

32

Entrevista gestor  
*Goldman Sachs*

36

Una hora con Reyes García-Reol  
*La Française AM*

40

Ranking de Fondos  
*Por Consuelo Blanco*

48

Fondo a examen  
*DWS Concept DJE Alpha Renten Global LC*

50

Más allá del Ibex  
*Grenergy*

52

Entrevista final a Jamie Hammond  
*iM Global Partner*

64





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

## Nuestro enfoque Active 360°

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



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

# Renta variable, ilíquidos y temáticos: tres activos “elegidos” por los selectores para el largo plazo

Mercados e inversores se encuentran con muchas dudas sobre lo que va a pasar a nivel económico y bursátil en los próximos meses. Cuando el fantasma de la recesión pesa sobre la economía global en un entorno de inflación al alza y las subidas de tipos (al menos en EEUU) son un hecho, es momento de ser consistente con la inversión. Renta variable, temáticos, ilíquidos y algo de renta fija siendo muy selectivos son algunos de los activos “ganadores” en este entorno. Estas son algunas de las conclusiones del evento que Asset managers celebró el pasado mes de abril patrocinado por Singular Bank y donde los selectores fueron el objetivo de las preguntas de más de diez gestoras.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Las previsiones para el conjunto de 2022 se han ensombrecido a causa de una inflación que parece que es menos transitoria y más estructural de lo que inicialmente pensaban los mercados y bancos centrales y por la guerra en Ucrania. Todo en un momento de normalización de la política monetaria de los Bancos Centrales para intentar evitar, al menos en EEUU, que el incremento de los precios produzca un sobrecalentamiento de la economía. **Carlos Farrás, miembro de la junta directiva de ASEAFI** estima que los tipos terminarán el año en torno al 3% en EEUU y en el 1,5% en Europa aunque “la pregunta es cuánto está



descontado por los mercados”. Todo en un momento en que la inflación es el principal enemigo y donde el asset allocation es más importante que nunca.

Porque crecimiento este año habrá, dicen los expertos, aunque más bajo del estimado. “Para nosotros el papel de los Bancos Centrales será clave para entender bien que la variable principal es el componente de la inflación pero teniendo controlada la del crecimiento. Además, el tono que usen los bancos centrales será clave a la hora de crear una cartera porque ya se ven niveles de TIR interesantes para subir duración o entrar en deuda pública”, asegura **Francisco Lomba, analista de inversiones de AFI**.



Y es que en un entorno donde la principal certidumbre es que hay incertidumbre, “la principal duda de los clientes de renta fija es cómo puede afectar la inflación y, los de renta variable, dónde veremos recortes. ¿La respuesta? Si tienes una cartera bien construida a medio y largo plazo, los fundamentales a pesar de las correcciones siguen vigentes y deberías estar menos preocupado”, admite **Victoria Torre, responsable de producto de Singular Bank, patrocinador del evento.**

La estrategia en renta fija se debe basar, dicen los expertos, en que genere carry porque “pensamos que la inflación es más estructural de lo que pensamos, por un tema de desglobalización que hay en el mundo.

Seguimos en duraciones bajas, en deuda corporativa básicamente. Vemos oportunidades en renta fija emergente, principalmente en Asia, donde estamos incorporando posiciones de fondos concretos de deuda corporativa y, en la parte de Estados Unidos, estamos hedgeados ante la fortaleza del dólar”, reconoce Farrás.

En la parte de renta variable, “este año no hemos bajado peso, mantenemos la neutralidad frente a nuestro benchmark con un enfoque en el temático a medio y largo plazo”, dice Lomba, especialmente en un entorno donde las expectativas de rentabilidad son más interesantes. Farrás reitera las oportunidades que están encontrando en»



De izquierda a derecha: **Francisco Lomba** (AFI), **Victoria Torre** (Singular Bank), **Carlos Farrás** (ASEAFI) y **Silvia Morcillo** (Asset Managers).

» Asia, en algunas compañías europeas y en EEUU “me cuesta más por un tema de valoraciones encontrar buenas oportunidades aunque tampoco dejamos de “picar” cosas allí”. Aunque en este entorno hay una cosa clara: las compañías con poder de fijación de precios y que pueden trasladar el incremento de la inflación a su clientes tienen más posibilidad de mejorar sus beneficios. Y en un entorno en el que subirán los tipos, sí o sí, “la gestión activa se tiene que poner en valor porque hay mucha disparidad”.

¿Qué papel jugarán los ilíquidos? Desde Singular Bank reconoce que no son activos para todas las carteras pero “cuando hablamos de descorrelacionar las carteras, también se puede hacer con cosas muy líquidas como activos alternativos que son líquidos: materias primas, arbitraje de deuda, fondos even driven...”. Una idea que comparte AFI que cree que estrategias long short equity, market neutral e incluso alguna estrategia de volatilidad están yendo bien aunque no se pueden mantener mucho tiempo en cartera.

## Ilíquidos, sostenibilidad, megatendencias y asesoramiento independiente: Cuatro temas que preocupan a las gestoras

Pero ¿cuál es el peso que dan los selectores a los activos ilíquidos y qué estrategias están funcionando mejor? El experto de AFI reconoce que para clientes muy conservadores, con un peso del 5-10% en renta variable, “máximo tenemos un 10% de exposición a estos activos y como sustituto de la renta fija. Sí tenemos algún cliente institucional que nos ha dado un mandato de gestión alternativa líquida donde el objetivo es descorrelacionar con el resto de mandatos que tiene y ahí tenemos incorporados a cartera estrategias de long short equity, market neutral, volatilidad....Depende del perfil de riesgo del cliente y los solemos incorporar en carteras donde no vemos opción en renta fija”.

Un activo que todavía está poco desarrollado en nuestro país a razón de una regulación que complica más si cabe su crecimiento. “Nosotros tenemos un producto ilíquido»

# ¿Impulsar la transición al vehículo eléctrico? Aceptamos el reto.



Como verdaderos especialistas en gestión activa, no nos da miedo abordar ningún frente. Colaboramos con otros inversores que realizan un ejercicio activo de su titularidad accionarial y con la industria de la automoción para velar porque esta se oriente hacia la fabricación de vehículos eléctricos. Nuestra prioridad es mejorar las cosas, tanto para el planeta como para su cartera de inversión.

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

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

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



**ROBECO**  
The Investment Engineers

Con los expertos en inversión sostenible  
**ROBECOSAM**

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

» con unas ventanas para poder entrar ó salir pero para poder comprarlo el inversor tiene que declararse profesional y a partir de ahora, no sólo tendrá que conocer el producto sino demostrarlo. Una inversión que sí tiene sentido pero debería tener algo más de facilidad a nivel regulatorio”, reconoce la experta de Singular Bank.

Aunque si se habla de regulación, el gran reto que tiene por delante la industria tiene que ver con la sostenibilidad. Desde el mes de agosto, si no se produce ningún cambio en las próximas semanas, todos aquellos inversores minoristas que quieran contratar o recibir asesoramiento profesional en relación a un producto financiero tendrán que responder una pregunta sobre sus preferencias en materia de sostenibilidad en un test de idoneidad. El objetivo que tiene el regulador es que el conocimiento sobre los activos ESG por parte de los clientes sea más elevado. Desde ASEAFI reconocen que a nivel institucional está claro el interés en estos activos - porque viene marcado por su política de inversión - pero por parte del particular “no es tanta la demanda aunque si pueden ganar dinero en activos que hacen bien a la sociedad lo hacen”, dice Farrás que

asegura que la tendencia es muy positiva pero quedan muchas cosas por hacer.

Pero ¿están cambiando sus estrategias las firmas de análisis para adaptarse a los cambios que llegarán en los próximos meses? Desde AFI aseguran que en la parte institucional están en un proceso de cambio de análisis de las carteras sobre todo para intentar adaptar según la nueva normativa aunque Farrás define estos cambios como un “drama” porque “por un lado tengo que preguntar al cliente su preferencia ESG pero no me dicen qué tengo que preguntar. En base a su respuesta tenemos que ver cómo lo recogemos y qué límites ponemos para hacer la cartera. Cuando construimos la cartera, tener una herramienta que nos diga qué tan sostenible es nuestra cartera, implementarlo y que el cliente entienda y lo firme. Esto nos pone bajo algo que no sabemos cómo gestionar”.

Esto conlleva un incremento de costes que vuelve a reabrir el debate sobre el futuro del asesoramiento independiente. Un coste extra “que tendrán las ESI o EAF más pequeñas, que además tendrán que tirar mucho más del servicio de las gestoras a la hora de crear carteras para adaptarse a»



Selectores y gestoras durante el evento.

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

## Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

### Riesgos a tener en cuenta:

#### Riesgos relacionados

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

#### Riesgos de inversión

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

#### Perfil del inversor

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

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



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

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

01.22 | J32084\_ES | 4335399



» la nueva normativa”, dice Lomba. Y es que “como cada vez es más complicado regulatoriamente, vas a asesorar al que tenga más patrimonio”, asegura Farrás que cree que las más pequeñas tienen que “buscar su valor añadido, su diferenciación para que la gente que quiera eso, les busque. Es verdad que como empresa regulada tienes que tener un mínimo para que salgan los números pero creo que hay hueco para todo el mundo”.

Como parte de la gestión de carteras, la inversión temática en megatendencias es parte core para los selectores. El experto de AFI asegura que dentro del Asset Allocation en renta variable “el 70% son fondos temáticos, más allá de que podamos incorporar una estrategia más europea o con un componente más value en cartera (...) Ahí nuestra labor es entender bien el proceso de inversión del fondo, no ya los criterios clásicos de un fondo de gestión

activa sino también el componente temático, por qué selecciona determinadas compañías y cómo tienen que ver con la temática además de ver el solapamiento de compañías con el fin de evitar correlaciones”. Una opinión que comparten desde Singular Bank “donde la inversión en megatendencias es tan core que incluso en la parte de renta fija corporativa también estamos enfocados a tendencias que pueden ser interesantes. Además de la correlación en cartera es interesante ver temas que sean más sostenibles en el futuro” pues actualmente hay algunas tendencias con un buen storytelling pero con un mercado muy pequeño o con exposición a grandes compañías tecnológicas no tan alineadas con esa temática. Al final el riesgo es meter un fondo con un tema muy vendible (envejecimiento de la población, isports, 5G...) “pero sin un universo invertible suficiente como para que las gestoras puedan escoger, admite Farrás”. ■



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



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



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

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

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

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



# Una “combinación” de adversidades

Los mercados financieros se enfrentan ahora a un “cóctel” de efectos adversos: la perspectiva de una fuerte desaceleración de la industria, la fuerte valoración de los mercados de renta variable y el continuo endurecimiento de las políticas monetarias convencionales y no convencionales. Esta combinación rara vez se “digiere” sin fases de tensión sobre los activos riesgos.

Las publicaciones económicas más recientes pueden dar la impresión de una resiliencia de las economías frente a la guerra en Ucrania y la situación sanitaria en Asia. Sin embargo, creemos que no debemos ser complacientes en tres aspectos. En primer lugar, los indicadores más adelantados sugieren una posibilidad de recesión en la industria mundial. En segundo lugar, es probable que la normalización de los tipos de interés pese sobre el sector inmobiliario y la renta variable, con el riesgo de que un efecto negativo en la riqueza eventualmente cause un ajuste en el consumo en Estados Unidos. Por último, aumenta la presión sobre los bancos centrales, que se enfrentarán a una esquizofrenia cada vez mayor entre los riesgos a la baja sobre el crecimiento y los riesgos al alza sobre la inflación.

Las últimas encuestas de coyuntura han demostrado que los índices de clima empresarial se mantienen en general en niveles altos, ya sea en la construcción, los servicios y la industria. Sin embargo, cuando echamos un vistazo más de cerca a las encuestas de los industriales, los

componentes más avanzados sugieren una fuerte desaceleración en la industria. En Alemania, el componente de anticipación de la encuesta IFO de industria muestra una fuerte disminución en el clima de negocios en la zona euro. En Estados Unidos, la reducción de la brecha entre los componentes de Pedidos e Inventarios de la encuesta ISM también envía una señal negativa. Un punto no marca la tendencia, pero estos indicadores más adelantados sugieren una posibilidad de recesión en la industria mundial.

El principal “eslabón débil” en la economía estadounidense es el efecto riqueza y, más precisamente, la vulnerabilidad de los activos inmobiliarios y acciones a la inflación persistente y al aumento de los tipos de interés.

El aumento de los tipos de interés desencadena una tensión sin precedentes en las tasas hipotecarias de casi 200 pb en 3 meses. Esta tensión de bonos provocará una caída en las ventas de viviendas en los próximos meses que podría alcanzar el 30%. Luego, con un retraso adicional, la disminución en los volúmenes de ventas conducirá a una contracción en los precios del sector inmobiliario de al menos 15%.

Además, las acciones estadounidenses se están volviendo cada vez más vulnerables a la inflación persistente:

- Por un lado, la normalización del crecimiento combinada con el aumento de los salarios debería causar un “squeeze” de los márgenes.

Nuestro modelo para estimar las ganancias a partir de variables fundamentales de crecimiento / salarios / tipos de interés indica un crecimiento cero de EPS en EE. UU. en 2023.

- Por otro lado, nuestro modelo de valoración “fundamental” de las P/E americanas revela una sobrevaloración actual del orden del 40% ligada a la inflación subyacente. De hecho, en principio, la persistencia de la inflación lleva a los inversores a exigir una prima de riesgo adicional que, en última instancia, pesa sobre la valoración. Sin embargo, se espera que esta brecha de valoración se reduzca a medida que la inflación se desacelere. En forward, con vencimiento en diciembre de 2024, esta brecha de valoración sería de solo el 10% si la inflación subyacente se reduce al 2,5%. En otras palabras, la valoración de la renta variable solo se justifica si hay una fuerte caída de la inflación. Sabiendo que el riesgo siempre es alcista en la inflación, por lo tanto, es bajista en la renta variable.

Por último, la guerra en Ucrania y la crisis sanitaria en Asia han exacerbado aún más las presiones inflacionistas. Nuestro indicador propio que mide las tensiones de las cadenas de suministro muestra que los cuellos de botella no han disminuido. Frente a la persistente inflación, la presión sobre los bancos centrales está aumentando necesariamente para acelerar el ajuste monetario. En un entorno menos favorable al crecimiento, los banqueros centrales pueden tener cada vez más dificultades para justificar sus decisiones ante los inversores, acostumbrados a los bancos centrales que alguna vez fueron más conscientes del crecimiento.

En conclusión, los mercados financieros se enfrentan ahora a un “cóctel” de efectos adversos: la perspectiva de una marcada desaceleración de la industria, la fuerte valoración de los mercados de renta variable y el continuo endurecimiento de las políticas monetarias convencionales y no convencionales. Esta combinación rara vez se “digiere” sin fases de tensión sobre los activos de riesgo. ■

---

*Groupama Asset Management y sus filiales declinan toda responsabilidad en caso de alteración, distorsión o falsificación a la que pueda estar sometido este documento. Cualquier modificación, uso o difusión no autorizada, en su totalidad o en parte, de cualquier manera está prohibida. Todos los inversores deben leer el folleto o el documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) del CIU antes de invertir. Estos y otros documentos periódicos se pueden obtener de forma gratuita a petición de Groupama AM o en [www.groupama-am.com](http://www.groupama-am.com).*

*Este material no contractual no constituye una recomendación, una solicitud de una oferta o una oferta de compra, venta o arbitraje, y no debe interpretarse como tal. Los equipos comerciales de Groupama Asset Management y sus filiales están a su disposición para permitirle obtener una recomendación personalizada.*

*Publicado por Groupama Asset Management – Oficina central: 25 rue de la ville l'Évêque, 75008 París – Sitio web: [www.groupama-am.com](http://www.groupama-am.com)*



**Christophe Morel**

Economista Jefe de Groupama  
Asset Management



## El aplanamiento de la curva de tipos genera preocupación entre los inversores

**T**radicionalmente las subidas de tipos han sido un mecanismo efectivo usado por los bancos centrales para controlar la inflación y así lo estamos viendo de nuevo. El pasado 16 de marzo la Reserva Federal dio el primer paso realizando una subida de tipos de 25 puntos básicos, a la que acompañarán, si las expectativas de los mercados se cumplen, al menos otras 8 subidas de tipos, dejando la tasa de interés en el 2,50% a finales de año, casi en el 3,25% en 2023.

