

- Entrevista gestora, abrdrn
- Más allá del Ibex, Oryzon
- Entrevista a Felipe Lería, UBP



La subida de tipos como oportunidad para construir carteras a largo plazo

SÚMATE A LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN

INVERSIONES AL SERVICIO DEL PLANETA Y DE TU FUTURO.

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

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

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

mandg.es



La oportunidad sigue estando en Europa

Se cumplen dos años desde que se descubrió la vacuna (la primera) contra el Covid -19, dos años en los que el mundo ha pasado del optimismo más absoluto a la cautela más extrema. La vuelta a la normalidad y a la movilidad generó problemas en las cadenas de suministro que provocaron cierta subida de inflación, que terminó de estallar con la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Una inflación que se ha tenido que atacar son subidas de tipos de interés y la promesa de los Bancos Centrales de que habrá una reducción de la liquidez desde niveles históricamente altos. Si hace dos años se veía la situación con optimismo, con recomendaciones incluso de que estábamos ante uno de esos grandes momentos para invertir en bolsa, parece que las caídas que acumulan los índices este año no anticipan que podamos estar ante uno de esos históricos ejercicios para la renta variable. La falta de visibilidad en muchas de las variables que hay sobre la mesa (guerra en Ucrania, control de la inflación, crisis energética, escasez de semiconductores...) hace que muchos no puedan mirar más allá de 2-3 meses vista.

Sin embargo, a pesar de los retos que plantea este entorno -en el que a nivel europeo se necesita replantar el modelo energético, dependencia tecnológica, cadena de suministros de materias primas- lo cierto es que todos coinciden en que Europa tiene la oportunidad de definir una política tecnológica, energética y de cadena de suministro basada "en nuestros valores y donde no dependamos de socios que no garanticen nuestra estabilidad", decía recientemente el CEO de Telefónica, José María Álvarez Pallete.

Y ahí sí hay muchas expectativas puestas. Si esto sale bien, los mercados lo irán reflejando. Siempre, eso sí, a largo plazo. ■

Que disfruten estas páginas



Silvia Morcillo Acero

Directora

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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

SUMARIO



NOVIEMBRE 2022 | N° 43

CONTENIDOS



La subida de tipos como oportunidad para construir carteras a largo plazo 6
Reportaje por *Silvia Morcillo* y *Pablo Gallén*

Macroeconomía 18
Por *Ramón Bermejo*

Entrevista gestor 30
abrdrn

Ranking de Fondos 38
Por *Consuelo Blanco*

Fondo a examen 40
JPMorgan Funds - Global Healthcare Fund A (acc)-EUR

ASEAFI 42
FondosDirecto Sistemas de Información

Más allá del Ibex 54
Oryzon

Entrevista final a Felipe Lería 56
UBP



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

Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

Riesgos a tener en cuenta:

Riesgos relacionados

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

Riesgos de inversión

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

Perfil del inversor

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

columbiathreadneedle.es



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

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

01.22 | J32084_ES | 4335399



La subida de tipos como oportunidad para construir carteras a largo plazo

El final de año da una tregua a los inversores. El mercado descuenta ya un escenario de larga duración de la guerra entre Ucrania y Rusia, una inflación que hará pico a lo largo de 2023 y una recesión que no llegará tan dura como la crisis financiera de 2008. Ante este escenario, los inversores empiezan a ver la luz al final del túnel y creen que ha llegado la hora de tomar posiciones compradoras pensando en el largo plazo tanto en renta fija como en renta variable.

POR **PABLO GALLÉN** Y **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN

El rebote de los índices bursátiles en octubre se produjo a pesar de que la inflación en el corto plazo no da tregua tanto en EEUU como en Europa. El cambio de tendencia, sin duda, se produjo el pasado 13 de octubre

cuando se conoció el índice de precios al consumo (IPC) en EEUU que se situó por encima de lo previsto en el 8,2% y la subyacente llegó hasta el 6,6%, máximos de cuatro décadas. Sin embargo, el mercado no se plegó a las ventas y a pesar de los malos datos optó por cerrar en verde.

Los principales bancos centrales, por su parte, siguen con su hoja de ruta marcada y esperan ir elevando tipos hasta la mitad de 2023 con el fin de aplacar la subida generalizada de precios. La subida de tipos, sin embargo, es una ventana de oportunidad para los perfiles más conservadores para ir tomando posiciones en renta fija, obtener retornos positivos tras años de tipos de interés al 0% y no forzar un perfil de riesgo que no le corresponde.

“Llegan años muy interesantes para los inversores con tipos de interés normalizados del 4,5%-5% en EEUU y del 3%-3,5% en la eurozona, lo que supone una oportunidad para la renta fija sin tener que perfilar al ahorrador hacia posiciones de mayor riesgo, y además un momento para que las valoraciones en renta variable también se normalicen. El mercado seguirá pagando más por descubrir compañías de crecimiento y en eso estamos... Construyendo carteras para los próximos años”, subraya **Ander Arcaraz, gestor de Patrimonios de Acacia Inversión.**

Entre las categorías que mejor se han comportado en los últimos ejercicios sobresalen las compañías de pequeña y mediana capitalización y los bonos de países emergentes y en especial los de China. La segunda economía del mundo se está desacelerando pero aún así cerrará el año con un crecimiento de su Producto Interior Bruto (PIB) de alrededor del 3% tras duros confinamientos y la política de Covid cero que ha impulsado el Gobierno de Xi Jinping.

“Los bonos chinos han funcionado muy bien este año y es una de las pocas categorías que van a cerrar en positivo este año, junto a dólar, petróleo y gas. Es uno de los pocos países que cuenta con una inflación controlada en el 2,8%, y en su cesta de la compra influye mucho el precio de la carne de cerdo que está cayendo”, valora **Bruno Patain, director general de Eurizon en España y Portugal.**

“El mayor reto al que se enfrenta China es la burbuja inmobiliaria que tiene, el sector re-

presenta el 25% de su PIB aunque llegó a ser el 40%. Llevan años diciéndolo, han empezado a ajustar el sector pero lo que pretende el Gobierno es que se desinflen no que explote la burbuja. Dentro de esta burbuja tenemos compañías públicas, empresas semi públicas y corporaciones privadas, como Evergrande por ejemplo que es el caso más conocido y con razón por el endeudamiento que presentaba. Su presidente acumuló una fortuna de 16.000 dólares que el Estado ha confiscado para ir pagando a los acreedores. China va a estimular su economía, pero a su vez controlando que la burbuja inmobiliaria continúe. Estímulos monetarios no, estímulos fiscales”, añade Patain.

Por su parte, las compañías de mediana y pequeña capitalización han sido una fuente de rentabilidad superior a las grandes empresas a nivel histórico por la oportunidad que supone invertir en compañías en fases de maduración más temprana, la innovación que presentan, las operaciones corporativas de compra que se suelen dar y el crecimiento en ingresos y beneficios. A nivel de índices, el Stoxx Europe Mid 200 acumula un retorno desde 1989 del 443% y el Stoxx Europe 50 un 422,35%.

Una gestora que se ha especializado en este nicho de mercado es Lonvia Capital fruto de la unión a finales de 2020 entre el conocido gestor Cyrille Carrière tras su paso por Grouppama AM con la gama Avenir y François Badelon, uno de los gestores ‘value’ más famosos de Europa y conocido como el ‘Warren Buffett francés’ que fundó hace más de 20 años Amiral Gestion.

La filosofía de inversión de la entidad francesa consiste en identificar compañías de calidad con modelos de negocio que con-»

Entre las categorías que mejor se han comportado en los últimos ejercicios sobresalen las compañías de pequeña y mediana capitalización y los bonos de países emergentes y en especial los de China



»sideran sostenibles y que generan valor añadido para los accionistas a largo plazo. Sólo invierten en empresas que, a su juicio, cuentan con un sólido potencial de desarrollo

La filosofía de inversión de la entidad francesa consiste en identificar compañías de calidad con modelos de negocio que consideran sostenibles y que generan valor añadido para los accionistas a largo plazo

gracias a su posicionamiento en mercados nicho y estrategias orientadas al crecimiento, innovación, inversión en capital humano, la conquista de nuevos clientes y la expansión internacional. Las empresas en las que invierten tienen la capacidad de evolucionar considerablemente en tamaño en pocos años. Una

vez seleccionadas, su objetivo es acompañar el desarrollo de estas empresas y que sus clientes se beneficien de la generación de valor potencial a largo plazo.

“El paradigma de que sólo hay innovación en Asia y en EEUU pasó a mejor vida. Europa tiene nichos de mercado muy interesantes como la tecnología médica o la industria

donde se ven compañías de gran crecimiento, que se internacionalizan en Asia y Estados Unidos... Y ahí es donde invertimos nosotros. Nuestras compañías tienen de media márgenes financieros del 20%-25%, más del 55% de sus ingresos provienen fuera de Europa y cuentan con una deuda sobre ebitda de 0,2 veces. Asimismo, una inflación elevada y estructural como la que tenemos hace que las valoraciones se ajusten a la baja porque los flujos de caja esperados se contraen”, comenta **Francisco Rodríguez d’Achille, socio y director de desarrollo de negocio para Sur de Europa, Latinoamérica y US Offshore de Lonvia Capital.**

Ahorradores con apetito y paciencia

A pesar de las caídas acumuladas en 2022, los ahorradores españoles tienen apetito por la inversión como demuestran los flujos de patrimonio que recoge Inverco. Según los mismos, los fondos de inversión domiciliados en España cerraron septiembre con entradas netas de dinero por valor de 1.700 millones de euros, lo que eleva a 9.000 millones de euros las suscripciones netas que se han recibido en el conjunto del año. Las categorías que más flujos netos están recibiendo son renta fija y fondos garantizados. »

Un selfie
desde Marte.
¿En serio?

En serio.

Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias



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

» “Los clientes están aguantando invertidos en los fondos, han entendido que los momentos de caídas no son para vender e ir a liquidez y están muy a la espera de ver qué sucede. Son momentos para tener contacto con los clientes haciendo una labor casi de psicológicos intentando tranquilizarlos y darle una visión casi más desde un punto de vista humano que financiero, para rebalan-

cear carteras...”, arguye **Pedro Palenzuela, director de asesoramiento financiero de Palenzuela Inversiones Financieras.**

Mónica Barrio, directora de Santander Private Banking Vizcaya, pone como ejemplo el éxito de captación patrimonial que ha tenido Santander AM desde septiembre con un fondo con rentabilidad objetivo que invierte»

Cinco ideas de inversión con potencial para estos momentos de mercado



■ Rocío Poquet, sales manager de Aegon AM:

“Vemos mucho valor en el Global Diversified Income Fund que ofrece un cupón mensual para nuestros inversores. El Asset Allocation está entre la renta fija, renta variable y activos reales.

El fondo tiene una yield histórica en los últimos doce meses del 6,2% y, debido al entorno de mercado hemos reducido la parte de activos reales, pues su valoración se ve afectada por la subida de tipos, aunque nos mantenemos en los activos de más calidad donde vemos incremento de dividendos; encontramos valor en renta fija de corto plazo, en emisiones investment grade con vencimiento a 3-4 años y, en la parte de renta variable, nos

hemos ido a sectores más defensivos”.



■ Wenting Deng Gestora del Eurizon Fund Bond Aggregate RMB:

“El mercado de bonos chinos es el segundo más grande del mundo. Ha excedido los 20 billones de dólares así que ya es difícil para cualquiera pasar por alto un mercado tan mayúsculo. Además, esta clase de activos ha demostrado ser capaz de obtener buenos resultados.. Así que, en este sentido, supone crear una oportunidad única para los inversores para invertir en activos de renta fija que podrían tener un compartimiento muy diferente al de los bonos del Tesoro estadounidense y al resto de clases de activos. Esta es la razón por la que los mercados de bonos chinos,

especialmente los que cuentan con elevados ratings, la deuda soberana del gobierno central y la cuasi-soberana, como Agencias, no han perdido su correlación negativa”.



■ Fernando Fernández Bravo, Director de Distribución Invesco Iberia

La correlación entre el growth y los bonos de larga duración han funcionado muy bien en un entorno de tipos bajos pero, en el entorno actual donde tendremos tipos más elevados, habrá un nuevo paradigma para la financiación. Los flujos de caja se tendrán que descontar a tipos del 3-4% y ahí creemos que será el estilo value el que mejor pueda funcionar en los próximos años. Europa es value. Aunque es complicado ahora hablar de invertir en renta variable eu-»

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 responsable¹ 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 es.allianzgi.comes.allianzgi.com

XXXIII
**Premios
Fondos**
2022
Expansión | 



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

¹Fondo 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).

© 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 denominados en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor español o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Frankfurt/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

» en bonos españoles, italianos y deuda de la propia entidad. “Vemos que hay demanda en renta fija, producto conservador... mientras que en renta variable estamos aún un poco contenidos”, valora Barrio.