Consecuencia de ello, en Estados Unidos, el bono a 3 años ha pasado del 1,62% al 2,68%, descontando mayores subidas de tipos de las inicialmente estimadas. El bono a 10 años, por su parte, pasaba del 1,82% al 2,88%. Estos movimientos han provocado un aplanamiento de la curva, e incluso una inversión de algunos tramos de esta, a comienzos de este mes de abril.

Recordemos que la pendiente de la curva es la figura que surge de monitorizar los diferentes puntos de emisión de deuda de un país; que suelen financiarse mediante la emisión de letras a corto

plazo y bonos con vencimientos progresivos de 2, 5, 10 y 30 años habitualmente. El tenedor de un bono a corto plazo recibe un tipo cercano al tipo de interés del dinero, como norma general, y a medida que sube el plazo, exige una prima por mayor incertidumbre. Esta “prima temporal” está afectada por variables como la inflación esperada en el período que erosiona la rentabilidad del bonista, o de las expectativas de crecimiento del país o de la senda de control presupuestario. Por ello, la curva de tipos nos ayuda a entender la relación existente entre cómo las políticas monetarias, que influyen en el extremo corto de la curva, están afectando a las futuras dinámicas de crecimiento e inflación previstas, que influyen en el extremo largo de la curva.

La situación habitual, por tanto, suele ser la de curvas con pendientes positivas. A partir de ahí, entran en juego los bancos centrales con su manejo de los tipos de interés en su intento de controlar el crecimiento y la inflación. De media, los tipos son más elevados a largo plazo que a corto, ya que siempre existe una prima de riesgo de inflación a largo plazo. Sin embargo, en momentos de mayor auge económico, la inflación tradicionalmente ha

hecho aparición (crecimiento económico implica mayor creación de empleo, menor tasa de desempleo y un incremento de los costes laborales y de servicios) y los bancos centrales endurecen las condiciones monetarias subiendo tipos de interés para tratar de contener este sobrecalentamiento. En el momento en el que los tipos comienzan a subir, la parte corta de la curva absorbe esos movimientos y comienza a subir en consonancia.

Tradicionalmente, inversiones de la curva son un predictor fiable de una futura recesión en los próximos meses, pero en ocasiones puede pasar hasta más de un año para que se produzca. Así se detalla en uno de los informes del servicio de estudios del banco de San Francisco (Michael D. Bauer, Thomas M. Mertens 5 marzo 2018) que analiza las recesiones vividas en Estados Unidos desde 1955, las cuales han sido precedidas en un plazo de 24 meses por una inversión de la curva. Tan solo en una ocasión, en los años 60, a pesar de la contracción económica, se consiguió evitar la entrada en recesión. El informe detalla que el tiempo medio de entrada en recesión puede ir desde los 6 meses hasta los 2 años desde la inversión de la curva de tipos.

Desde luego, no podemos obviar este tipo de información tan relevante para el mercado, pero tendríamos que matizar y añadir ciertas consideraciones a este evento. En primer lugar, como hemos visto, no es un indicador 100% fiable ya que en los años 60 no se cumplió la recesión, aunque la desaceleración macroeconómica fue importante. En segundo lugar y evidentemente, cada época es diferente y cada recesión tiene sus orígenes; no deberíamos mezclar recesiones motivadas por las crisis del petróleo de los 70, con la explosión de la burbuja tecnológica de principios de milenio o la importantísima crisis financiera del 2008. Aunque en cada uno de estos períodos la parte larga de la curva actúa como activo refugio e invierte la curva en consecuencia.

Desde Welzia seguimos atentos al aplanamiento de la curva de tipos. Creemos que la parte corta de la curva ha subido mucho y muy rápidamente, y debe refrendarse con las subidas de tipos en el futuro; es decir, la FED tiene que hacer frente a estas expectativas, y subir de forma agresiva durante los próximos 12 a 18 meses, veremos si durante el camino la inflación o el crecimiento económico da muestras de moderarse y en ese caso, si la reacción de la FED sigue siendo tan agresiva. Si se produce o no se produce una recesión, tendrá más que ver con la reacción del consumidor a las alzas de precios, que al movimiento de un activo en manos de los bancos centrales. ■



**Miguel Uceda**

Director de Inversiones de  
Welzia Management

---

\* Datos con fecha 20 de abril del 2022,

# El escenario de escalada energética derivado de la invasión de Ucrania expone a Alemania y a Europa a un riesgo elevado de Recesión

**T**al como nos recordó Bloomberg el pasado viernes 29 de abril, el gobierno alemán tuvo que hacer frente en 2018 a un simulacro de escasez masiva de gas natural. Con los riesgos reales que actualmente se ciernen sobre Alemania, la experiencia pasada debería ser aleccionadora.

En solo unas semanas, Alemania podría tener que hacer frente al mismo dilema que Polonia y Bulgaria encontraron hace unos días: pasar por el aro de Putin y continuar financiando la invasión de Ucrania (denominada eufemísticamente por el aparato de propaganda de Putin como “operación militar especial”) y pagar el gas ruso en los términos que Vladimir Putin ha impuesto unilateralmente en un decreto ilegal, violando así de manera efectiva las sanciones europeas impuestas a Rusia o ver al Kremlin cerrar el grifo del gas.

No aceptar comprar más gas ruso suena como un eslogan político brillante, pero la realidad es que va a infligir un daño económico incalculable para Alemania. Tal como señala Javier Blas, analista de energía y materias primas de Bloomberg: “No lo tratemos de edulcorar: la recesión será brutal.

Al repasar las lecciones del 2018 y hablar con los funcionarios del gobierno alemán que gestionaron aquel simulacro de escasez de gas, no quisiera estar en los zapatos del canciller Olaf Scholz.”

Putin, que no le está yendo bien sobre el campo de batalla por el apoyo militar crucial que la OTAN le está prestando a Ucrania, sigue jugando una mano brillante en el mercado energético, explotando las debilidades de años de política europea miope. En este momento, Alemania solo puede elegir entre malas opciones y peores opciones. Tanto Berlín como Moscú están empuñando el arma de gas, solo que a diferentes velocidades. Alemania tiene la intención de dejar de comprar gas ruso con el tiempo, tal vez para 2024, y mientras tanto, buscar suministros adicionales y construir la infraestructura necesaria para importar gas natural licuado de EE.UU. y Oriente Medio.

Rusia está haciendo lo contrario: empuñando el arma ahora. A estas alturas, Putin en la práctica ha cancelado su negocio de gas con Alemania. Ya sea en cuatro semanas o en 24 meses, Rusia sabe que no venderá energía a Berlín a menos que en Rusia tenga lugar una reedición de la operación Valkiria consistente en que el círculo cercano a

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



Putin incómodo por las sanciones y asqueado y horrorizado por tanta muerte y dolor en ambos bandos detengan, y pongan a disposición judicial a Putin y esto suponga un verdadero cambio en la política exterior hostil del Kremlin hacia Occidente.

El Kremlin ha dicho a sus clientes europeos de gas que, si quieren continuar recibiendo gas ruso, tienen que pagarlo a través de una cuenta en Gazprombank, un prestamista controlado por el estado ruso. El pago implica un proceso de dos pasos con dos cuentas, una en euros y otra en rublos. El primer paso es un pago en euros; el segundo es su conversión en rublos para la cuenta del cliente. Solo después de que se complete esa conversión, que técnicamente afecta al banco central ruso, el pago se considera completado.

Alemania, y Francia e Italia, nunca tuvieron la intención de imponer un embargo al gas ruso. Las sanciones al banco central consistían en impedir que Putin tuviera acceso a miles de millones de dólares en reservas en divisas, no en detener los pagos de gas. Pero Putin ha cambiado la mesa: ahora está usando las sanciones de la UE en su contra al obligarlos a hacer negocios con el banco central en rublos.

Si Berlín, París y Roma permiten que los pagos continúen, estarían mostrando su propia hipocresía, abriendo una grieta que avanzaría en la estrategia política del Kremlin de dividir y conquistar. También mostrarán que la UE está preparada para continuar pagando miles de millones de euros cada semana a Rusia, apoyando el rublo y subsidiando a sus fuerzas armadas invasoras. Peor aún, no será la última concesión. Putin aprovechará la debilidad del gas para obtener más. Ahora son los pagos en rublos; mañana podría tratarse de revertir las sanciones o la ayuda militar a Ucrania.

Tampoco es un problema a corto plazo. Si Alemania logra con el tiempo encontrar reemplazos para el gas, será a un precio»



## Ramón Bermejo Climent

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

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA SEMANAL DEL ÍNDICE NASDAQ 100



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

» mucho más alto. La era del gas ruso barato que alimentaba la economía alemana ha terminado (a menos que consiga de Argelia un proveedor fiable a precios razonables). Las empresas alemanas de uso intensivo de energía, como sus gigantes químicos, no podrían competir en el mercado global. Alemania enfrentará dolorosas decisiones sobre el futuro de su economía industrial.

Al apuntar primero a Polonia y Bulgaria esta semana, Putin demostró que no está mintiendo. Varsovia y Sofía no compran mucho gas ruso. De los aproximadamente 155.000 millones de metros cúbicos que la UE compró el año pasado a Rusia, Polonia representó unos 10 bcm [i.e., millardo de metros cúbicos de gas natural o kilómetro cúbico de gas natural (km<sup>3</sup>), que se suele abreviar con las siglas en minúsculas bcm (del inglés billion cubic metres) es una medida de la cantidad de gas natural producido o transportado] y Bulgaria 3 bcm. Este cierre le cuesta a Rusia muy poco en términos de pérdida de ingresos pero envía un mensaje claro a Alemania.

Scholz se enfrenta por tanto a un terrible dilema. Hemos argumentado que los europeos las importaciones de gas son hipócritas pues con ello se financia la maquinaria militar del Kremlin dejando a la UE a merced de Moscú. No veo cómo Scholz tiene otra opción que detener los pagos a fines de mayo y enfrentar las consecuencias. Se acabó el tiempo.

**Conclusión:** junto al riesgo de escalada militar tenemos delante y muy próxima en el tiempo el riesgo de escalada energética donde la nación más vulnerable y expuesta es Alemania ante un potencial cierre del grifo del gas ya que el 35% de su gas natural es de origen ruso después de comenzar a diversificarse incluso antes de que comenzara la guerra, por tanto, dada la dependencia de la industria pesada de Alemania en el gas ruso, cualquier interrupción representaría un lastre significativo para el crecimiento económico. Alemania y Europa podrían estar precipitándose hacia una interrupción repentina del gas ruso, un escenario que

desencadenaría un racionamiento energético, una mayor inflación y una profunda recesión. Europa depende del gas ruso para una quinta parte de su generación de electricidad, y una interrupción podría afectar rápidamente a todo el continente. Los niveles de almacenamiento se encuentran actualmente en solo 32% de la capacidad, en comparación con el objetivo de al menos 80% necesario para mantener los hogares con calefacción y las fábricas en funcionamiento durante el invierno. Vladimir Putin ha decretado que los clientes de gas en Europa paguen en rublos, lo que la UE dice que viola las sanciones y ha pedido a las empresas que sigan pagando en euros, dejando que el Kremlin lo rechace o acepte. Si bien el bloque apunta a reducir su dependencia del gas ruso en dos tercios este año, una detención abrupta llegaría demasiado pronto. Incluso sin el racionamiento energético, la economía de Europa está en un terreno inestable. La eurozona creció un 0,2% más lento de lo esperado en el primer trimestre, lo que refleja una contracción en Italia, un estancamiento en Francia y una débil expansión en España. Alemania evitó por poco una recesión. Uniper, el mayor importador de gas ruso de Alemania está buscando una solución que le permitiría abrir una cuenta en euros en Rusia y permitir que los fondos sean convertidos por Gazprombank, uno de los pocos prestamistas rusos que no ha sido sancionado. Tiene que hacer un pago a fines de mayo. Por otro lado, el Kremlin correría el riesgo de eliminar otra fuente de ingresos si juega duro con los pagos del gas ya que la pérdida de ingresos por la exportación del gas ruso sería significativa. Putin podría intentar nuevamente usar el gas para dañar a la UE y socavar la solidaridad del bloque. La preocupación para los inversores de renta variable es que la medida indica una creciente voluntad de Rusia de utilizar la paralización de las exportaciones de energía como una forma de represalia contra las naciones que se oponen a su invasión de Ucrania.

Y por último los patrones de cabeza y hombros observadas en las series semanales de los índices S&P 500 y Nasdaq 100 son un recordatorio de los riesgos bajistas expuestos. ■

Renta fija sin ideas fijas

# Es el momento de ponerse en forma

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



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

Asset Management



# La guerra hace presagiar un nuevo golpe a las cadenas de suministro

**L**a invasión rusa de Ucrania y los nuevos confinamientos en Asia auguran más meses de alteraciones en las cadenas de suministro de las empresas, justo cuando estas creían estar solucionando las tensiones generadas por el COVID-19.

Las alteraciones que sufre la oferta en todo el mundo quedan en un segundo plano ante el trauma que está sufriendo la población ucraniana, pero para las empresas es el principal desafío al que se enfrentan en su actividad diaria a consecuencia de la guerra. Desde los suministros de titanio para el sector aeroespacial hasta el aluminio para la producción de latas de refrescos, los fabricantes les comentan a nuestros analistas cómo están lidiando con los efectos de segundo y tercer grado de la guerra y cómo tratan de reaccionar.

## El petróleo, el gas, los metales y mucho más

A modo de resumen, la situación es bien conocida: Rusia es el segundo mayor exportador de petróleo y gas del mundo y el principal proveedor de Europa; junto con Ucrania, abastece un tercio del suministro mundial de trigo y ambos países son grandes exportadores de un conjunto de importantes metales industriales, minerales y gases.

Con todo, el país liderado por Vladimir Putin todavía exporta materias primas. Los flujos de suministro de gas a Europa han continuado. Un ejemplo es el petróleo. Si Europa deja de comprar los 4 millones de barriles diarios que anteriormente importaba de Rusia, cabría esperar que China e India absorbieran 1 millón de barriles diarios cada uno y que otros 500.000 barriles fueran adquiridos por compradores atraídos

por los grandes descuentos del crudo de los Urales. La OPEP y los productores de hidrocarburos de esquisto deberían suplir esa carencia, lo que dejaría al mercado inicialmente tensionado, pero con probabilidad de mejora.

De Ucrania también procede alrededor del 12% del suministro mundial de trigo y se espera que reduzca las exportaciones al menos en 7 millones de toneladas este año, lo que eleva la inquietud sobre la oferta a corto plazo especialmente en países como Egipto y Turquía, que dependen de las importaciones del Mar Negro.

La India, en cambio, posee 15 millones de toneladas de excedente de trigo y el año pasado elevó las exportaciones de 1 millón a 6 millones de toneladas. Se prevé otra excelente cosecha en las próximas semanas, aunque todavía existen dudas sobre si se han resuelto los obstáculos logísticos para aumentar las exportaciones.

En el sector de los metales, algunos materiales siguen fluyendo desde Rusia y, a este respecto, creemos que el material adquirido antes de la guerra debe ser entregado a no ser que existan cláusulas para rescindir el contrato, pese a que el propio transporte es cada vez más difícil.

Los precios energéticos al contado siguen presionando a las empresas metalúrgicas de Europa, que utilizan gran cantidad de energía. En cuanto al aluminio, el 16% de la capacidad europea está actualmente fuera de servicio. De este modo, un mercado subyacente que ya estaba tensionado en el plano de la oferta es vulnerable a futuros impactos, aunque, con el tiempo, es probable que todo lo que estamos viendo tenga consecuencias para la demanda.

### **Arneses de cableado y chips para coches**

Aunque la función de Rusia y Ucrania en las cadenas de suministro mundiales se basa principalmente en las materias primas, Ucrania ha hecho grandes avances desde la Revolución Naranja en 2005, duplicando el progreso de Polonia y otros países de Europa central en lo que respecta a proyectos de nuevas fábricas.

Por ejemplo, la industria automovilística ha colocado la fabricación de arneses de cableado (la envoltura eléctrica de los vehículos) en centros de todo el país. Algunas líneas de producción ucranianas siguen funcionando, aunque al 40% de los volúmenes anteriores. Eso sí, para muchos fabricantes de automóviles el mayor problema sigue siendo el suministro de chips, que ha obstaculizado la producción de vehículos nuevos en los últimos doce meses. »



**Ned Salter**

Responsable global de análisis de inversiones en Fidelity International



Un selfie  
desde Marte.  
**¿En serio?**

**En serio.**

## Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

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



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



## ¿Podrá la política de los bancos centrales avanzar lo suficientemente rápido para enfrentar la velocidad a la cual aumenta la inflación?

**L**a economía global está ahora enmarañada en el choque inflacionista más severo desde la década de los 70'. En marzo, la inflación general medida por el Índice de Precios al Consumo (IPC) de EE. UU. alcanzó el 8,5% anual y el Índice de Precios de Producción (IPP) subió al 11,2%. En la eurozona, la inflación general medida por el IPC saltó al 7,5% y la fuerte subida de los precios del gas llevaron al IPP a situarse por encima del 31%. Dentro de los mercados emergentes, la inflación IPC subió en Brasil al 11,3%, 9,4% en Chile y 7,5% en México. Incluso en las economías emergentes de Asia donde las presiones inflacionistas están cediendo bastante, la

inflación alcanzó el 5,7% en Tailandia y el 3,9% en Filipinas.

### ¿Pico inflacionista o no?

La guerra entre Rusia y Ucrania continúa pesando sobre las perspectivas de inflación. A ello debe sumársele que el aumento de casos de Covid en China y los confinamientos que ello ha traído como consecuencia, ha provocado distorsiones en la producción y carencias en las cadenas de suministro, lo cual es probable que genere una presión alcista prolongada sobre los precios de los bienes. Contrariamente a la opinión popular, no creemos que sea probable que la inflación alcance un pico pronto. Dado los elevados niveles del IPP en EE. UU., esperamos



## Aneeka Gupta

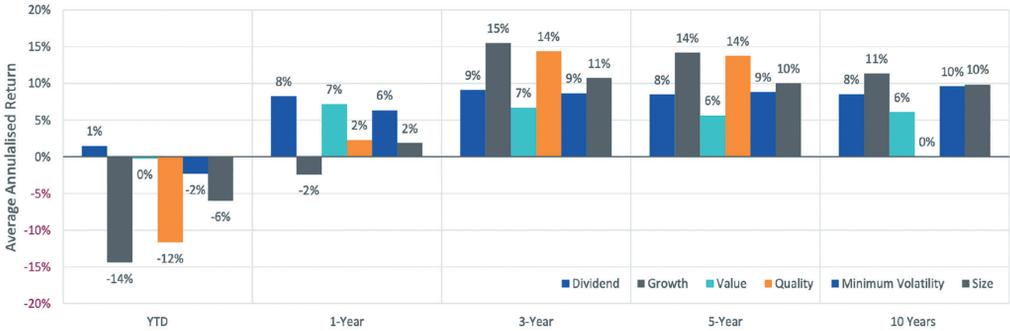
Directora de análisis  
en WisdomTree

que el IPC aumente todavía más antes de comenzar a moderarse. La guerra de Ucrania ha desatado presiones sobre las cadenas de suministro que van más allá de la energía. Rusia y Ucrania son los mayores exportadores de trigo, níquel procesado y fertilizantes. A medida que el conflicto persiste, esperamos que aumenten las presiones sobre las cadenas de suministro. En el caso de los países desarrollados, en donde la proporción de los alimentos en los IPCs es mucho mayor, y el transporte de productos agrícolas clave como el trigo, el maíz y los fertilizantes está comprometido, la situación podría ser más severa. El rol de los bancos centrales en enfrentar el desafío a corto plazo para aplacar la inflación ahora ha captado el centro de la atención.

### El pivote restrictivo de los bancos centrales

Los recientes comentarios del presidente Powell y su vice nominado Brainard, sugieren que la restricción cuantitativa podría darse de manera “acelerada”. Se prevé que una combinación entre los incrementos de tipos de la Fed y la RC generen una mayor presión alcista sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro a lo largo de toda la curva de rendimientos. Aunque los bancos centrales en China y Japón intentan mantener políticas bastante acomodaticias, la posición restrictiva de la Fed les está poniendo cierto límite. El Banco Popular de China está utilizando la ventana del direccionamiento y otras me-»

■ **Gráfico 1: la comparación de la rentabilidad por factor durante los últimos diez años**



Fuente: Bloomberg, WisomTree. Período: 20 de abril de 2012-20 de abril 2022

» didas para asegurarse de que los bancos continúen financiando a partes clave de la economía. En Japón, el banco central se vio forzado esta semana a incrementar la compra de bonos a medida que los inversores continuaron desafiando su capacidad para mantener los rendimientos en niveles reducidos. Y en Europa, los bancos centrales siguen adelante con la retirada de estímulos monetarios pautados para este año. Los mercados de crédito están descontando una subida de tipos de 25pbs para julio con una probabilidad mayor al 50%, dando por asegurado 25pbs adicionales de subida para septiembre y diciembre.

**Oportunidades en renta fija**

Dado que los mercados de bonos y de crédito estadounidenses esperan un ciclo más restrictivo por parte de la Fed, ha habido pocas oportunidades para los inversores de renta fija. Las FRNs del Tesoro son una de las pocas opciones en donde los inversores han obtenido resultados positivos debido a que esta herramienta de cobertura contra los tipos de interés se reinicia cada semana en la subasta de las letras del Tesoro (T-bill) de EE. UU. (UST) a 3 meses (de 1 semana de duración). Debido a este mecanismo de reinicio semanal, los inversores pueden esencialmente “fluir con la Fed”, ya que las letras del Tesoro (UST) a 3 meses reflejarán

de manera oportuna los incrementos de tipos del central.

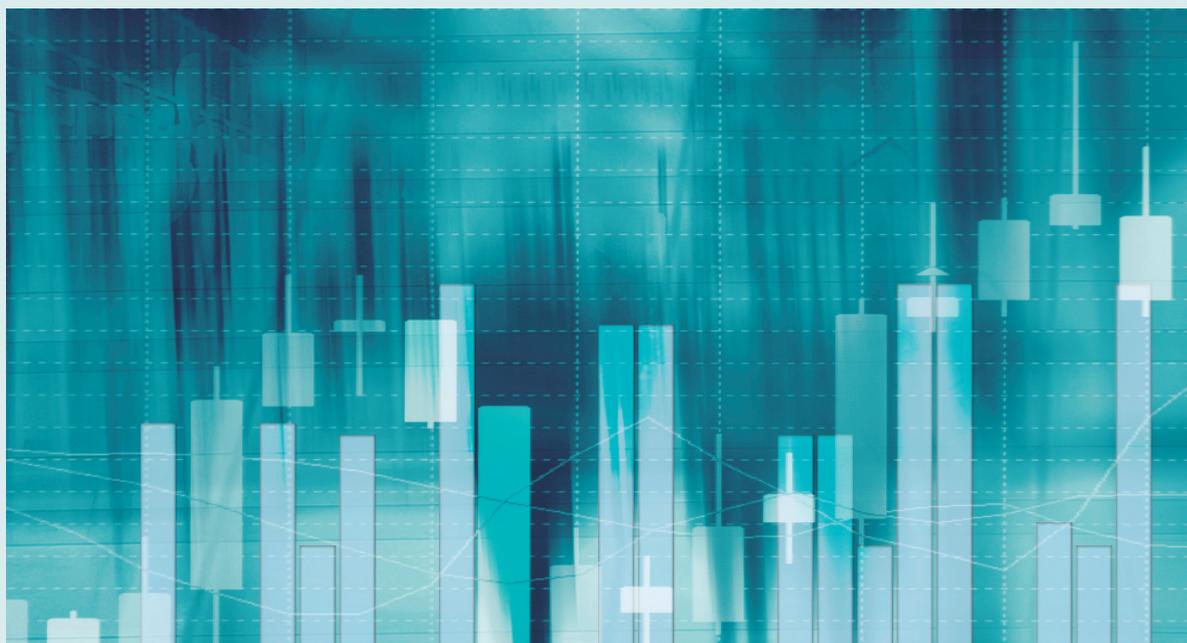
**Los factores de alto dividendo y valor**

El factor de rentabilidad por dividendo se corresponde a una estrategia de inversión que obtiene una exposición a compañías que parecen subvaloradas, pero que han demostrado dividendos estables y en aumento. Dado que la expectativa con respecto a los tipos es de que sigan aumentando, los inversores están revolviendo los activos de corta duración. Las estrategias de alto dividendo tienen actualmente exposiciones a sectores que se alinean con la perspectiva de un incremento de tipos, incluyendo las sobre ponderaciones a la energía, los materiales y el financiero que son sectores más cíclicos. En momentos en que la rentabilidad importa y los valores tecnológicos no rentables están siendo liquidados por el aumento de tipos, los valores de alto dividendo están rindiendo como los activos de menor duración.

Aunque los bancos centrales intentan adaptarse al ritmo de la inflación, las letras a interés variable, y los factores de alto dividendo y valor podrían beneficiarse de un entorno de mayor inflación y tipos de interés, con el potencial de poder ofrecer algo de protección contra algunos de los cambios fundamentales que hemos visto desde el inicio de la crisis geopolítica. ■



Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos nuestra sociedad.



## Volatilidad e inflación, los grandes protagonistas de este 2022

**L**a economía mundial presenta desequilibrios en múltiples ámbitos. La demanda supera con creces a la oferta en general y está impulsando la inflación hasta niveles no observados en décadas. A pesar de que la mayoría de los bancos centrales están endureciendo su política monetaria, hay otros que no, lo que está desencadenando fluctuaciones impresionantes en los mercados de divisas. Por otra parte, las fricciones entre las distintas economías y dentro de las propias economías están agitando los mercados financieros, aumentando las primas de riesgo de las diferentes clases de activos. Vivimos tiempos complicados y no creemos que esto se vaya a resolver en los próximos meses.

La inflación sigue siendo la principal noticia. Los precios siguen subiendo debido a los problemas de abastecimiento y a las disrupciones relacionadas con las diferentes velocidades a las que las distintas partes de la economía mundial han reabierto tras los peores momentos de la pan-

demia de COVID-19. Los precios de las materias primas también han subido debido a la invasión rusa de Ucrania, aplazando la resolución de los cuellos de botella de la cadena de suministro y disparando todavía más los niveles de precios.

La principal preocupación de los responsables políticos es que el aumento de precios ha ido más allá de los mercados de productos afectados por disrupciones de la cadena de suministro o relacionadas con las materias primas. Los precios de los servicios del mundo occidental también han repuntado, demostrando que se necesitará una ralentización de la demanda para que la economía regrese al equilibrio.

Creemos que la Reserva Federal estadounidense aplicará un ciclo restrictivo concentrado en sus primeros compases que devolverá rápidamente el tipo de referencia a un nivel próximo al 2,0% para ralentizar la demanda. A nuestro juicio, la inflación comenzará a ralentizarse tras esto, permitiendo un endurecimiento más gra-



**Miguel Luzarraga**

Director General  
de AllianceBernstein Iberia

dual de la política monetaria. A pesar de que la mayoría de los restantes bancos centrales están siguiendo una trayectoria similar, la contracción de las rentas reales en RU y Europa sugiere que el margen para subidas de tipos en estas economías es más limitado que en EE. UU. o en las economías sensibles a la evolución de las materias primas.

China y Japón son las excepciones al avance hacia una política más restrictiva. En China, la política COVID cero continúa tensando la economía y el crecimiento se está ralentizando a pesar de que el objetivo del gobierno para el PIB de este año se mantiene por encima del 5%. Creemos que se necesitará una importante flexibilización adicional de la política para alcanzar dicho objetivo.

La inflación se mantiene en un nivel demasiado bajo en Japón y su banco central (BOJ) prevé que cualquier repunte de precios que se pueda producir este año no será sostenido. Esta predicción hace que sea poco probable que se apliquen subidas de tipos y ha conducido al BOJ a reiterar su intención de mantener en bajos niveles las rentabilidades de los bonos a más largo plazo.

El contraste entre la política acomodaticia de China y Japón y la política restrictiva de Occidente ha tenido importantes implicaciones para los mercados de FX. El yen se ha depreciado más del 10% y el renminbi casi un 4% frente al dólar este año. A menos que disminuya la divergencia entre políticas, sigue siendo probable que las divisas absorban la peor parte de las fricciones entre economías. ■



# Alternativos sí, pero ¿cuáles?

Las minusvalías acumuladas en los activos líquidos clásicos como renta fija y renta variable en estos primeros meses del año seguramente habrán intensificado una tendencia que ya se venía observando entre inversores profesionales y privados en los últimos tiempos, la del creciente interés en las inversiones alternativas. Así, el barómetro de las pensiones privadas españolas, elaborado con AXA Investment Managers y Amundi Asset Management, ya puso de manifiesto que a finales del año pasado las gestoras españolas habían aumentado su asignación agregada media desde el 5,4% anterior (mayo) hasta el 6,4% sobre el total de las carteras. Este nivel es el más alto de una serie histórica que se extiende ya durante ocho años de registros. No sólo eso, sino que las intenciones de los gestores españoles recogidas por la encuesta señalaban que un porcentaje significativo de ellos planean aumentar más su exposición durante este año.

inversiones alternativas. El primero que las inversiones inmobiliarias eran las que experimentaban el mayor incremento de su ponderación en las carteras. El segundo que el private equity/capital riesgo continúa siendo el activo alternativo más popular entre los gestores institucionales. Por último, que los fondos de inversión alternativa (tanto hedge no líquidos como UCITS) y otros activos alternativos tienen un peso testimonial en el mejor de los casos.

Normalmente la inversión en alternativos tiene dos objetivos principales, que buscan compensar la desventaja de la iliquidez que suelen llevar aparejada. El primero es una des correlación en el comportamiento de sus rentabilidades con respecto a los bonos y las acciones cotizadas, que contribuya a proporcionar una rentabilidad más estable del global de la cartera y reduzca las minusvalías de aquellos en mercados bajistas. El segundo es una mayor rentabilidad neta total en el periodo de inversión.

El barómetro también ponía de manifiesto al menos tres puntos destacados sobre las diferentes

Veamos sin embargo si estos objetivos se están consiguiendo en buena medida con las estrate-

gias y carteras actuales de muchos inversores españoles tanto institucionales como familiares. En primer lugar, si nos centramos en el alternativo más popular, private equity/venture capital, lo que observamos es un peso mayoritario en estructuras pesadas de fondos de fondos con doble capa de comisiones. Tampoco se suele observar en estas carteras acceso a algunos de los más brillantes gestores internacionales, si lo comparamos con otras jurisdicciones. Respecto a las rentabilidades netas reales obtenidas no tenemos referencias y benchmarks muy fiables que nos den acceso a la foto media con precisión, pero evidencia anecdótica amplia apunta a que probablemente se están quedando por debajo de lo que representa una cartera de renta variable cotizada mundial eficiente. Ello es consistente con numerosa literatura que compara ambos activos publicada recientemente o la opinión y datos de algún inversor de renombre como el propio Warren Buffet. Por último, hay un consenso que apunta a sobre demanda y creciente falta de oportunidades en este activo por lo que tampoco mejoraría al mundo cotizado.