Esta estrategia está siendo transversal en toda la industria española que ve como la subida de tipos genera una oportunidad his-

tórica para ir poco a poco entrando en renta fija a pesar de que el retorno esperado sigue siendo bajo respecto a la inflación actual del 8,9%. Alternativas, en definitiva, para todo tipo de inversores y ahorradores con el propósito de capear la subida de precios generalizada que empezó siendo transitoria, pero que ya lleva instaurada en la sociedad europea desde hace más doce meses. ■

» ropea, por los desequilibrios que tenemos, sí vemos que cuando hablamos del gap entre value y growth también existe ese mismo diferencial entre Europa y EEUU. Pensamos que en los próximos diez años el gap entre value y growth disminuirá igual que lo hará el que hay entre Europa y EEUU. Por lo tanto, el value vuelve a merecerse un hueco en las carteras diversificadas”.



■ **Domingo Barroso,**
Director ETF, Iberia & Latam
Fidelity International.

“Nuestra oferta de ETFs se compone de 17 productos, todos ellos artículo 8 de la SFDR y por tanto con un foco en ESG, agrupados en tres categorías: Sostenibles, Quality Income (rentas de dividendos de calidad) y Temáticos. Estos últimos son muy interesantes por ofrecer exposición a tendencias estructurales potentes y de largo plazo que darán forma al futuro. El Fidelity Me-

taverse ESG Tilted Index está diseñado para representar la evolución bursátil de un conjunto internacional de empresas que desarrollan, fabrican, distribuyen y venden productos o servicios que posibilitan el metaverso; Fidelity Digital Health ESG Tilted Index está diseñado para representar la evolución bursátil de empresas que ofrecen soluciones de gestión de historiales médicos, dispositivos sanitarios conectados, robots quirúrgicos, telemedicina y otros productos sanitarios posibilitados por la tecnología y el El Fidelity Clean Energy ESG Tilted Index, que busca representar la evolución bursátil de un conjunto internacional de empresas que distribuyen, fabrican o suministran tecnologías para posibilitar la producción de energía a partir de fuentes renovables.



■ **Adrià Besó,**
responsable de ventas en
España de Wisdom Tree.

“La inversión temática, tanto de ETF como de fondos, ha crecido de forma exponencial en los últimos años, tanto en flujos como en activos bajo gestión. En Europa, hay 360.000 millones de euros en productos temáticos y los ETF tienen el 14% de la cuota de mercado. Hay una tendencia muy clara en nuestra sociedad para reducir las emisiones de carbono y las empresas y gobiernos de distintos países están examinando sus cadenas de suministro para centrarse en soluciones tangibles que ayuden a combatir el cambio climático y alcanzar los acuerdos marcados por acuerdos globales. Una de las industrias que más contamina es el sector transporte y para mejorar las emisiones se necesita mejor tecnología y nuevas soluciones y desde Wisdom Tree creemos que una de las soluciones más tangibles son las baterías o soluciones de almacenamiento de energía. En este sentido tenemos el Wisdom Tree Battery Solutions”. ■

Don't worry. Stay covered.

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

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

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



Nordea 1 - European Covered Bond Opportunities Fund

nordea.es/ManténgaseCubierto

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



Preparándonos para un invierno difícil

Los fundamentales macroeconómicos se deterioran, la inflación aún no se ha desacelerado significativamente, los bancos centrales de los mercados desarrollados todavía están apretando los tornillos y los precios de la energía se han disparado al alza -especialmente la gasolina, en niveles mucho más altos que antes de la pandemia-, con el consiguiente impacto material en los ingresos disponibles en Europa y Reino Unido -los cuales ya estaban disminuyendo en términos reales-. En definitiva, nos acercamos a la recesión.

Con los mercados de bonos y acciones en territorio negativo en lo que va de año, e incluso teniendo en cuenta el repunte del mercado bajista de verano, lamentablemente creemos que lo peor puede estar por venir. Las estimaciones de beneficios aún no reflejan con precisión la realidad de las perspectivas, a pesar de algunas rebajas recientes, lo que significa que podría haber más desventajas para las acciones y el

crédito. ¿Cómo se traduce esto para los inversores, y específicamente para aquellos enfocados en generar niveles estables de ingresos?

En este contexto, estamos posicionados a la defensiva en todas nuestras carteras, preparándonos para el próximo brote de sentimiento negativo. Estamos realizando esto de varias maneras:

- En primer lugar, haciendo uso de mayores niveles de liquidez cuando corresponde. Durante el entorno estanflacionario en el que hemos estado, el efectivo ha sido el rey. Sin embargo, el uso del mismo como una clase de activo defensivo en las carteras presenta problemas para los inversores conservadores, dados los niveles de rentabilidad aún bajos en comparación con otras clases de activos.

En las estrategias de inversión centradas en los ingresos recurrentes, la construcción de nuestra cartera se ha centrado, por lo tanto, en replicar la dinámica de la liquidez mante-

niendo la exposición a activos con niveles de ingresos más atractivos. Lo hemos hecho mediante la gestión dinámica de nuestras coberturas de capital. Por lo tanto, en lugar de vender acciones a la baja para estacionar los beneficios en liquidez, estamos utilizando futuros de acciones para cubrir la beta de nuestras acciones. Al hacer esto, continuamos recibiendo ingresos de nuestra exposición a la renta variable pero cubrimos un componente significativo del riesgo, lo cual nos permite beneficiarnos de la selección de valores de nuestra asignación activa de acciones. Esto nos ha funcionado bien en períodos de debilidad del mercado, y este año creemos que debería proteger el capital durante el período de mayor volatilidad que esperamos.

- En segundo lugar, nuestra asignación a alternativos es otra área que ocupa un lugar destacado en nuestras carteras, con una inclinación particular hacia posiciones que se benefician de una sólida generación de flujo de caja, especialmente cuando están vinculados a la inflación. Estos activos se han comportado mejor que los bonos y que las acciones tradicionales en lo que va del año, y esperamos que continúen haciéndolo durante el resto del ejercicio y más allá.

Un segmento que no ha funcionado en lo que va del año, pero que esperamos que haga una mayor contribución en el futuro, son los activos de duración de mayor calidad. La importante revisión de precios de dichos activos ha aliviado significativamente nuestras preocupaciones anteriores y, aunque la inflación sigue siendo alta, los niveles de rentabilidad actuales hacen que los activos de duración de alta calidad sean mucho más interesantes. Hemos aumentado significativamente nuestra exposición en esta área en los últimos meses. Con los bancos centrales mundiales enfocados en combatir la inflación a expensas de la economía, pensamos que se acerca un cambio: de la estanflación a la recesión. Si eso sucede, los activos de duración estarán bien situados para actuar como un activo defensivo y correlacionado negativamente con las acciones en las carteras, algo que no han logrado en lo que va de año.

La continua debilidad de nuestros indicadores de actividad refuerza la convicción de nuestro equipo de que estamos entrando en un período de crecimiento global notablemente más lento. Si bien la actitud agresiva máxima podría estar cerca, a los bancos centrales les resultará difícil respaldar de manera significativa al crecimiento o a los mercados con una inflación aún tan alta. En este contexto, instamos a la cautela y continuamos posicionando nuestras carteras para un crecimiento desacelerado y una inflación incierta. ■



Eugene Philalithis

Gestor del Fidelity Funds Global Multi Asset Income Fund

Navegando a través de la tempestad

Muchos inversores están teniendo un año de “pesadillas” continuas dado que los mercados financieros atraviesan **uno de los años más difíciles de las últimas décadas**. La alta inflación y, por consiguiente, las subidas de tipos de los Bancos Centrales para combatirla, están causando un gran problema no sólo para los inversores sino también para los gestores de carteras. **¿Por qué?** Dicho de forma sencilla, en este momento **las clases de activos están altamente y positivamente correlacionadas**, lo que significa que casi todo se está desmoronando. Sin ningún lugar para esconderse, los inversores se están poniendo nerviosos y ansiosos, ya que no hay interrupción en estas caídas y nadie sabe cuándo tocaremos suelo.

Como cita el antiguo y conocido dicho *“a veces la mejor manera de ganar no es tener una buena ofensiva, sino una buena defensa”*. Para el equipo Multi Assets de Nordea, esto no es sólo un dicho, sino la filosofía de inversión que han estado aplicando en todas sus soluciones de inversión durante más de 17 años. De hecho, **su prudente filosofía de inversión ha demostrado dar sus frutos a largo plazo**. Mientras que la mayoría de los inversores y gestores de cartera se centran en el ruido del mercado y en la búsqueda de rentabilidad, nuestro Multi Assets Team prefiere esforzarse por comprender las principales fuentes de riesgos en todo momento. Por esa razón, construyen carteras desde **una perspectiva bottom-up** (no desde una perspectiva top-down), manteniendo siempre **un alto nivel de diversificación**. Esto se vuelve particularmente valioso en momentos como los actuales, cuando los acontecimientos negativos del mercado

ponen a la luz la exposición real de las carteras al riesgo.

La diversificación eficiente no consiste simplemente en juntar clases de activos en la cartera, sino más bien en **identificar un número selecto de posiciones verdaderamente descorrelacionadas** que puedan ofrecer retornos a los inversores en todos los entornos de mercado. Este enfoque de diversificación puede aportar un mayor nivel de protección en mercados bajistas, mientras que permite participar igualmente en las subidas del mercado. Todo ello se traduce en **algo que los inversores están anhelando hoy en día... un nivel mayor de preservación del capital**.

El Multi Assets Team de Nordea ha creado su estrategia **Nordea Stable Return**, una solución equilibrada y sin restricciones con más de 17 años de trayectoria, utilizando precisamente este enfoque de inversión de equilibrio de riesgos. En lugar de invertir en activos específicos en base a una visión macroeconómica a corto plazo, los gestores de la cartera siguen una filosofía de “equilibrio de riesgos” y combinan activos agresivos con defensivos. Además, el equipo también cuenta con **estrategias alternativas propietarias de mitigación de riesgos** (por ejemplo, las divisas defensivas) para fortalecer este equilibrio de riesgos. La clave es encontrar el equilibrio adecuado entre los activos que podrían proteger la cartera si se produjera una caída y las inversiones que puedan impulsar la cartera y sus rentabilidades cuando los mercados estén subiendo. Esta estrategia se ha convertido en sinónimo del renombrado equipo Multi Assets de Nordea, dirigido por el Dr. Asbjørn Trolle Hansen.

Además, este equipo gestiona una cartera de renta variable global “long-only” con un sesgo histórico hacia los estilos de Value, Quality y Low Volatility, la estrategia **Nordea Global Stable Equity**. Esta estrategia pretende superar al mercado con un nivel de riesgo global inferior¹. En este caso, el equipo selecciona **empresas estables con sólidos fundamentales subyacentes** (por ejemplo, beneficios, dividendos, etc.) que tienden a mostrar una menor volatilidad en el comportamiento del precio de sus acciones. Estas empresas suelen ejercer un fuerte poder para fijar los precios que les permite transmitir al consumidor el coste de la inflación con un impacto mínimo en los márgenes², una característica que es particularmente beneficiosa en el entorno incierto y desafiante de hoy en día. Con un enfoque adicional en las valoraciones, el equipo **evita acciones de baja calidad y/o muy caras**. Este enfoque de inversión permite a la estrategia ofrecer **una mayor protección a los inversores durante las caídas de la renta variable** mientras les permite **ser participantes en las subidas del mercado**.

El Multi Assets Team de Nordea ha empleado sus **17 años de experiencia** para afinar su **proceso robusto de inversión** y generar **un sólido historial** para ofrecer confianza a los inversores que están sopesando cómo afrontar los retos actuales del mercado a los que nos enfrentamos. ■

¹⁻² No se ofrece ninguna garantía de que se conseguirán los objetivos de inversión, rentabilidad y resultados de una estructura de inversión. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

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



Laura Donzella

Directora de Distribución a Clientes Institucionales y Mayoristas en Iberia, Latinoamérica y Asia de Nordea



La Unión Europea está lista para proporcionar 18.000 millones de euros en ayuda financiera a Ucrania

La Unión Europea propuso el 9 de noviembre un nuevo mecanismo para proporcionar 18.000 millones de euros en ayuda financiera a Ucrania de una manera más predecible después de que el bloque tardara en proporcionar todo el apoyo que prometió a principios de este año, de acuerdo con la información recabada por Bloomberg. El plan establecería un marco sostenible para cubrir las finanzas de Ucrania en 2023, sin dejar de ser flexible para ajustar la ayuda a las necesidades de financiamiento en evolución, dijeron personas familiarizadas con la propuesta.

El plan también ayudará a preparar el terreno para los esfuerzos de reconstrucción. El plan de la UE apunta a ofrecer más previsibilidad en el apoyo financiero a Ucrania tras las críticas de EE.UU. y Kiev por los retrasos del bloque en el suministro de liquidez a la nación devastada por la guerra. Ucrania necesita alrededor de US \$ 38.000 millones el próximo año, y la administración de Biden ha señalado que está lista para cubrir alrededor de la mitad de la factura.

La UE aún debe aprobar los 3.000 millones de euros restantes de un paquete de 9.000

millones de euros para 2022 prometido en mayo pasado. Las diferencias en el diseño del plan han complicado los desembolsos en los últimos meses. Los estados miembros no estuvieron de acuerdo sobre si la ayuda debería venir en forma de subvenciones o préstamos en condiciones favorables, como ha sido el caso hasta la fecha. Las capitales también se enfrentaron por el volumen de garantías que deberían proporcionar para pedir prestado el dinero en los mercados.