El otro gran activo alternativo español que es el inmobiliario no líquido y no cotizado, incluyendo infraestructuras y energías renovables, tampoco escapa a la sobre inversión y las valoraciones delicadas en muchos segmentos del mismo. En lo que respecta a la oferta más común se observan en general comisiones de gestión elevadas y foco en mercados y estrategias muy manidas. El resultado final es que las rentabilidades netas al inversor por término medio difícilmente superan el 6-8% anualizado en el largo plazo de algunos de los mejores fondos de inversión y ETFs de inmobiliario cotizado.

Nuestra conclusión y experiencia es que para conseguir los dos grandes objetivos de las inversiones alternativas que nos compensen la prima de iliquidez hay que salirse de los caminos más trillados. Los activos alternativos reales cuidadosamente estudiados y seleccionados que explotan ineficiencias son la respuesta. ■



**Juan Manuel  
Vicente  
Casadevall**

Consejero de FondosDirecto  
y miembro de ASEAFI



**ASEAFI**

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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

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



# La inversión en oro como fuente de protección contra la inflación y de diversificación

La inversión o asignación en minas de oro en una cartera o en un fondo especializado en minas de oro tiene una serie de ventajas o valores añadidos que nos animan a postar por ellas. Las persistentes tensiones inflacionistas, la guerra en Ucrania y todas sus consecuencias (como la explosión de los precios de la energía y de las materias primas agrícolas, etc.), así como la reanudación de la pandemia de la Covid-19, especialmente en China, con nuevos y drásticos confinamientos, han cambiado radicalmente el panorama económico, político y financiero en este principio de 2022. Preocupa a los inversores la perspectiva de que la economía mundial entre en estancamiento y/o recesión.

Este entorno es favorable al oro y al sector aurífero, que desempeñan plenamente su papel de diversificación al subir, respectivamente, más del 8% y el 23,4% (rentabilidades determinadas a 18 de abril de 2022). Los vectores a largo plazo, como la demanda de joyería, de bancos centrales, de inversión e industrial, etc., están bien orientados y la oferta minera no alcanzará el nivel de 2019 hasta 2023.

En cuanto a los indicadores financieros a corto plazo, las previsiones de inflación y las crisis geopolíticas han sustituido a los tipos de interés reales y al dólar, al ser de nuevo inciertas las políticas monetarias. La inflación parece estar muy por

encima de los niveles de la última década, como indica la previsión de inflación a 5 años en Estados Unidos, superior al 3% desde el 22 de febrero de 2022. La demanda de ETF or repuntó con la invasión de Rusia en Ucrania, los inversores tienen miedo de que se difunda el riesgo geopolítico, por ejemplo, con China, pero también las consecuencias económicas negativas de este conflicto para el conjunto de la economía mundial. También hay que vigilar la pandemia de Covid-19, que tarda en volver a caer, e incluso reaparece como en China, y que podría provocar nuevas interrupciones de la producción en toda la cadena de suministro mundial. ¿Cómo van a gestionar los bancos centrales este excedente de inflación al mismo tiempo que la desaceleración económica, más fuerte de lo que se esperaba todavía a finales de 2021?

Por último, la falta de serenidad de los mercados financieros respecto a las empresas (riesgo en el nivel de ventas con la desaceleración económica, y riesgo en los márgenes y los beneficios con las tensiones inflacionistas) es también un elemento de soporte del precio de los metales preciosos.

Las empresas productoras de metales preciosos, con las que nos reunimos en una conferencia a principios de marzo, siguen concentradas en el control de los costes de producción, que aumentarán en promedio un 10% en 2022 (lo que es igual por otra parte). En efecto, al igual que otras em-

presas, sufren presiones inflacionistas más o menos fuertes en función de las zonas de producción y de los tipos de minas (coste de la energía, presiones salariales, subida de precios de los consumibles como el acero, etc.).

Sin embargo, con el aumento de los precios de los metales y el crecimiento de la producción, pensamos que los márgenes de estas empresas se mantendrán elevados. También creemos que la concentración del sector debe continuar, sobre todo en las empresas de single asset (con un único activo). En efecto, dado que este sector es cíclico, debe diversificarse, ya sea en el nivel del metal producido, ya en el del país de producción, o incluso en ambos. Estos elementos deberían permitir a las empresas comportarse bien este año.

A corto plazo y ante la crisis rusa, vendimos rápidamente las empresas que poseían activos en Rusia. Hemos cancelado la posición en Polymetal Int., empresa rusa. Redujimos nuestra posición en Kinross Gold, que poseía dos minas en Siberia. Este último vendió estos activos el 5 de abril. Asimismo, hemos vuelto a comprar la acción recientemente, ya que Kinross Gold (1,9% de la cartera) está en fase de crecimiento de su producción (2,01 Moz en 2021, 2,65 Moz en 2022, 2,8 Moz en 2023, datos de las empresas, marzo de 2022).

En el sector aurífero, a corto plazo damos preferencia a los grandes productores (Newmont, Agnico Eagle Mines, etc.), que a menudo buscan los inversores generalistas en las aceleraciones alcistas como en la actualidad. En efecto, tienen un gran número de activos menos arriesgados y más líquidos. En segundo lugar, los inversores que buscan más crecimiento u opcionalidad se dirigen a las empresas más pequeñas. Es en este sector donde buscamos nuevas inversiones para sustituir a las empresas que han sido objeto de operaciones de fusión y absorción.

Una vez analizado, el comportamiento del sector en el pasado reciente, tenemos unas perspectivas para el resto del año 2022 positivas. Teniendo en cuenta el entorno económico, geopolítico y financiero, el oro y las empresas productoras de metales preciosos deberían comportarse bien, manteniendo a la vez una fuerte volatilidad este año.

En efecto, teniendo en cuenta la diferencia de rentabilidad desde principios de 2022 entre este segmento y el resto de la renta variable, podríamos experimentar una toma de beneficios sobre todas las buenas noticias, especialmente procedentes de Ucrania, y/o del lado de la inflación, que son, como hemos señalado anteriormente, los dos vectores del sector actualmente. ■



**Charlotte Peuron**

Gestora del fondo  
Crédit Mutuel AM Global Gold

**HYRI LOUPIS Y GANESH V. JOIS |**

Gestores del Goldman Sachs North American Energy and Energy Infrastructure Equity Portfolio

# «El GNL es un tema de varias décadas que proporcionará a los mercados mundiales una energía relativamente limpia y asequible»

Goldman Sachs North American Energy and Energy Infrastructure Equity Portfolio es uno de los fondos del sector de RV Energía con retornos de doble dígito en el año y rendimientos positivos anualizados a tres y cinco años. El fondo tiene el potencial de generar mayores rendimientos, pero también tendrá un perfil de riesgo más alto que un fondo de renta variable multisectorial diversificado, asegura el equipo gestor.

---

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

## **Estamos en un momento clave para el sector energético: guerra en Ucrania, apuesta por las renovables por parte de países y empresas... ¿Cómo definiría la situación actual del sector energético y hacia dónde va?**

Creemos que estamos en las primeras fases de un mercado alcista de varios años para el petróleo y el gas natural, impulsado por años de falta de inversión para poner en línea la oferta, mientras que la demanda está cerca de sus máximos históricos. La reciente guerra en Ucrania, así como la creciente atención a la transición energética, sólo pueden agravar un mercado ya de por sí tenso, al perturbar y reducir aún más la oferta actual y futura.

## **¿Cómo valora el hecho de que Biden vaya a liberar un millón de barriles diarios y que vaya a pedir a las petroleras estadounidenses que aceleren la perforación de yacimientos e impulsen la fabricación de baterías para vehículos eléctricos? ¿Cree que será positivo para el sector y para que bajen los precios del petróleo?**

Creemos que la liberación de la reserva estratégica de petróleo (SPR) de EE.UU. y de la AIE puede suponer sólo un alivio temporal para los

precios altos y desempeñará el importante papel de reducir la cantidad de destrucción de la demanda necesaria para equilibrar el mercado. Creemos que el espacio upstream en Estados Unidos probablemente aumentará la producción en aproximadamente 1 millón de barriles por día a finales de 2022 frente a los niveles de finales de 2021, lo que reflejaría un crecimiento del 9% en la producción estadounidense. La aceleración de la fabricación de baterías y el aumento de la adopción de vehículos eléctricos no suponen una amenaza para la demanda de petróleo a largo plazo, en nuestra opinión. El aumento de la renta per cápita en los grandes mercados emergentes, así como el crecimiento de la población, compensarán con creces el impacto de la mayor adopción de los vehículos eléctricos. De hecho, Noruega es un excelente ejemplo de ello, ya que la demanda de petróleo se ha mantenido prácticamente estable en comparación con hace 5 años, a pesar de que los vehículos eléctricos representarán casi el 16% del total de vehículos en 2021, frente a menos del 5%.

## **¿Qué variables tienen en cuenta a la hora de añadir una empresa a su cartera?**



Nuestro equipo lleva a cabo un riguroso análisis fundamental bottom up junto con el desarrollo de visiones macroeconómicas top down en la construcción de nuestras carteras. A la hora de tomar decisiones de asignación en una empresa concreta, tenemos en cuenta una serie de factores como parte del potencial de rentabilidad total de un valor y de las contribuciones de la cartera, entre los que se incluyen las métricas de apalancamiento, la cobertura de dividendos, la beta de las materias primas, la calidad de la gestión, las estrategias de retorno de capital, incluidos los aumentos de dividendos y las recompras de acciones con objetivo, y los planes de transición energética.

### ¿Cuál ha sido el último valor que ha añadido a su cartera y por qué?

NextDecade (NEXT) y Tellurian (TELL) son dos valores que hemos añadido recientemente a la cartera. Ambos valores contribuyen a la exposición del fondo al tema de la exportación de GNL desde Norteamérica. Creemos que el GNL es un tema de varias décadas que proporcionará a los mercados mundiales una energía relativamente limpia y asequible. Ade-

más, con Rusia suministrando casi un tercio de la demanda de gas natural de Europa en 2021, esperamos que los esfuerzos para diversificar el suministro de gas natural europeo sean un viento de cola añadido a corto plazo para el sector del GNL norteamericano y la cadena de valor del gas.

### Según los datos de Morningstar, la cartera incluye valores como Exxon y Chevron, grandes e históricas empresas petroleras. ¿Cómo encaja el creciente interés por la sostenibilidad en algunas de estas empresas?

Creemos que muchas empresas energéticas convencionales desempeñarán un papel de liderazgo en la transición energética en el futuro. Estas empresas cuentan con décadas de experiencia en la gestión de proyectos de gran intensidad de capital, importantes capacidades de I+D, una amplia infraestructura existente que puede reutilizarse para la transición energética y un amplio flujo de caja libre para reinvertir en la transición energética.

### ¿Cuál es la rotación de la cartera?

La rotación de la cartera en los últimos doce meses fue del 55%. ■



# Tarificación del carbono: Una herramienta esencial para lograr la neutralidad de carbono

**E**xisten tres enfoques con respecto a la tarificación del carbono: impuestos sobre el carbono, mercados de carbono de cumplimiento regulado y mercados de carbono voluntarios o de compensación.

1. Los impuestos sobre el carbono representan un instrumento de política fiscal con una aplicación relativamente fácil. Estos impuestos determinan un precio directo sobre el carbono mediante la definición de un tipo impositivo basado en las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) o el contenido de carbono de los combustibles fósiles. Con los impuestos sobre el carbono, el precio del carbono es fijo y no se establece un máximo general de emisiones, lo que significa que

la reducción general de emisiones exacta dependerá del precio del carbono.

No obstante, los impuestos sobre el carbono suelen ofrecer escasa flexibilidad, ya que los emisores de carbono no pueden pagar a otras compañías para reducir las emisiones cuando esta opción sea más rentable. Conforme los países aumentan el nivel de sus compromisos con la neutralidad de carbono, también suben los impuestos sobre el carbono en un intento por conseguir esos objetivos. Por ejemplo, Noruega tiene previsto triplicar con creces su impuesto nacional sobre las emisiones de CO<sub>2</sub> hasta 237 USD por tonelada de aquí a 2030, mientras que Canadá planea multiplicar por más de cinco su impuesto sobre el carbono desde 30 CAD a 170 CAD por tonelada antes de 2030.

2. Los mercados de carbono de cumplimiento regulado se basan en un modelo de «tope y trueque» (régimen de comercio de derechos de emisión con fijación previa de límites máximos que se reducen con el paso del tiempo). Un regulador asigna o vende derechos de emisión hasta el límite máximo establecido. Cada año las entidades deben entregar suficientes derechos de emisión para cubrir todas sus emisiones.

Un mecanismo de penalización suele incorporarse en caso de incumplimiento. Los precios del carbono se determinan en el mercado: las entidades con reducidas emisiones pueden vender los derechos excedentarios a emisores más grandes, y viceversa. En nuestra opinión, los mercados de carbono de cumplimiento regulado representan el mecanismo más eficaz para incentivar y materializar la reducción de las emisiones

3. Los mercados de carbono voluntarios, o compensación de carbono, ofrecen a las compañías una oportunidad para gestionar las emisiones que no pueden eliminar. Estos mercados se basan en el supuesto de que las compañías no pueden neutralizar o compensar la cantidad de emisiones que generan.

Un mecanismo de compensación se crea mediante la financiación de proyectos destinados a reducir, prevenir o eliminar emisiones de CO<sub>2</sub> de la atmósfera. El precio del carbono se determina en el mercado y depende de la oferta y la demanda de compensaciones. Los proyectos de compensación del carbono incluyen soluciones basadas en la naturaleza, como la repoblación forestal, las energías renovables y la eliminación de residuos. Los resultados deben ser medibles, verificados y de eficacia probada. Una importante desventaja de los sistemas de compensación es que el mercado está fragmentado y presenta una gran complejidad por la variedad de registros y metodologías aplicadas. Tampoco existen suficientes normas, lo que plantea el riesgo de «lavado de imagen verde», es decir, presentar información falsa o engañosa sobre cuán respetuoso con el medioambiente es un producto/una compañía. Por esta razón, los mecanismos de compensación de carbono no se consideran actualmente una alternativa o un sustituto de peso frente a otras soluciones de reducción de emisiones más completas. El grupo de trabajo sobre los mercados de carbono voluntarios («Task Force for Voluntary Carbon Markets»), la iniciativa recién lanzada de Mark Carney, trata de establecer las normas en este tipo de mercados con el fin de contribuir al proceso de descarbonización. ■



**Natalia Luna**

Analista Sénior de Inversión  
Temática, Inversión Responsable  
de Columbia Threadneedle  
Investments

REYES GARCÍA-REOL | Country Head para Iberia de La Française

# «Hay gran interés del inversor español por la inversión inmobiliaria»

Reyes García-Reol, Country Head para Iberia de La Française, explica los motivos por los que España es un mercado clave para la gestora francesa. Así pues, más allá de la gama de fondos de inversión en distintos activos financieros que ofrece, la firma quiere fortalecer su presencia aquí con la introducción de vehículos en los que cuenta con una gran experiencia: las soluciones de inversión inmobiliaria. Todo ello, sin perder de vista el objetivo de que el 100% de su gama de fondos abiertos sea sostenible a finales de año.

---

## REDACCIÓN

### ¿Cuáles son los factores estratégicos diferenciadores de La Française AM?

Somos una gestora multidisciplinar que ofrece una amplia gama de soluciones de inversión, tanto de activos financieros como real estate, que se adaptan a diferentes escenarios económicos. Además, nuestra estrategia de inversión sostenible busca cerrar la brecha entre sostenibilidad y rentabilidad. Para ello, hemos elaborado un sólido proceso de inversión con objetivos y estrategias cuantificables relacionados con el cambio climático y apoyados en una metodología propia desarrollada por nuestro centro de investigación ASG interno, La Française Sustainable Investment Research.