Para evitar más retrasos, el brazo ejecutivo de la UE propondrá utilizar un colchón adicional en el presupuesto de la UE como garantía para recaudar los fondos. Esta opción requeriría el respaldo unánime de los 27 gobiernos para modificar el marco presupuestario de la UE. Puede que esto no sea fácil de vender. Hungría dijo que no apoyaría más fondos conjuntos de la UE para Ucrania. Los comentarios del canciller Peter Szijjarto se producían en un momento en que Budapest se encuentra en la etapa final de negociaciones con la Comisión Europea para finalizar su plan de recuperación, que se ha retrasado por una disputa sobre el estado de derecho. El país necesita la aprobación de la UE para fin de año o se arriesgará a perder el 70% de los 5.800 millones de euros en sub-

venciones destinadas a la nación.

El nuevo instrumento para Ucrania proporcionaría préstamos en condiciones favorables para cubrir necesidades inmediatas, rehabilitación de infraestructura crítica y apoyo inicial para la reconstrucción de posguerra. El desembolso de préstamos vendría con condiciones que Ucrania debe cumplir relacionadas con el estado de derecho, la gobernanza, la lucha contra el fraude y la corrupción que respaldarían sus esfuerzos para convertirse en miembro de la UE.

Por otro lado, y como fuente adicional de ayuda a Ucrania, las autoridades ucranianas ayer domingo 6 de noviembre utilizaron poderes especiales en tiempos de guerra para tomar el control de cinco empresas estratégicamente importantes, todas las cuales tienen vínculos con algunos de los oligarcas más poderosos del país. Al tiempo que su Ejército busca hacer retroceder la invasión de Rusia al país durante más de ocho meses, el ministro de Defensa Oleksii Reznikov dijo que la decisión de ayer del Gobierno lo ayudará a satisfacer las necesidades militares, incluido el mantenimiento del suministro de combustible y la restauración y reparación de equipos.

Las empresas ahora serán administradas por el Ministerio de Defensa. "A partir de hoy, los activos especificados se gestionan en nombre del Estado y en interés de todo el sector de seguridad, para satisfacer las necesidades de las Fuerzas Armadas y de todo el sector de defensa", dijo Reznikov a los periodistas en Kiev el lunes 7 de noviembre.

El primer ministro, Denys Shmyhal, dijo que su Gobierno estaba ejerciendo el poder extraordinario de acuerdo con la legislación de emergencia aprobada en respuesta a la invasión del Kremlin el 24 de febrero. Oleksiy Danilov, secretario del Consejo de Defensa y Seguridad Nacional de Ucrania, dijo que el Gobierno devolverá estas posesiones después de que finalice la ley marcial u ofrecerá una compensación por las mismas. "Estas empresas deben cubrir las necesidades del país en tiempos de guerra", dijo Shmyhal a los periodistas.

Conclusión: En Estados Unidos, el aumento de la inflación parcialmente relacionado con la guerra ha endurecido los vientos en contra para el presidente Biden y su partido antes de las elecciones de mitad de mandato que se celebrarán mañana martes 8 de noviembre y planteado nuevas preguntas sobre el futuro de la asistencia de seguridad de EE.UU., que ha ascendido a US \$ 18.200 millones desde que la guerra comenzó. Según una encuesta publicada el 3 de



Ramón Bermejo Climent

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

» noviembre por el Wall Street Journal, el 48% de los republicanos dijo que Estados Unidos estaba haciendo “demasiado” para apoyar a Ucrania, frente al 6% de marzo.

Los progresistas dentro del Partido Demócrata están pidiendo diplomacia para evitar una guerra prolongada, publicando, pero luego retractándose de una carta en la que se pide a Biden que redoble los esfuerzos para buscar “un marco realista” para detener la lucha.

“Si Rusia gana, tendremos un período de caos, florecimiento de la tiranía, guerras, genocidios y carreras nucleares”, dijo el viernes el asesor presidencial Mykhailo Podolyak. “Cualquier concesión a Putin hoy, será un acuerdo con el diablo y acabaremos pagando un precio muy elevado por ello” continuó diciendo. Los funcionarios ucranianos se refieren a que el acuerdo de paz de 2015 en la región oriental de Donbás, donde Moscú respaldó una campaña separatista, solo sirvió para dar tiempo a Rusia antes de que Putin lanzara su invasión a gran escala este año.

Cuestionan por qué cualquier nuevo acuerdo de paz sería diferente, argumentando que la única forma en que se evitará que Rusia regrese para realizar más ataques es venciendo a sus militares en el campo de batalla.

Los mercados de renta variable de EEUU y Europa continúan a la espera de cualquier señal de alivio tanto por el lado de la invasión que pudiera poner fin a esta guerra como por el lado de la inflación con caídas sostenidas del precio del gas natural y del crudo, algo que aún no tenemos) e hiciera que la Reserva Federal y el BCE frenara este ciclo de endurecimiento de la política monetaria. Desde el punto de vista de reconocimiento de patrones el poder contar en el índice Nasdaq 100 cinco ondas a la baja desde un techo de mercado y haber alcanzado la línea de tendencia bajista de largo plazo trazada desde marzo 2009 (véase Gráfico 1), constituye un primer indicio alcista, pero necesitamos señales más sólidas provenientes de los precios del gas natural y del crudo exhibiendo caídas sostenidas que frenen a los bancos centrales. ■

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA SEMANAL DEL ÍNDICE NASDAQ 100



GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DE LA SERIE HISTÓRICA SEMANAL DEL S&P 500



Renta fija sin ideas fijas

Es el momento de ponerse en forma

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



Conozca más
vontobel.com/fi2022

Asset Management

+0,1% en la última cifra del PIB. La principal razón es el colapso de las inversiones residenciales, que ahora representan sólo el 1% del PIB (normalmente se sitúan en el 3,5%). El gasto nominal de los consumidores también ha mostrado algunos signos de ralentización, lo cual es un problema mayor que la ralentización de las tendencias del gasto real. La contribución al crecimiento del PIB del gasto en bienes duraderos ha disminuido, y está sesgada por una considerable disminución del gasto en automóviles.

El consumo en EE.UU. suele reaccionar al endurecimiento de la política monetaria con una demora de dos a tres trimestres, según Morgan Stanley, y se prevé que el primer y el segundo trimestre del próximo año podrían ser los más débiles para el gasto de los consumidores.

Hemos observado recientemente que, aunque la inflación de los alquileres debería seguir siendo elevada en EE.UU. durante algún tiempo, debería comenzar a descender gradualmente en los próximos meses, ya que las tasas de viviendas vacantes han aumentado, lo que favorece la desaceleración de los alquileres, que es coherente con el descenso de los precios de la vivienda. La inflación de los servicios médicos también está en camino de caer bruscamente en 2023, así como los precios de los coches usados, lo que, en su conjunto, debería impulsar la inflación hacia el último resumen de la proyección económica de la Reserva Federal de aproximadamente el 2,8% para finales de 2023.

La conexión entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación es importante

El crecimiento interanual de la oferta monetaria (M2) fue el más rápido durante el primer trimestre de 2021, con un 27%, tras los más de 3 billones de dólares de estímulo fiscal aplicados por el gobierno estadounidense. Por lo general, el cambio en el crecimiento de la oferta monetaria tarda unos 18 meses en manifestarse plenamente en la inflación. Ahora, el crecimiento de la oferta monetaria está justo en el 2,5% y casi no ha vuelto a los niveles anteriores a la crisis; por lo tanto, la inversión de la inflación en la dirección opuesta debería acelerarse en 2023. Esperamos que la inflación empiece a retroceder, y quizás mucho más rápido de lo que cree el consenso.

De cara al nuevo año

En 2023, las subidas limitadas a medida que la inflación se desacelera deberían aportar estabilidad a los tipos, lo que, en nuestra opinión, respaldaría los diferenciales de crédito globales y los mercados de deuda de los gobiernos. Esto supondría una subida limitada o nula en 2023 o un alejamiento significativo del choque de tipos experimentado por los mercados este año. ■



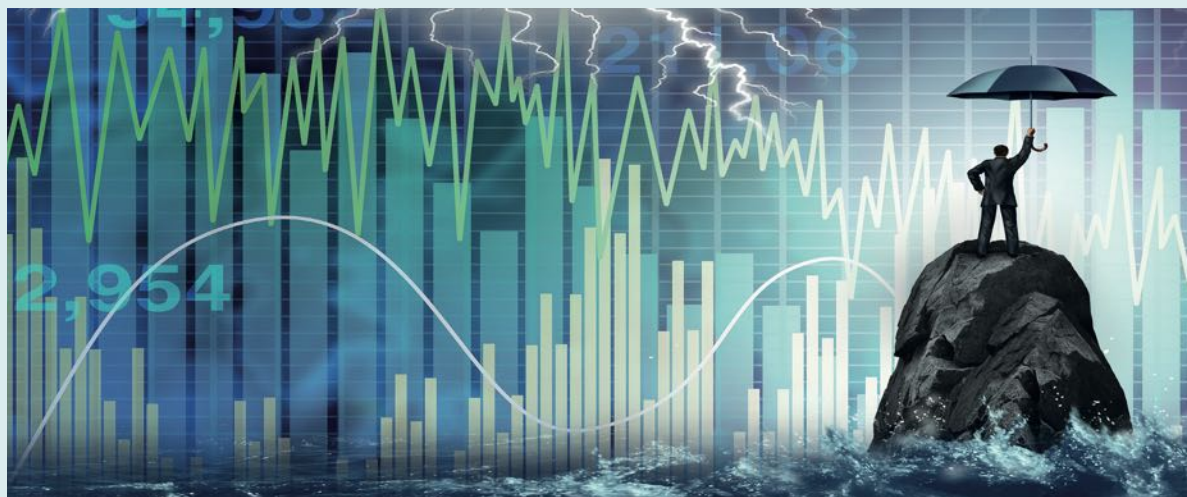
**Mondher
Bettaieb-Loriot**

Director de crédito de Vontobel



**Claudia
Fontanive-Wyss**

Gestora de Vontobel



Volatilidad, inflación, ¿qué nos depararán los próximos 6 meses?

Con una inflación todavía galopante y unos bancos centrales que suben los tipos de forma agresiva en toda la economía mundial, las probabilidades de una desaceleración económica significativa han aumentado. Creemos que es probable que se produzca una leve recesión en la mayoría de las principales economías durante los próximos trimestres.

Normalmente, el deterioro del crecimiento llevaría a los responsables políticos a pivotar y estimular la economía en lugar de seguir endureciendo la política. Pero con la inflación en los niveles actuales, creemos que ese giro sigue siendo una perspectiva bastante lejana. Dicho esto, no esperamos que los bancos centrales sigan endureciendo sus políticas al mismo ritmo. La política monetaria funciona con retraso, y es probable que la economía mundial esté empezando a sentir el impacto de las rápidas subidas de tipos de los últimos trimes-

tres. Dado que los tipos de interés oficiales en la mayoría de las principales economías ya han superado las estimaciones de "neutralidad", creemos que los bancos centrales deberían, y probablemente lo harán, ralentizar el ritmo de las subidas de tipos para dar tiempo a que funcionen las medidas que ya han adoptado.

Consideramos que esta ralentización es una pausa más que un giro. Los bancos centrales seguirán atentos a la amenaza de la inflación y, por tanto, si las presiones sobre los precios no disminuyen, pueden volver fácilmente a un endurecimiento más agresivo. Pero incluso si la inflación empieza a bajar, esperamos que los tipos de interés se mantengan elevados mientras los bancos centrales esperan que la inflación converja al objetivo, un proceso que probablemente dure al menos la mayor parte del próximo año.

Si bien la lucha contra la inflación sigue siendo la narrativa dominante, hay áreas de divergencia.



La economía china sigue siendo débil, con una demanda privada vacilante y un crecimiento que depende del aumento de la demanda del sector público. Es probable que esta dinámica persista; incluso cuando China se reabra más ampliamente tras los cierres relacionados con el COVID, los desequilibrios del sector inmobiliario seguirán requiriendo un apoyo gubernamental adicional. Creemos que este apoyo llegará y que se producirá un repunte del crecimiento, pero es poco probable que China retome su papel de motor de crecimiento de la economía mundial hasta que su economía interna esté más asentada.

Asimismo, Japón se encuentra en una situación diferente a la del resto del mundo. El Banco de Japón no cree haber alcanzado aún su objetivo de impulsar la inflación de forma sostenible, por lo que sigue manteniendo los tipos de interés fijados mediante el control de la curva de rendimiento. Con una política fiscal que probablemente se sume al crecimiento y con un yen extraordinariamente débil, la economía japonesa probablemente destaque en 2023.