### En los últimos tiempos, se ha apreciado un aumento de la demanda de productos alternativos. ¿Qué ofrece La Française en este sentido?

A lo largo de 45 años, La Française ha desarrollado una impresionante trayectoria en inversión inmobiliaria. De hecho, La Française Real Estate Managers es la primera gestora de vehículos de inversión inmobiliaria colectiva en Francia en términos de capitalización, y se encuentra entre los 10 primeros gestores en el sector de oficinas en Europa. Con equipos en Fráncfort, Múnich, Londres y París, ofrecemos soluciones de inversión inmobiliaria ad-hoc diseñadas específicamente para inversores institucionales con estrategias Core/Core+, Value Added y Opportunist.

La Française cuenta con dos tercios de sus activos de Real Estate en oficinas, pero está aumentando su exposición a segmentos alternativos como residencial, viviendas gestionadas (para estudiantes y tercera edad), plataformas logísticas e instalaciones sanitarias. Nos dirigimos a aquellas clases de activos en regiones geográficas en las que contamos con especialistas en el mercado local (Francia, Alemania, Reino Unido, Benelux) y en las que confiamos en la calidad/solvencia del administrador. También estamos abiertos a oportunidades en otros mercados, incluido el español.

### La Française REM acaba de introducir su expertise inmobiliario en España, ¿cómo ha sido la experiencia?

El feedback inicial de nuestros clientes españoles ha sido muy positivo y todavía estamos analizando sus necesidades, el apetito por nuestras estrategias, y la mejor manera de abordarlos. Vemos un gran interés en el sector residencial, donde el enfoque ASG es más visible, ya que la demografía y los cambios sociales están requiriendo un cambio en el tipo de activos que se ofrecen, como el co-living, las viviendas para estudiantes, los espacios para colegios o las residencias para mayores. El sector inmobiliario será un impulsor clave de la transición climática, pero también debe adaptarse a las necesidades reales de la sociedad y a los cambios demográficos.



**Entre sus fondos insignia se encuentran varias estrategias de renta fija que han conseguido capear el temporal. ¿Pueden seguir funcionando en el nuevo contexto monetario y económico?**

Con el inicio del tapering por parte de los bancos centrales, la volatilidad de los tipos está afectando a las diferentes clases de activos de renta fija. Creemos que los bonos flotantes (FRN), que tienen un riesgo de duración cercano a cero y son menos volátiles que los bonos tradicionales a tipo fijo son perfectamente aptos para hacer frente al actual entorno de mercado. También vemos algunas oportunidades dentro del universo de crédito Investment Grade. Las empresas expuestas al turismo deberían beneficiarse de la recuperación de este sector. Seguimos considerando atractiva la deuda subordinada financiera, donde la yield relativa en relación con la calificación del emisor es muy atractiva. Además, la correlación entre la deuda subordinada financiera y los bonos del Tesoro estadounidense o los bunds alemanes es mínima, una característica muy atractiva en un entorno de yields altas. Finalmente, creemos que los fundamentales de los emisores de High Yield europeos y estadounidenses

han vuelto a niveles confortables, lo que les permite absorber parcialmente el impacto negativo previsto de los altos costes de los inputs, así como el probable deterioro de la demanda de los consumidores. Además, los vencimientos a corto plazo de los emisores de High Yield son muy limitados y los niveles de liquidez están en máximos históricos, por lo que creemos que se evitará un aumento de las tasas de default corto plazo.

**La Française se fijó el objetivo de que el 100% de su gama de fondos abiertos fuera sostenible a finales de 2022. ¿Cómo están avanzando?**

Nos enorgullece decir que, a finales de marzo de 2022, el 94% de los activos gestionados en los fondos abiertos comercializados por la Française AM ya estaban clasificados con el artículo 8 o 9 del SFDR, frente al 76% a comienzos de 2021. De este modo, ofrecemos una gama completa de soluciones de inversión sostenibles que engloba crédito, deuda pública y renta variable. También el negocio inmobiliario refleja nuestro compromiso, ya que cerca del 50% de los activos inmobiliarios están clasificados como artículo 9 SFDR.

**La Française ofrece fondos de gestoras especializadas en mercados extranjeros, como Alger (EEUU). ¿Qué tipo de clientes demandan más estos fondos?**

Los inversores españoles pueden tener cierto sesgo doméstico, lo cual es natural, pero también buscan diversificación y descorrelación en sus carteras. En este sentido, el mercado de renta variable estadounidense no puede ignorarse, ya que la amplitud y las oportunidades son mucho mayores que las de los mercados europeos. Además, los inversores españoles están abrazando las megatendencias, como la digitalización de la economía o los avances en la atención sanitaria, donde la innovación es clave. Estas son áreas esenciales para Alger, que se centra en empresas innovadoras que adoptan el cambio de forma dinámica para generar crecimiento a largo plazo. Esto hace que este mercado, junto con el expertise de Alger, sean una gran alternativa dirigida a inversores españoles que buscan el crecimiento de su inversión a largo plazo. Tenemos una gran variedad de inversores que confían en Alger para este tipo de exposición: clientes privados, gestores de carteras y grandes clientes institucionales. ■

# Marquemos juntos la diferencia

**L**a variedad de productos en inversiones sostenibles puede ser abrumadora. Preguntas frecuentes como qué enfoque conduce al éxito o si debe o no el inversor preocuparse por el rendimiento son cada vez más habituales. Para ello, un socio experimentado y un modelo de inversión sostenible serán claves para resolver sus dudas. Tomándonos muy en serio las preferencias de los clientes en cuanto a sostenibilidad se refiere, somos capaces de marcar una notable diferencia en el sector.

En Nordea Asset Management (NAM), la inversión responsable ha sido durante mucho tiempo una parte integral de nuestra filosofía corporativa. Ya en 2007, NAM fue uno de los primeros en firmar los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (UNPRI)<sup>1</sup>.

Desde entonces, hemos establecido un concepto integral para la inversión sostenible. Cuando un cliente nos confía su dinero para que lo invirtamos de forma sostenible, nos lo tomamos muy en serio. Como gestor de activos, queremos hacer una contribución positiva a la economía y la sociedad. Por lo tanto, en términos de ESG (medioambiente, social y de gobernanza), es importante que NAM tenga un impacto positivo en las empresas en las que invierte. Para ello, utilizamos varios enfoques para ejercer una influencia positiva. Uno de ellos es participar activamente en la empresa y velar por los intereses de los accionistas, por ejemplo, al ejercer los derechos de voto: solo en 2021 votamos en más de 4200 juntas de accionistas. Al mismo tiempo, nos acercamos activamente a las empresas con recomendaciones sobre cómo pueden mejorar sus sistemas de gestión, su trato con el medio ambiente, la sociedad o sus propias estructuras de control. El diálogo y la gestión activa en las empresas es esencial para nosotros.

Sin embargo, utilizamos rigurosos filtros de exclusión a la hora de invertir. Por ejemplo, no se realizan inversiones en empresas que obtengan

más del 30 por ciento de sus ingresos de la minería del carbón, así como en aquellas que infrinjan las normas internacionales o que participen en la producción de armas ilegales o nucleares.

## **Marcando la diferencia: investigación ESG interna**

A lo largo de los años, hemos desarrollado una gama de productos ESG innovadores que están a la vanguardia de la inversión sostenible: las estrategias STARS. El objetivo de estos productos no es solo batir un índice de referencia<sup>2</sup>, sino también construir el mundo del mañana de manera positiva y permanente. Por ello, se enfocan en empresas que cuentan con modelos de negocios eficientes y realizan sus actividades de manera responsable.

Para encontrar estas empresas, los gestores de las estrategias STARS utilizan la experiencia de nuestro Equipo de Inversiones Responsables (RI): (27 analistas dedicados a ESG y especialistas en Gobierno Corporativo), cuyo conocimiento es integrado en todas las fases del proceso de inversión. Creemos que un gestor de activos que quiera actuar como un inversor responsable necesita una visión ESG independiente. Nuestro equipo de RI, fundado en 2009, ha ganado múltiples premios, creando una extensa base de datos ESG para este propósito. Constituye la base de nuestras calificaciones ESG independientes y garantiza que solo invirtamos en empresas que cumplan con nuestros altos estándares ESG. Por supuesto, también usamos datos externos, pero solo los vemos como una herramienta complementaria. A pesar de ello, estas evaluaciones a menudo están sobrevaloradas: tienden a estar desactualizadas y los datos son incompletos o sesgados, como muestran muchos estudios. Proporcionan un punto de partida útil, pero no sustituyen a reunirse con líderes empresariales, realizar investigaciones en el lugar y recopilar información de primera mano. Aquí es exactamente donde el equipo de Nordea RI destaca.

## Asumiendo la responsabilidad: Un impacto positivo en las empresas

Después de que una empresa finalmente haya sido incluida en una de las carteras STARS, nuestro compromiso asegura que siempre cumpla con nuestros altos estándares ESG y tenga en cuenta los posibles riesgos en este contexto. Nuestros compromisos pueden tomar diferentes formas. Por ejemplo, abordamos de manera proactiva problemas sustanciales de ESG que podrían afectar el desempeño de la empresa. Además, nos enfocamos en aquellas áreas que podrían representar un riesgo material significativo para una empresa. Los derechos humanos, el cambio climático y la contaminación del agua son ejemplos de nuestro compromiso temático. Hacemos esto porque estamos convencidos de que la consideración de los factores ESG puede ayudar a mitigar el riesgo y crear valor a largo plazo. Para NAM, significa tener un diálogo constructivo y abierto con las empresas y tener un impacto positivo en ellas cuando se observan déficits o mejoras potenciales con respecto a los temas ESG.

En 2021 realizamos más de 1000 reuniones de compromiso con empresas. El esfuerzo valió la pena: Pudimos lograr cambios palpables en las empresas en áreas tan diferentes como la gestión de personal, condiciones laborales en la industria del cobalto y de la minería del carbón, la contaminación del agua y la protección de los accionistas. El objetivo es claro: generar retornos sostenibles<sup>3</sup>, asumir la responsabilidad y marcar la diferencia en nombre de nuestros clientes. ■

<sup>1</sup> UNPRI (<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>).

<sup>2</sup> No hay ninguna garantía de que se logre un objetivo de inversión, los rendimientos previstos y los resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede subir y bajar, y podría perder parte o la totalidad del dinero invertido.

<sup>3</sup> No hay ninguna garantía de que se logre un objetivo de inversión, los rendimientos previstos y los resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede subir y bajar, y podría perder parte o la totalidad del dinero invertido.

---

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

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



**Laura Donzella**

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



# Invertir en un mejor suministro de agua

**M**ás de 2.000 millones de personas, según la ONU, viven sin acceso a agua potable y más de 4.000 millones se enfrentan a un estrés hídrico severo. En un contexto marcado por la escasez de agua generalizada y por el incremento del consumo de este recurso, el desequilibrio estructural entre el suministro y la demanda de agua sigue agravándose. Aunque la inversión en agua es cada vez mayor y los Gobiernos y empresas han empezado a darse cuenta de la necesidad urgente de invertir en este sector, sigue habiendo una disparidad notable entre las necesidades de capital y los fondos disponibles.

En Allianz Global Investors, buscamos empresas que, de forma activa, proporcionan soluciones que abordan la escasez y los problemas

de calidad del agua y que buscan mejorar la sostenibilidad de los recursos hídricos. Al invertir en este tipo de empresas innovadoras, contribuimos a redirigir los flujos de capital a soluciones de gestión sostenible del agua.

La demanda de agua potable se está incrementando en todo el mundo a causa del crecimiento demográfico, de los cambios en la alimentación y del aumento de la calidad de vida. Las aguas subterráneas son la principal fuente de agua dulce para la mitad de la población mundial. En muchas partes del mundo, las reservas de agua se están agotando con mayor rapidez de lo que el ciclo natural puede reabastecerse. Este “ciclo vicioso” tiene un impacto devastador en el medioambiente, provoca daños en los ecosistemas y genera la desertificación.

## Un billón de déficit de financiación

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) prevé que, para abordar este reto, la inversión deberá ser superior al billón de dólares estadounidenses (es decir, una cifra de doce ceros) antes de 2030 si nos queremos asegurar de que podemos satisfacer las necesidades hídricas básicas y garantizar el acceso a soluciones de saneamiento adecuadas. Esto supone un incremento importante con respecto a la última previsión, que era de 600.000 millones de dólares.

El acceso a agua limpia está íntimamente relacionado con varios problemas de sostenibilidad que se incluyen los ODS, como conseguir condiciones de vida sostenibles, el equilibrio social y un crecimiento económico inclusivo. Al abordar los problemas relativos al agua, estamos contribuyendo a la consecución de muchos otros objetivos. Según los cálculos de la Organización Mundial de la Salud (OMS), el rendimiento económico global de la inversión en agua es de 2 dólares por cada dólar invertido. Proporcionar un acceso universal al saneamiento podría incrementar esta cifra a 5,5 dólares por dólar invertido y mejorar las condiciones de salubridad. Así, existen oportunidades de mercado potenciales para los interesados en el sector público y en el privado.

## Contaminación y filtraciones

Las aguas subterráneas se enfrentan a múltiples problemas, como el uso excesivo y la contaminación. Por ejemplo, más del 80 % de las aguas residuales de todo el mundo (y más del 95 % en algunos países en desarrollo) siguen liberándose al medioambiente sin haber sido tratadas.

Los tratamientos modernos de aguas residuales intentan eliminar los contaminantes para generar efluentes que puedan liberarse al medioambiente local o reutilizarse. De ese modo, se evita la contaminación de las aguas por parte de las aguas residuales. Las soluciones de luz ultravioleta de alta gama pueden eliminar los gérmenes del agua potable y mejorar su calidad. Además, eliminan la necesidad de usar químicos y reducen la energía utilizada en el proceso de limpieza del agua.

La pérdida de agua dulce debido a los problemas de la infraestructura hidráulica es otra carga (innecesaria) que deben soportar las aguas subterráneas. En países como Estados Unidos o Reino Unido, buena parte de la infraestructura hidráulica tiene más de 100 años de antigüedad. En Reino Unido, 3.000 millones de litros de agua potable dejan de llegar a los consumidores cada día debido a las»



**Andreas Fruschki**

CFA. Responsable de Renta Variable Global Temática en Allianz Global Investors y gestor de fondo Allianz Global Water



» filtraciones. La situación es todavía peor en Estados Unidos, donde las pérdidas económicas alcanzan los 9.600 millones de dólares cada año. Reparar la infraestructura es esencial desde el punto de vista ecológico, pero también desde el económico, y crea oportunidades de negocio muy atractivas para las empresas de servicios públicos.

### Soluciones para los sistemas hídricos

Medidores inteligentes de agua, sensores de presión y sistemas de gestión hídrica de nueva generación aportan información esencial sobre el estado de la red de distribución de agua que, en combinación con el software de inteligencia artificial y los datos en tiempo real, proporcionan a los operadores de la red la información necesaria para identificar riesgos, detectar las ubicaciones exactas de las tuberías dañadas y reducir las pérdidas reales de agua sin interrumpir el funcionamiento de la red.

Las empresas consultoras de ingeniería especializadas se benefician de estos conocimientos para desarrollar otras ventajas para la sociedad. Debido a los recientes periodos de sequía en California, por ejemplo, la demanda de agua reciclada se ha incrementado y la mayoría de las ciudades y comunidades apoyan de forma activa esta tendencia.

Teniendo en cuenta los periodos prolongados de sequía y las crisis hídricas severas, es indispensable identificar e invertir en empresas que contribuyan a mejorar el rendimiento de las plantas de tratamiento de aguas residuales con tecnologías como los biorreactores de membrana, un sistema que incrementa la producción de agua de la planta de manera rentable.