Las turbulencias del mercado financiero han sido una parte necesaria del endurecimiento de las condiciones financieras engendrado por los bancos centrales este año. A medida que los responsables de las políticas comienzan a ralentizar el ritmo de endurecimiento y, en última instancia, a hacer una pausa, es probable que el ritmo de las caídas del mercado se reduzca y acabe por detenerse. Esto no significa que los bancos centrales tengan la intención de inducir un repunte significativo, sólo que quizá ya no consideren necesario desencadenar un descenso. El resultado más probable para los mercados es una reducción de la volatilidad más que un cambio de dirección significativo; dado lo agitado que ha sido el año 2022, eso sería un buen comienzo. ■



Miguel Luzarraga

Director en Iberia
de AllianceBernstein



Pensar a pequeña escala en periodos convulsos

La renta variable estadounidense ha firmado una etapa increíble de alrededor de una década. Hemos asistido a un periodo de globalización de más de diez años en el que las compañías que encabezan el índice S&P 500 se han visto en una situación que, en apariencia, les venía como anillo al dedo y en virtud de la cual empresas de gran tamaño y elevada calidad —como Amazon, Alphabet, Apple y Microsoft¹— se han situado en la cresta de una ola tecnológica. Además, esta ola ha tenido un alcance mundial: el crecimiento más marcado no ha tenido lugar en EE. UU. y en Europa, sino en China y en la India. Aun así, quienes se han beneficiado de este fenómeno han sido los gigantes tecnológicos estadounidenses.

No obstante, en los últimos años —desde el estallido de la pandemia de COVID-19, a lo

que se suma ahora el conflicto entre Rusia y Ucrania— hemos empezado a observar la aparición de un nuevo entorno caracterizado por la desglobalización, el aumento de los precios, una inflación elevada y persistente, la subida de los tipos de interés y la entrada en recesión. Podemos ver que las conexiones mundiales tejidas durante las últimas décadas, especialmente en el ámbito de las cadenas alimentarias y el abastecimiento energético en Europa, por ejemplo, están empezando a resultar problemáticas. Depender de otros países —y especialmente la dependencia de Rusia para cubrir las necesidades nacionales de gas— no es recomendable.

La situación de Estados Unidos resulta algo diferente. El país cuenta con una relativa seguridad energética debido a sus elevados niveles de producción a escala nacional, además de importar un volumen de alimentos

inferior al de Europa. Sin embargo, continúa experimentando subidas de tipos y bien podría enfrentarse a una recesión, aunque está mostrando resiliencia. El consumidor estadounidense cuenta con una ingente reserva de poder adquisitivo gracias al enorme paquete de estímulos de 5 billones de USD implementado para hacer frente a la COVID-19 y que buscaba proteger a los hogares y a las empresas de la perturbación económica provocada por la pandemia. Esta «hucha» —propiciada por la COVID-19 y que provocó que los ahorros pasasen a representar casi un 35% de la renta disponible²— todavía no se ha agotado, por lo que observamos una continua demanda de bienes y servicios que se sitúa en niveles elevados.

Las grandes capitalizaciones frente a las pequeñas capitalizaciones

Así, cabría preguntarse cuáles son las implicaciones de toda esta situación para las compañías estadounidenses. Las compañías estadounidenses de gran capitalización continuarán siendo excelentes negocios: creemos que Amazon seguirá creciendo, al igual que Microsoft y sus servicios basados en la nube. No obstante, dar la espalda a la globalización y adoptar un enfoque más centrado en el mercado nacional podría resultar un planteamiento bastante atractivo para las compañías estadounidenses de pequeña capitalización. Si analizamos la exposición a los ingresos generados en el extranjero por capitalización bursátil, por ejemplo, veremos que las pequeñas capitalizaciones constituyen empresas mucho más orientadas al mercado nacional.

Además, históricamente hemos observado que las compañías de menor tamaño suelen ir a la zaga de las de gran capitalización cuando bajan los tipos de interés, si bien cosechan resultados superiores en coyunturas de tipos alcistas.

Uno de los motivos por los que las compañías de menor tamaño generan una rentabilidad superior a la del mercado en periodos de tipos al alza y niveles de inflación más normales obedece a que, por lo general, ello representa un indicio de que la economía muestra solidez. Resulta más difícil afirmar lo que esta rentabilidad superior implica en un contexto en el que la inflación supera el 8%. Habrá que verlo. ■

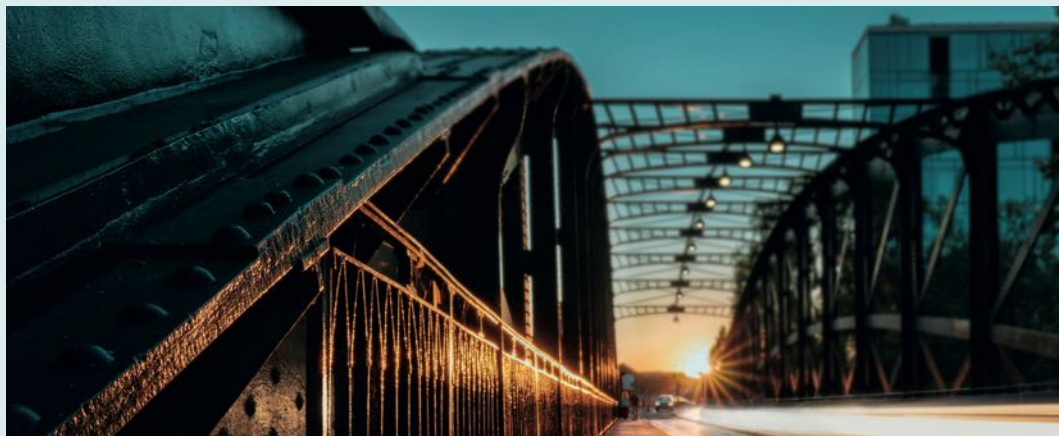


Nicolas Janvier

Director de Renta Variable
Estadounidense, EMEA
en Columbia Threadneedle

¹ La referencia a acciones o bonos específicos no debe interpretarse como recomendación de negociación. La rentabilidad histórica no permite predecir las rentabilidades futuras.

² Columbia Threadneedle Investments y Bloomberg, 9 de septiembre de 2022



Infraestructura cotizada e inflación

La infraestructura juega un papel crucial en la sociedad moderna y constituye la base de la economía global. Ofrece exposición a tendencias de crecimiento estructural a largo plazo, como energías renovables, transporte limpio y conectividad digital. Por este motivo, creemos que los flujos de caja estables y crecientes que genera esta clase de activos pueden jugar un papel igualmente importante en las carteras de los inversores.

¿Qué evolución muestra la infraestructura cotizada en entornos más inflacionarios y volátiles?

Quando se disparan los precios

La inflación creciente ha afectado a los mercados de renta variable, y sobre todo a las apuestas growth. Con el giro de las expectativas de inflación de «transitoria» a «afianzada», los inversores buscan activos con potencial de soportar mejor que otros el efecto corrosivo de las subidas generalizadas de los precios.

Niveles de volatilidad crecientes

Otra cuestión que preocupa hoy en día a los inversores es la volatilidad.