El sector agrícola supone una carga importante para las aguas subterráneas debido al uso indiscriminado de fertilizantes y a la posible contaminación derivada de los vertidos químicos. El sector agrícola, que está creciendo a nivel mundial, representa el mayor porcentaje de demanda de agua (más del 70 %). La tecnología de precisión es una solución ideal para proporcionar una irrigación óptima, que supone un ahorro de agua en comparación con las soluciones tradicionales de riego por inundación. Con ello, se incrementa la producción a la vez que se conservan los recursos y se reducen los residuos. La agricultura de precisión permite aplicar pesticidas y herbicidas con mayor precisión, lo que garantiza que solo se utilizan las cantidades necesarias, evitando una distribución generalizada. Gracias a este sistema de aplicación, la cantidad de químicos que pasan al suelo es inferior y, por tanto, se reduce la contaminación de las aguas subterráneas. ■

5/7

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

# Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

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

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

XXXIII  
Premios  
Fondos

2022

**Expansión** | **allfunds**



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

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

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

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

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

# Contra viento y marea, los inversores siguen apostando por los fondos de inversión

El año continúa con una volatilidad muy alta. Si bien, comenzamos con unos niveles por debajo de los 20 puntos, a medida que se complicaba el entorno geopolítico la escalada se daba hasta el máximo de 36,45 puntos el 7 de marzo. Sin embargo, a pesar de moderarse desde ese punto hasta alcanzar el nivel de 18,57 puntos el 4 de abril, hemos vuelto a ser testigos de repuntes, cerrando el mes en 35 puntos.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

**L**a renta variable cerró su peor abril desde 1970, tras la fuerte caída de las acciones el 29 de marzo. El S&P 500 lograba su peor desempeño desde abril de 1970, con una caída del 8,8%, mientras que el Dow Jones cedía casi el 5% en abril. El Nasdaq Composite se hundió más de un 4% en la última sesión del mes y cierra abril con una caída del 13%, su peor mes desde octubre de 2008. **La rentabilidad de la renta fija fue en su mayoría positiva en abril**, ya que los rendimientos a largo plazo disminuyeron, erosionando aún más el valor de los cupones fijos. El agregado de EE.UU. **Bloomberg Barclays terminó el mes con un alza de 0,79%**, lo que pone la rentabilidad anual en -2,61%.

Las categorías de inversión con mayor caída en el mes vuelven a ser la Renta Variable

Internacional, con una caída en abril del 3,6%, alcanzando así una corrección en 2022 cercana al 8%, seguida por la Renta Variable Mixta, con una caída mensual del 2,2% y del 6,5% en el año, y los Globales, que cedieron 1,7% en el mes y más del 5,7% en el año.

La preocupación por la inflación y la gestión de política monetaria que hagan los principales Bancos Centrales del mundo, como la Fed o el BCE podrían pesar en el ánimo inversor.

Sin embargo, los inversores siguieron apostando por los fondos de inversión como mecanismo tanto de ahorro como de inversión, con suscripciones superiores a los **1.000 millones de euros**, permitiendo amortiguar en cierta forma las caídas de rentabilidad de los activos.

Con ello, el **patrimonio de la industria descendió en 3.769 millones de euros** en el

## ■ La volatilidad repunta y los mercados de renta variable caen



Categoría de inversión	Rentabilidad abril 2022	Acumulado 2022
MONETARIOS	0,00%	-0,18%
RENDA FIJA	-0,77%	-2,52%
RENDA FIJA MIXTA	-1,65%	-4,79%
RENDA VARIABLE MIXTA	-2,20%	-5,47%
RENDA VARIABLE NACIONAL	1,71%	-0,54%
RENDA VARIABLE INTERNACIONAL	-3,56%	-7,93%
GARANTIZADOS	-0,69%	-2,67%
RETORNO ABSOLUTO	-0,95%	-2,77%
GESTION PASIVA	-0,65%	-3,83%
GLOBALES	-1,73%	-5,74%
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-1,59%</b>	<b>-4,73%</b>

mes (-1,2%), situándose en **306.115 millones de euros**. En lo que va del año, la caída patrimonial supera los 11.550 millones de euros (-3,6%).

En términos relativos, **la mayor caída patrimonial en el mes fue para los fondos de gestión pasiva** (-5,2%) y la renta variable internacional, **mientras que la renta variable nacional registró una variación mensual del +4,2%**, con un incremento patrimonial de casi 140 millones de euros, impulsado por el alza del Ibex que logró rentabilidades positivas en abril del 1,6%.

Los inversores vuelven, tras años de olvido, a poner su mirada en los fondos de Renta Fija inyectando suscripciones por 1.241 millones de euros, con lo que en el año superan los 5.000 millones de entradas netas. Sin embargo, los fondos Mixtos de Renta Fija registran salidas mensuales de 103 millones., cuando los Mixtos de Renta Variable, junto con la Renta Variable Internacional siguen captando recursos mensuales y anuales.

### La gestora del Santander recupera las suscripciones tras meses de sequía

De las gestoras **Top 10** por patrimonio, a diferencia de meses pasados, **ninguna reporta reembolsos** en el mes. Sin embargo, **la Caixa, BBVA y Kutxa siguen siendo líderes en cap-**



**taciones** superando los 200 y 100 millones de euros, mientras que la gestora del Santander y la de la Mutua son las gestoras con las menores suscripciones netas, de 26 y 23 millones respectivamente.

En cuanto a la variación patrimonial mensual, cabe destacar que aún cuando la Caixa registró el mayor volumen de entradas netas, es la que registra la mayor variación negativa en patrimonio (-964 millones de euros), seguida de Santander AM (-673 millones de euros), con lo que las cuotas de ambos prácticamente se mantienen. Sin embargo, hay que destacar que de las gestoras Top 20, la del **BBVA es la que mayor cuota gana en el trimestre**, pasando de 14,24% a 14,31%. ■

## ■ Industria de fondos nacionales a abril de 2022 (miles de euros)

	Patrimonio	Suscipciones Mes	Suscipciones 2022
Renta Fija	81 998 763	1 241 026	5 091 195
Renta Variable Nacional	3 479 627	79 017	35 872
Retorno Absoluto	7 880 725	90 313	577 722
Monetarios	4 199 333	-19 411	-253 639
Garantizados	9 067 376	-99 236	-1 123 743
Renta Variable Mixta	26 499 473	152 007	544 639
Gestión Pasiva	10 501 313	-509 460	-895 837
Renta Fija Mixta	45 174 901	-103 342	-9 082
Globales	63 173 884	-40 440	-1 584 642
Renta Variable Internacional	50 876 611	228 431	1 275 677
Inversión Libre	3 262 379		
Patrimonio de la industria	306 114 385	1 018 905	3 658 162

Fuente: Inverco



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

# DWS Concept DJE Alpha Renten Global LC

## Cómo se ha comportado este fondo



Rentabilidades anuales

	2022	2021	2020	2019	2018
Fondo	-1,88%	2,57%	6,25%	7,27%	-4,88%
Categoría	-5,33%	3,47%	-0,24%	6,98%	-4,20%
Ranking	71/520	307/488	17/413	100/372	171/303
Quintil	1	4	1	3	3

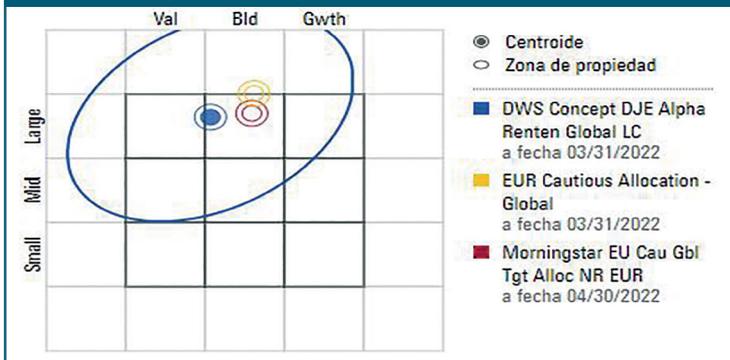
Rentabilidades acumuladas

	1 mes	3 meses	1 año	3 años	5 años
Fondo	-1,19%	-0,14%	0,76%	11,82%	9,52%
Categoría	-1,93%	-2,09%	-0,52%	0,13%	0,29%
Ranking	143/532	99/520	105/503	32/375	49/276
Quintil	2	1	2	1	1

Ranking y quintil respecto a la categoría MIXTO CONSERVADOR GLOBAL

Ranking y quintil respecto a la categoría MIXTO CONSERVADOR GLOBAL

## Estilo de acciones



## Principales posiciones (31/03/2022)

Posiciones	Cartera Peso	Valor de mercado EUR A fecha 31 mar 2022
United States Treasury Notes 2.75%	11,74	113.489.518
Italy (Republic Of) 1.65%	2,81	27.136.298
Fortum Oyj 2.125%	2,75	26.605.156
Norway (Kingdom Of) 3%	2,37	22.919.553
Italy (Republic Of) 3%	2,11	20.440.823
Asian Development Bank 2.9%	1,82	17.559.090

Tras tantos bandazos en el mercado a veces uno se puede quedar en el incómodo espacio de creer que ya no entiende nada. Sobre todo en un momento en el que se unen tantos factores externos, inflación, guerra, Covid en China, decisiones de tipos de interés, virulencia de la Fed en la reducción de balance, contracción de la economía...

Si bien es cierto que en estos momentos tan complejos aun encontramos valor en fondos que se comportan muy bien ante la incertidumbre.

El DWS Concept DJE Alpha Renten es un claro ejemplo de la robustez y tranquilidad. Se trata de un mixto defensivo, que tan sólo cae un 1,6% en el año.

Su inversión se basa en la renta fija pero puede destinar hasta el 20% en acciones y un 10% en materias primas si así lo estima el gestor. Además le permite invertir hasta un 10% en derivados y warrants sobre valores.

Su distribución se encuentra muy equilibrada con un 40% EU, 30% EEUU y 22% zona ex euro. Algo que destaca del fondo es que las duraciones efectivas son cortas, cosa que favorece al momento actual con subidas de tipos de interés constantes y paulatinas. Esta política de inversión permite más cintura al gestor para modificar y ajustar las tiras de la renta fija.

Actualmente según los datos ofrecidos por Morningstar, cuenta con un efectivo de más del 25%. Este dato me parece muy relevante y aportará seguro no sólo tranquilidad a la volatilidad del fondo si no una oportunidad a entrada de activos con castigo excesivo. ■

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

**Nos apoyamos en la tecnología** como vía para lograrlo.



**>1.000 M€**  
Facturación

**12% CAGR** en ventas  
**16% CAGR** en Bº Neto

Dividendo:  
**1/3 del Bº Neto**

  
**DOMINION**

**Eficiencia &  
Sostenibilidad**

[ir@dominion-global.com](mailto:ir@dominion-global.com)

**DANIEL LOZANO** | Director de estrategia y mercados de capitales de Grenergy

## «El gobierno debe acelerar los programas de ayudas, pero sobre todo avanzar en regulación, y poder tener un marco similar a lo que tienen otros países más avanzados»

Daniel Lozano, director de estrategia y mercados de capitales de Grenergy nos cuenta con todo detalle cuál es la situación actual del sector, en mitad de una gran crisis geopolítica y con las grandes subidas en los precios de la electricidad. ¿Las renovables tomarán el mando de una vez por todas? Daniel Lozano lo tiene claro, “es una revolución que cambiará las economías durante este siglo”.

---

POR **ESTHER CHAPA** / REDACCIÓN

**Con una capitalización consolidada cercana a los mil millones de euros, y tras su salto al mercado continuo, logrando el apoyo de inversores en su ampliación de capital y emisiones de bonos, ¿Cuál es el siguiente paso de Grenergy?**

Pese a que las energías renovables llevan años sonando, nunca han sido tan competitivas como ahora. Créame que estamos en los comienzos del sector renovable, y la historia de la compañía, actualmente presente en diez mercados con un potencial tremendo, no ha hecho más que empezar. Para Grenergy solo queda un camino. Crecer para ser una empresa cada año más relevante en el sector energético.

**El conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania ha impulsado las energías renovables. ¿Cómo creen que será su evolución tras el fin de la guerra? ¿Volverán a recuperar terreno las energías tradicionales?**

La desgraciada invasión de Rusia a Ucrania no ha hecho más que remarcar la necesidad de independizarnos energéticamente de países que normalmente suelen ser autocráticos, y que a nivel macro implica una salida de divisas relevante a la economía de la Unión Europea. No creemos en el concepto de energías tradicionales. Creemos en el concepto de energías competitivas y limpias, y sin duda no ha existido energía más competitiva y sostenible que

la solar. Es una revolución que cambiará las economías durante este siglo.

**Grenergy ha lanzado una división de almacenamiento. ¿Cuándo podremos tener proyectos conectados con respaldo de baterías? ¿Qué supondrá para la compañía?**

Las baterías acopladas en los parques son capaces de almacenar el excedente de energía en las horas de mayor producción e inyectarla a la red en las horas en las que el recurso es menor o no existe. Aplana la conocida “intermitencia” de las renovables, permitiendo aumentar un 75% las horas de producción, pasando de las 2.000 horas al año actuales a las 3.500 anuales (cuatro horas más por día).

En Chile pretendemos tener proyectos con baterías en 2023, y en España entendemos pueden estar en operación en 2025. Los números empiezan a salir, y si se cumplen las expectativas como del estudio de Lazard, y el CAPEX de inversión disminuye a un ritmo del 15% en los próximos años, no habrá país sin almacenamiento y la penetración renovable se multiplicará, lo que permitirá avanzar hacia la conocida como era de la descarbonización.

**¿Cómo favorecerán al cambio las ayudas de los Fondos Next Generation EU?**

Ciertamente estamos esperando dichos fondos europeos, que se supone contribuirán al



## DATOS FUNDAMENTALES DE LA COMPAÑÍA

### Beneficio neto:

16 millones de euros

**Free float:** 38.3

**Capitalización:** 963 millones  
(a cierre 21/04/2022)

**BPA:** 0.57

**PER:** 61.08 (a cierre 21/04/2022  
a precio cierre ajustado a 34.82)

## CUADRO DE DIRECCIÓN DE LA COMPAÑÍA

**CEO:** David Ruiz de Andrés

**Directora de M&A:**

Mercedes Español

**Director de Estrategia  
y Mercado de capitales:**

Daniel Lozano

**Director de Generación  
y equity:**

Francisco Luis Quintero

**CFO:** Emi Takehara

**Director del Área Legal:**

Álvaro Ruiz

despliegue e implementación de estas baterías, lo que permitirá a su vez incrementar la penetración de las renovables. El gobierno debe acelerar estos programas de ayudas, pero sobre todo avanzar en regulación, y poder tener un marco similar a lo que tienen otros países más avanzados en almacenamiento como Reino Unido.

### ¿Cómo contribuye el trabajo de Grenergy a esta transición energética?

Grenergy cuenta con proyectos en operación y en construcción cercano a 1 GW, y nuestro objetivo sería llegar a tener 3,5GW para 2024.

En este sentido, contamos con una cartera de proyectos de 10 GWs en diferentes fases de desarrollo que habla de lo que hacemos y de lo que somos capaces de hacer. Se trata de una cartera de proyectos que garantiza nuestro negocio a corto, medio y largo plazo en las tres plataformas regionales donde operamos;

el mercado europeo (España, Italia, Polonia y Reino Unido), norteamericano (Estados Unidos) y latinoamericano (Chile, Perú, México, Argentina y Colombia).

### ¿Cómo ha sido el 2021 para Grenergy? ¿Qué esperan del 2022?

2021 fue un muy buen año para Grenergy, tal y como han reflejado las cifras financieras que hemos presentado al mercado a principios de año. 2022 debe ser un año clave en la consolidación del proyecto, ya que esperamos incorporar hasta 800MW a nuestro portfolio, lo que hará aumentar la generación, y por tanto las ventas, conforme se vayan conectando a la red. Además, el plan ESG 2022 nos asegura seguir avanzando en los aspectos estratégicos de sostenibilidad, que, si bien no se miden en euros, nos asegura un impacto positivo y generará valor, no solo al accionista, sino también a comunidades locales y trabajadores. ■



## Infraestructuras, una alternativa rentable frente a la volatilidad

**E**vitarse perder poder adquisitivo es una regla básica para cualquier inversor. Esto se consigue obteniendo rentabilidades positivas en términos reales a lo largo del tiempo, es decir, rentabilidades superiores a la inflación. No obstante, con la escalada inflacionista que vivimos desde hace unos meses, esta tarea se ha vuelto complicada para muchos inversores, especialmente para los que tenían gran parte de sus carteras en renta fija.

En este contexto de mercado, la inversión alternativa se manifiesta como una opción muy atractiva para obtener una rentabilidad superior al IPC. Existen distintas posibilidades de inversión en activos alternativos, entre las que destacan la inversión en deuda privada, el capital riesgo y la inversión en infraestructuras. Sin embargo, hay un activo que se ha erigido históricamente como el mejor refugio contra la inflación: las infraestructuras. Una de las principales razones es que los contratos de este tipo de activos están precisamente vinculados a la inflación. Por otro lado, los activos en infraestructuras también proporcionan una diversificación en las carteras respecto a otros activos como la renta fija o la renta variable, al

mismo tiempo que han obtenido rentabilidades históricas similares a las de la renta variable y superiores a la renta fija, pero con menor volatilidad que ambos tipos de estrategias.

Volviendo de nuevo la vista al contexto actual del mercado, actualmente en el mundo hay una creciente necesidad de inversión en infraestructuras, que ya se ha hecho patente en distintos países como en el caso de Estados Unidos, con el plan de Infraestructuras de Biden, y parcialmente en los fondos europeos Next Generation.

### ¿Cómo invertir en infraestructuras?

La inversión en infraestructuras puede realizarse, en primer lugar, a través de compañías cotizadas o fondos de inversión que compren esas compañías, y en segundo lugar, a través de fondos alternativos que invierten en activos de infraestructuras.

En el primer caso, los fondos que invierten en compañías cotizadas disponen de una liquidez diaria, por lo que el inversor puede retirar su dinero en cualquier momento. Estas compañías tienen una alta correlación con los principales índices de renta variable, ya que de cier-

ta manera forman parte de ella, por lo que en el corto plazo tienen un comportamiento similar al de la renta variable. En el segundo caso, si optamos por los fondos alternativos que invierten en activos de infraestructuras, denominados activos ilíquidos, puesto que se trata de fondos alternativos de inversión a largo plazo sin liquidez diaria. Como ventaja principal, tienen una correlación cercana a 0 (o incluso negativa) con los activos tradicionales como la renta fija o la renta variable ya que no dependen de los mercados financieros para obtener su rentabilidad.

### **Trea Infraestructura, FCR**

Hasta ahora, la inversión alternativa ha permanecido reservada a clientes institucionales. Trea AM, con el propósito de ofrecer a clientes minoristas acceso a esos fondos, ha lanzado el fondo Trea Infraestructura FCR, un vehículo preparado para la entrada de clientes minoristas. Y para poner este proyecto en marcha, la alianza con Mercer ha sido una pieza fundamental. La consultora estadounidense Mercer nos aporta más de 26 años de experiencia en mercados privados y un equipo global de más de 200 profesionales, es decir, un amplio conocimiento en los mercados alternativos y especialmente en la gestión de activos de infraestructuras.

Trea Infraestructura FCR es un fondo de fondos de infraestructuras que da acceso a diversos fondos de infraestructuras del mercado, algunos de los cuales tienen inversiones mínimas muy elevadas o incluso están cerrados a nuevos inversores. Los fondos son seleccionados por el equipo de Mercer después de un análisis exhaustivo de diversos factores entre los que destacan la estrategia, el tipo de activo, el equipo gestor, criterios de sostenibilidad, etc.

En base al histórico de otros productos similares gestionados por Mercer, Trea Infraestructura FCR, tiene una rentabilidad neta esperada entre el 7% y el 10%, y está enfocado principalmente en la compra de fondos primarios, aunque puede tener hasta un 30% de exposición tanto en fondos secundarios como en coinversiones. El fondo permite obtener una exposición al mercado de infraestructuras de manera diversificada, mediante la compra de fondos de diferentes gestoras, diferentes estrategias y en diferentes países.

Adicionalmente, al tratarse de un vehículo FCR, el fondo ofrece ciertos beneficios fiscales a los inversores, como la exención del 95% de los dividendos y beneficios repartidos por las entidades participadas. Además si se trata de una persona jurídica, esta también dispondrá de la exención del 95% de las plusvalías y dividendos. ■



**Patricia López**

Directora de ventas y relación  
con Inversores de Trea AM

# El sector eléctrico: Oportunidad de inversión en tiempos convulsos y volátiles

**E**l sector eléctrico vive un momento único en la coyuntura económica internacional, por un lado, se aceleran las inversiones en materia de transición energética, derivado de los incrementos en los costes energéticos, por otro lado, vemos signos de recuperación en la demanda energética y al mismo tiempo el sector esta pasando por una completa transformación, impulsada por la descarbonización, la descentralización y la digitalización, lo que hace que sea muy atractivo desde el punto de vista de inversión.

## Descarbonización - Impulso al segmento de las renovables

Con la entrada en vigor del Acuerdo de París en el año 2016, se dio inicio a la era de la transición energética, dando pie a que las energías renovables tomaran un papel preponderante en la generación eléctrica. En el año 2021, el mundo añadió 257 Gigawatts (GW) de potencia instalada en energías renovables, encabezada por la energía solar que rompió su récord histórico con 133GW/año, seguida de la energía eólica en general, posicionando así a la energía renovable en el 38% de la capacidad instalada en el mundo, según informe de la Agencia Internacional de Energía Renovables (IRENA).

En el caso particular de España, las energías renovables alcanzan una cuota cercana al 47%

(Fig.1) y producen un 10% más que en el año 2020, según datos del "Avance del informe del sistema eléctrico español 2021". La generación fotovoltaica creció un 28,8% hasta alcanzar los 15 GW, siendo la de mayor crecimiento en el periodo. Esta mejora en el mix energético del país, ha favorecido a la reducción de emisiones de CO2, registrando el mínimo de emisiones histórico por producción eléctrica.

Si bien es cierto que la tendencia mundial de crecimiento en materia de renovables ha sido positiva y las inversiones de futuro son muy atractivas, aún quedan retos por delante para alcanzar los objetivos planteados de manera sostenible, teniendo en cuenta criterios medio ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo, como propone el informe "Net Zero by 2050", publicado en Mayo 2021 por la Agencia Internacional de la Energía (AIE).

## La descentralización - El cambio de paradigma

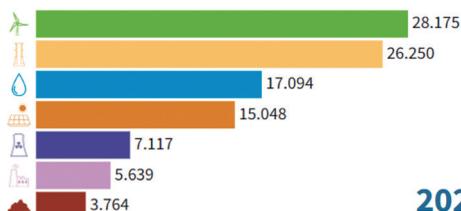
El sistema eléctrico "tradicional" que podría estar representado de manera horizontal desde la generación hasta el consumo (Fig.2), está fundamentado en grandes centrales de generación eléctrica, normalmente alejadas del consumo, lo que se traduce en grandes pérdidas a lo largo del transporte de energía, generando un mayor gasto energético y un mayor impacto ambiental.

Los sistemas han evolucionado a redes mucho más eficientes, multidireccionales y con generación distribuida (Fig.3), acercando la generación al consumidor. La complementariedad entre ambos modelos será la base para el desarrollo de los futuros sistemas eléctricos. Que los centros de generación estén cerca de los centros de consumo, supone una mejora en la eficiencia, reduciendo los costes económicos y favoreciendo el desarrollo de las energías renovables.

### Evolución de la potencia instalada en España

2006-2021 | MW

■ Hidráulica ■ Nuclear ■ Carbón ■ Ciclo combinado ■ Eólica ■ Cogeneración  
■ Solar fotovoltaica



2021

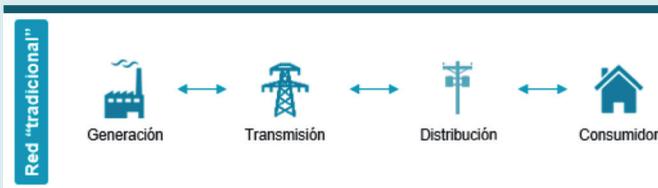
Ante este cambio disruptivo en el sistema eléctrico, se desprenden una serie de retos:

1. Integración de los sistemas de generación renovable, que son variables y dependen de condiciones atmosféricas.
2. Desarrollo e integración de sistemas de almacenamiento.
3. Mayores perturbaciones en la red y necesidad de un marco regulatorio para cumplimiento de códigos de red.

Los retos anteriores, se traducen en mayores inversiones en infraestructura, sistemas y capacidades de gestión de la nueva configuración de los sistemas eléctrico. Según el pronóstico de la firma e investigación BloombergNEF (BNEF), las instalaciones de almacenamiento de energía en todo el mundo se multiplicarán exponencialmente, para alcanzar una potencia acumulada de 358 GW / 1,028 GWh al final del 2030, veinte veces más que el valor del 2020, con una inversión aproximada de \$262 billones.

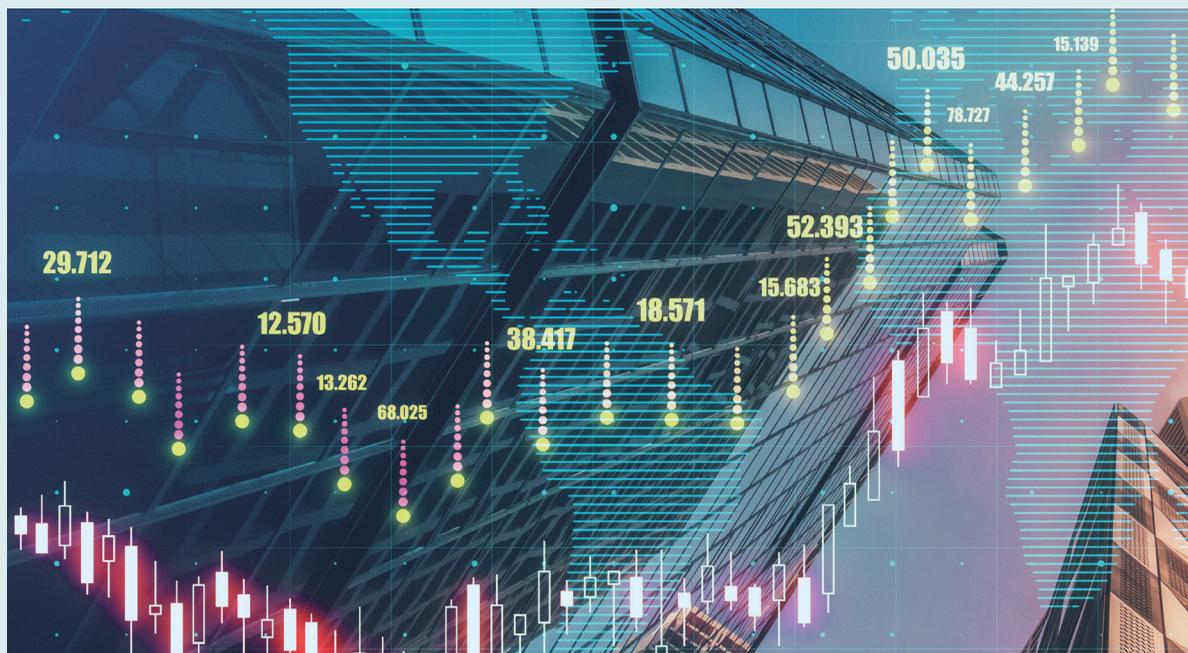
## Digitalización - El avance a redes cada vez más inteligentes

En la última década y tras el COVID-19 la sociedad en general ha dado un salto cuántico en materia de digitalización y esto mismo se ve reflejado en el comportamiento del consumo, con usuarios cada vez más conectados y digitalizados, lo que hace que la información a lo largo de la red eléctrica sea bidireccional, tanto en el flujo de información como en la generación eléctrica, por lo que se requiere de una red eléctrica cada vez más inteligente. Las compañías eléctricas y los fabricantes están adoptando tecnologías digitales, desde la implementación de medidores inteligentes, subestaciones digitales e infraestructura de carga de vehículos eléctricos inteligentes hasta el uso de soluciones de software como inteligencia artificial, gemelos digitales y tecnología blockchain, lo que abre un escenario de inversión y desarrollo tecnológico sin precedentes. ■



**Manuel Fernández**

SVP Business & Corporate Development en Artech



# Los fondos inmobiliarios fortalecen la inversión en el Real Estate

**E**l inicio de la guerra en Ucrania se ha convertido en un acontecimiento de tal magnitud que ha alterado sensiblemente las previsiones de crecimiento económico de nuestro país. No obstante, esta situación de incertidumbre generalizada no parece mermar, de momento, la evolución de la actividad comercial en el mundo de los inmuebles, que están mostrando una gran fortaleza en la gran mayoría de sectores.

Pensando en casos de éxito, nos puede venir a la cabeza el de los inicios del fondo inmobiliario del banco Santander, Banif Inmobiliario. Este último ejemplo nos pone de manifiesto la necesidad de participar en fondos de inversión que cuenten con una estrategia claramente marcada de salida o en una SOCIMI con la capacidad suficiente para obtener liquidez alineada a los intereses de su equipo gestor. Este tipo de estrategias ofrecen

como garantía que las comisiones de gestión no ocupen gran parte del beneficio y den respuesta para que los equipos gestores de estos fondos puedan dar liquidez a sus accionistas para seguir cobrando comisiones de gestión en caso de que no les resulte atractivo vender inmuebles en un determinado momento.

En nuestro caso, como SILICIUS, somos una socimi que está especializada en la compra y gestión de activos inmobiliarios que generen rentas estables para nuestros accionistas, a los que proporcionamos un cupón anual. Para ello, llevamos a cabo una política de inversión sostenible en las que tratamos de forma específica cada nuevo proyecto que se nos presenta, con la mirada puesta en el futuro. Nuestra seña de identidad es ser una socimi a largo plazo, aunque ello suponga renunciar a otros ingresos que permi-



**Juan Diaz  
de Bustamante**  
**Ussia**

Director General de Silicius

tirían mejorar nuestro portfolio de rentas y de valor, tal y como hemos logrado este último año.

Desde SILICIUS trabajamos para convertirnos en una sociedad patrimonialista de referencia en el mercado inmobiliario, de ser reconocidos por la calidad y rentabilidad de nuestros activos, así como de alcanzar la estabilidad a largo plazo y la gestión profesional de toda nuestra cartera. ¿Qué hemos logrado este 2021 para alcanzar estos objetivos?

En primer lugar, durante 2021 hemos observado como las rentas brutas de la empresa han experimentado un aumento del 18,1% en comparación con el ejercicio anterior, alcanzando así un volumen de 25,8 millones por rentas en alquiler e incorporando de manera adicional hoteles y locales comerciales dentro de nuestra cartera. De la misma forma, las rentas netas ascendieron a 19,4 millones de euros, experimentando un crecimiento del 28%. En ambos casos, este crecimiento de las rentas brutas ha sido posible gracias a los acuerdos con arrendatarios relevantes, la reapertura de inmuebles y la elaboración de un plan comercial que nos ha permitido formalizar 65 nuevos contratos de alquiler, cumpliendo así con nuestro plan de negocio.

Este crecimiento de las rentas brutas y netas ha sido un driver fundamental para el incremento del fondo de operaciones (FFO por sus siglas en inglés), mejorando así un 12,69% y situándose en 14,2 millones de euros. »



» Además, uno de nuestros grandes hitos corporativos durante este pasado año fue la incorporación de la compañía al BME Growth. Desde la entrada de SILICIUS, nuestra acción se ha revalorizado un 10,4%, experimentando un crecimiento de 1,44 euros, lo que nos ha permitido alcanzar los 17 euros por acción al cierre del ejercicio 2021. Este primer paso se enmarca en nuestra estrategia definida por los accionistas hace algunos años de cotizar en Bolsa, y cumple con el compromiso de transparencia que llevamos realizando desde que comenzamos a cotizar en este mercado.

Al cierre de diciembre, la valoración total de nuestra cartera (Gross Asset Value, GAV en inglés) ha alcanzado los 723 millones de euros, frente a los 664,8 millones obtenidos en 2020. Además, durante el ejercicio de 2021 hemos adquirido dos hoteles, lo que nos ha permitido incrementar nuestra cartera hasta alcanzar los 45 activos a finales de diciembre de 2021.

Las consecuencias para Europa del conflicto geopolítico actual no han frenado nuestro plan estratégico ni han mermado nuestras expectativas de crecimiento. En SILICIUS somos conscientes de que crisis como la del covid-19 o el conflicto entre Rusia y Ucrania, también ofrecen oportunidades, por lo que seguimos avanzando en seguir reforzando nuestro posicionamiento en el mercado con el objetivo de construir una cartera de activos más sólida y diversificada.

En la actualidad, nos encontramos ante un reto muy importante por delante en relación con la gestión de activos. Tras la apuesta realizada en Square Garden, nuestro complejo empresarial en Rivas Vaciamadrid, estamos a punto de firmar los primeros contratos de alquiler. Este 2022, queremos apostar por la transparencia como uno de nuestros ejes estratégicos como sociedad cotizada. Para cumplir con este objetivo, hemos implantado la forma de reporting y presentación de resultados como si formásemos parte del Mercado Continuo. En esta línea, continuamos trabajando en incrementar nuestra cartera de activos para conseguir llegar a un volumen mínimo de 1.000 o 1.200 millones de euros de valor de cartera y cumplir con este objetivo de dar el salto al Continuo en el medio plazo.

El comienzo del año parte con la premisa de ser una época de gran incertidumbre para la mayor parte de sectores económicos. En un contexto de guerra y postpandemia, con un aumento generalizado de la inflación y de los precios de la energía, la incidencia positiva en la economía es un escenario poco probable. Sin embargo, en este contexto incierto, me mantengo en mi convicción de que el inmobiliario es un sector llamado a liderar la recuperación de la economía. Los resultados y la sólida posición financiera de SILICIUS nos hace prever un año muy ambicioso para la compañía, apostando por un crecimiento diversificado y estable, y avanzando en nuestro plan estratégico de Responsabilidad Social Corporativa. ■

Si la Familia Gómez  
es sostenible, su energía  
también debería serlo.

Todos hemos cambiado. También nosotros.  
Por eso, en los últimos cuatro años, hemos  
aumentado nuestra producción de energía  
renovable un 133% y hemos reducido  
un 37% nuestras emisiones directas de CO<sub>2</sub>.

**Naturgy** 

[naturgy.com](http://naturgy.com)



# Cuando un fondo económico contribuye a una sociedad más justa y sostenible

**S**egún un estudio elaborado por la Cátedra de Sostenibilidad Energética de la Fundación IEB-Universidad de Barcelona y publicado por Fundación Naturgy, las familias vulnerables viven en edificios de 25 años o más y, por lo tanto, construidos antes del actual reglamento de edificación que prevé medidas obligatorias de eficiencia energética, siendo la falta de ésta una de las causas principales de la pobreza energética.

Conscientes de esta realidad y con el objetivo de mejorar las condiciones de vida de las personas más vulnerables, Fundación Naturgy, la institución sin ánimo de lucro creada por la multinacional energética Naturgy en 1992, se planteó abordar esta problemática de una manera estructural, teniendo en cuenta el hecho de que una rehabilitación energética integral cuesta entre 20 y 25.000 euros por vivienda, una cantidad inalcanzable para una familia vulnerable.

Para ello, encargó a la Universidad Politécnica de Madrid un estudio que buscara soluciones rápidas y de bajo coste, analizando la pobreza energética en cuatro climas distintos: Madrid, Barcelona, A Coruña y Sevilla. El estudio, titulado "Re-habilitación energética exprés para hogares vulnerables. Soluciones de bajos coste", dirigido por la arquitecta emérita Margarita de Luxán, identificó hasta 75 tipos de actuaciones que se pueden hacer desde el interior de la vivienda, sin arquitecto ni permisos, y sin que las familias tengan que abandonar su hogar.

Este estudio refleja que una reforma exprés en un hogar madrileño, por ejemplo, aumenta un 22% los días de bienestar al año sin consumir energía extra y evita las temperaturas por

debajo de los 10°C, al tiempo que reduce los días por encima de los 29°C durante todo el año. En otros casos, los días fríos se eliminaban completamente sin aumentar el consumo energético. Esto supone una mejora considerable de las condiciones de habitabilidad de estas viviendas y, por tanto, también tiene un impacto positivo en la salud de estas familias.

Con base en este estudio, Fundación Naturgy decidió dar un paso más creando, en 2017, el Fondo Solidario de Rehabilitación Energética, un fondo económico para que estas rehabilitaciones exprés llegaran a las familias vulnerables. Colabora con entidades del Tercer Sector, a través de las cuales tiene acceso a las familias vulnerables y puede realizar las auditorías energéticas necesarias para definir las actuaciones a realizar.

Fundación Naturgy es la que realiza la mayor aportación económica para las rehabilitaciones exprés, pero también realizan aportaciones los empleados de la compañía, proveedores o clientes con el compromiso de que la Fundación doble la cantidad que aporten estos otros actores.

Las rehabilitaciones cuentan con un presupuesto máximo de 5.000 euros por vivienda, y de media se invierten unos 2.000 euros por rehabilitación. La reparación o sustitución de calderas y de otros sistemas de calefacción y agua caliente representa alrededor de una cuarta parte de las actuaciones realizadas. Le siguen por volumen de actuaciones la sustitución de carpinterías y ventanas, y al asilamiento de techos y paredes. La instalación de electrodomésticos eficientes, el cambio a iluminación LED, las mejoras en instalaciones eléctricas y de gas, la sustitución de persianas o la instalación de toldos son otras de las actuaciones que se realizan.

Como Fundación, a través de este Fondo, Naturgy también realiza rehabilitaciones a petición de los Servicios Sociales de diversos ayuntamientos de España y su intención es redoblar esfuerzos e innovar con nuevos proyectos sociales. Por ello, están introduciendo una nueva línea de actuación que permita a los colectivos vulnerables acceder a las energías renovables con el objetivo de contribuir a una sociedad más sostenible, pero también más justa. Así, Fundación Naturgy ha puesto en marcha 3 proyectos de instalación fotovoltaica y tiene en curso 6 más, en edificios en los que residen íntegramente personas vulnerables y en residencias y centros asistenciales. En la actualidad, el Fondo Solidario de Rehabilitación Energética es la única iniciativa que ayuda a personas vulnerables para rehabilitación tipo exprés y que llega al 100% de la financiación necesaria.

La directora general de Fundación Naturgy, María Eugenia Coronado, afirma que “la adecuación energética de los hogares es una de las medidas clave para reducir la vulnerabilidad energética, y por eso hemos hecho una apuesta muy importante para trabajar en esta línea”. Según Coronado, “alcanzar un hito tan significativo como superar las 3.000 viviendas rehabilitadas no hubiera sido posible sin el trabajo en red que realizamos con cerca de una veintena de organizaciones sociales, ya que son ellas las que nos permiten llegar a las familias que más lo necesitan”.

Desde el año 2017, Fundación Naturgy ha rehabilitado 3.047 viviendas, con un coste medio de 1.650 euros, consiguiendo así mejorar su habitabilidad y reduciendo su consumo de energía. El total de las aportaciones ha sido de más de 5 millones de euros.

El Fondo Solidario de Rehabilitación Energética es uno de los principales programas sociales con que cuenta Fundación Naturgy para contribuir a paliar la pobreza energética en nuestro país y está alineado con las recomendaciones de la Estrategia Nacional contra la Pobreza Energética 2019-2024. En esta hoja de ruta, el Gobierno español establece la rehabilitación energética de viviendas como una de las líneas de actuación a corto, medio y largo plazo, para abordar esta problemática de forma estructural.

Este Fondo se consolida como una herramienta fundamental de Fundación Naturgy en su lucha contra la vulnerabilidad energética. El impacto inmediato en la habitabilidad de los hogares en los que actúa, así como su aportación en el ahorro de estas familias, convierten a este programa en un pilar básico del Plan de Vulnerabilidad Energética de la compañía energética. ■



Fundación  
Naturgy

## JAMIE HAMMOND |

Deputy CEO - Responsable de Distribución Internacional, iM Global Partner

# «Compramos participaciones minoritarias en gestoras independientes con objetivo de crecer el negocio con alineados intereses»

El conocimiento de Hammond de la industria de inversión supera los 30 años. Antes de incorporarse a iM Global Partner trabajó en AllianceBernstein Limited como consejero delegado y responsable del Grupo de clientes de la región EMEA. Anteriormente, estuvo en Franklin Templeton Investments, como consejero delegado de las entidades reguladas en el Reino Unido y Managing Director para Europa. También ocupó el puesto de responsable de Ventas a escala nacional en Hill Samuel Asset Management, la división de gestión de activos de Lloyds TSB Group.

---

 POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN
 

---

**iM Global Partners fue fundada en 2013** por Philippe Couvrecelle, con un volumen de activos bajo gestión actualmente de más de 37.000 millones de dólares y con presencia en 13 localizaciones. El equipo de dirección ejecutivo está constituido por 15 profesionales de la industria financiera, con más de 20 años de experiencia tanto en Gestoras de Fondos, como es Industria Financiera, Recursos Humanos y Tecnología.

El modelo de negocio de iM Global Partners consiste en llevar a cabo un extenso análisis sobre aquellas boutiques "best in class", con la posibilidad de incluir esas estrategias en su grama de productos, conectándolos con su equipo de distribución, del que Hammon es responsable para Europa.

Según comenta, algunos les definen como comercializadores de terceros o multi-boutiques, pero en realidad lo que hacen es convertirse en socios **comprando participaciones minoritarias en gestoras independientes**, por lo general

por debajo del 45%, **con la intención de alinear intereses y hacer crecer el negocio**, y no vía un acuerdo contractual de marketing o distribución. "No tomamos participaciones mayoritarias porque queremos que los empresarios y las personas que fundaron el negocio continúen dando buenos resultados como hasta ahora, pero trabajando con nosotros como socios para hacer crecer el negocio, la base de clientes y mejorando la base de activos", añade el directivo.

La primera compañía en la que compraron una participación minoritaria fue Polen Capital, en 2015, y ahora ya tienen 8 socios entre los que están (ver gráfico).

Son gestoras muy especializadas en su clase de activo. Las hay desde alternativos (hedged funds) como Sirios, especialistas en fondos de crecimiento como Polen Capital, o Richard Bernstein Advisors, especializada en asignación macro top-down vía ETFs como subyacente para llevar a cabo asignación de activos activa en fondos multiactivos.





Algunas de estas gestoras no habían tenido contacto alguno con clientes fuera de los Estados Unidos. Sin embargo, como socios de iM Global Partners, sus productos son listados en Luxemburgo (vía la estructura de paraguas de fondos que ofrece OYSTER) y distribuidos vía las diversas plataformas existentes, dando a conocer sus productos en aquellos países europeos y con clientes institucionales europeos a los que no tenían acceso, como fondos de pensiones y soberanos en Europa, pero también con clientes mayoristas. “Buscamos las mejores plataformas de distribución y por ello tenemos personas “on the ground” que lo hacen”.

En mayo de 2010 compraron el 100% de SYZ Asset Management, que incluía el paraguas de fondos OYSTER, que recientemente la renombraron a iMGP funds, que por ejemplo han utilizado para registrar dos fondos de Richard Bernstein Advisors.

En algunos casos las boutiques utilizan ese “paraguas”, aunque registrados bajo el nombre de

iMGP. Aunque comenta que también tienen socios que cuentan con su propio “paraguas” como Polen Capital o Zadig AM, a las que “añadimos nuestra capacidad de distribución, marketing y ventas”.

Este modelo de distribución de fondos en Europa también lo realizan vía su última adquisición - Litman Gregory - en junio de 2021, con lo que pueden ofrecer el mismo servicio de distribución, marketing y ventas a gestoras independientes europeas, vía su estructura “paraguas” en los EE.UU.

**Su modelo les hace conocedores de las dinámicas de cada país, de los hábitos de inversión (que varían de país a país), pudiendo adaptarse a las necesidades de inversión de cada país y de cada cliente.** “Los clientes no quieren que los pongan en la misma cesta, sino que requieren que conozcan sus necesidades específicas en cada momento, qué clase de activos necesitan reforzar y con ello ofrecerles las mejores soluciones individuales”, puntualiza Hammond,»



» “usando nuestra base de datos construida a lo largo de estos años y las estrategias/capacidades que cada uno de nuestros socios puede ofrecer para optimizar la construcción de alternativas a nuestros clientes”.

### Los inversores institucionales requieren un volumen mínimo de activos, que ha cambiado en los últimos años

Las grandes instituciones financieras globales (fondos soberanos, fondos de pensiones, endowments, aseguradoras...) normalmente establecen **un tamaño mínimo de 500 millones** de dólares/euros, ya que cuando van a invertir en un fondo no quieren convertirse en el inversor mayoritario.

Sin embargo, para los **clientes de menor tamaño como fondos de fondos, banca privada o algunos gestores de patrimonio** de menor tamaño un fondo con un volumen de **100 millones es adecuado**.

“Evitamos diferenciar entre clientes institucionales o mayorista ya el servicio que requiere la persona que está en una red de banca privada bancaria es del mismo calibre que un cliente de mayor tamaño. Nuestra finalidad es atender de igual manera a todos los clientes”.

Sin embargo, cuando se habla de mandatos o cuentas segregadas, el tamaño del fondo no in-

fluye, pero si los resultados, procesos de inversión, control de riesgos, etc.

### La presión en las comisiones se mantendrá

En los últimos años, o bien, la última década ha habido un cambio hacia los fondos pasivos dentro de las carteras, “y no quiero decir que esté más a favor de uno u otro, ya que considero que al construir una cartera se deben usar todas las herramientas disponibles para alcanzar el objetivo de inversión”, pero el crecimiento de la gestión pasiva ha llevado a mayores presiones en las comisiones, que según el experto no se está estabilizando, sino que seguiremos viéndolo.

Por ello, es importante que los gestores activos muestren una cartera altamente concentrada basada en una alta convicción y no una cartera con demasiadas posiciones y que haría que un cliente fuera más proclive a un fondo pasivo más barato.

De hecho, recuerda que alguna vez preguntó a los ponentes en una conferencia de inversiones en Berlín: ¿qué buscas en un gestor activo? Y la respuesta fue:

- Carteras concentradas con las mejores ideas
- Protección en correcciones, es decir, *downside protection*
- Generación de ingresos
- Perspectivas claras de objetivos de rentabilidad. ■

# Transformemos juntos nuestras *ciudades*

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



Entra en nuestro metaverso y descúbrelo.

¿Buscas las mejores  
opciones para invertir?

Sí, es aquí 

Entra en  
[inversores.servihabitat.com](https://inversores.servihabitat.com)  
y elige tu inversión inmobiliaria.

Encuentra  
la tuya aquí



 Servihabitat

Aquí empieza todo.