La invasión rusa de Ucrania, además de la inmensa tragedia humana que está provocando, es el principal factor tras el fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros. El riesgo de una dependencia excesiva del gas ruso ha pasado a un primer plano. La subida de los precios del gas natural a nivel global después de que Rusia recortara el suministro a varios países tras su negativa a pagar en rublos no es más que un ejemplo de cómo las decisiones políticas del Kremlin pueden afectar profundamente a los mercados mundiales.

Históricamente, la infraestructura ha brindado cierto refugio frente a la volatilidad. Datos de la Organización Mundial de Infraestructuras Cotizadas muestran que, en las últimas dos décadas, la infraestructura cotizada ha proporcionado mayores rentabilidades con una menor volatilidad que la renta variable o el inmobiliario a nivel global.

Lo más probable es que la recuperación tras la pandemia requiera una gran inversión en la clase de activos a nivel mundial. En Estados Unidos, un programa de 1,2 billones de dólares se propone reparar, modernizar

y ampliar la infraestructura deteriorada del país. Por su parte, la Unión Europea se ha volcado en la agenda verde para tratar de fomentar las energías renovables y el transporte limpio.

La transición hacia la neutralidad de carbono

Ahora que las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) se están tornando más relevantes para los inversores y las gestoras, los activos de infraestructura que contribuyen a la transición hacia fuentes de energía renovables están cobrando más importancia. Según estimaciones de Morgan Stanley, alcanzar cero emisiones netas de aquí a 2050 requerirá una inversión de 50 billones de dólares. Incluso asumiendo que solamente parte de estas inversiones acabarán implementándose, existe una oportunidad potencial a largo plazo que los inversores e infraestructura podrían tratar de aprovechar, considerando lo esencial que es la infraestructura para la descarbonización.

El sector de la infraestructura facilita la transición a un mundo neutro en carbono a través del desarrollo de fuentes energéticas más limpias, y de la reducción o captura de emisiones existentes. En nuestra opinión, las empresas de infraestructura que utilizan combustibles renovables o de transición (como el gas natural) y las que ya desarrollan combustibles del futuro (como el hidrógeno) juegan un papel crucial en dicha transición.

Estas políticas podrían esbozar un trasfondo favorable para la clase de activos, pero no son el único motivo de nuestro entusiasmo. También pensamos que, además de la energía renovable, la infraestructura cotizada podría beneficiarse de tendencias estructurales a largo plazo como la conectividad digital y la demografía, temas potentes susceptibles de prolongarse durante muchas décadas. En tal entorno, las oportunidades a largo plazo en infraestructura cotizada nos inspiran un gran optimismo. ■

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

Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión. No podemos ofrecerle asesoramiento financiero. Si no está seguro de que su inversión sea apropiada, consúltelo con su asesor financiero.

Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en cualquiera de los fondos de M&G. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg. SEPT 22/ 823401



Alex Araujo

Gestor del M&G (Lux) Global Listed Infrastructure Fund

BEN PACKENHAM |

Aberdeen Standard Sicav I - Select Euro High Yield Bond Fund

«Ya hay indicios de que los bancos centrales de todo el mundo están adoptando una postura ligeramente más moderada»

Hablamos con Ben Packenham, gestor del Aberdeen Standard SICAV I - Select Euro High Yield Bond Fund, sobre las perspectivas que tiene sobre la economía mundial y el mercado de bonos de alto rendimiento, un activo que “no es un mal lugar para los inversores que buscan ingresos”.

POR **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN

¿Cuáles son sus perspectivas para la economía mundial?

Esperamos que las tasas de crecimiento de la economía mundial se reduzcan drásticamente en 2023, por la elevada inflación y el rápido endurecimiento de las condiciones financieras. Además, Asia sigue luchando con la política china a la que denominan “Covid Cero”, razón por la que el crecimiento se ha visto afectado localmente. Sin embargo, las implicaciones a nivel global también son graves, ya que los cuellos de botella de la cadena de suministro se están desbloqueando de forma más lenta. En Occidente, la guerra en Ucrania mantiene altos los precios de los alimentos y la energía. En este entorno, los beneficios de las empresas se van a ver reducidos por una combinación de factores en los que se conjugan unos menores ingresos y unos márgenes comprimidos, sobre todo en los sectores orientados al consumo. También es probable que los mercados de la vivienda se debiliten, ya que los tipos hipotecarios se disparan, lo que, junto con la caída de los mercados financieros, genera una riqueza negativa. Esto ejerce una mayor presión sobre los consumidores, que verán cómo sus ingresos disponibles se deterioran aún más el próximo año.

¿Cree que todavía hay volatilidad por delante?

Aunque esperamos que durante el cuarto trimestre se produzca un repunte de los merca-

dos, también creemos que la volatilidad volverá a aumentar en 2023. La narrativa que domina en los mercados ha pasado de estar más centrada en la inflación a mostrar una mayor preocupación por sus efectos sobre la economía real y, por extensión, por los beneficios corporativos. Creemos que la volatilidad se reducirá a corto plazo a medida que las expectativas de inflación disminuyan, lo que aliviará algunos de los vientos en contra a los que se enfrentan tanto los bonos como la renta variable. Ya hay indicios de que los bancos centrales de todo el mundo están adoptando una postura ligeramente más moderada.

¿Hay que huir del high yield o hay oportunidades?

Cuando se invierte en bonos high yield, es decir deuda de alto rendimiento, la cuestión más importante que hay que tener en cuenta son las pérdidas esperadas por posibles impagos. El aspecto más positivo de los mercados de alto rendimiento en la actualidad es que las valoraciones parecen razonablemente atractivas si se tienen en cuenta las expectativas de impago, que, en nuestra opinión, siguen siendo moderadas hasta el próximo año. La principal razón por la que se prevé que los impagos permanecerán bajos es que la cantidad de deuda que hay que refinanciar en los próximos tres años es relativamente baja en proporción al total. Esto sig-



nifica que la mayoría de las compañías se han asegurado unos tipos de interés bajos durante este próximo periodo de turbulencias que se avecina. Aunque las métricas financieras se deteriorarán inevitablemente, es poco probable que desencadenen impagos generalizados, ya que los costes de los intereses siguen siendo excepcionalmente bajos en comparación con los estándares históricos.

Dentro del alto rendimiento, ¿es Europa una buena oportunidad para los inversores?

Históricamente nos ha gustado el mercado europeo porque se caracteriza por una mayor calidad y una menor duración en comparación

con el mercado estadounidense. Además, también cotiza con una valoración más atractiva. Dicho esto, creemos que las empresas del Viejo continente van a experimentar una mayor presión sobre los beneficios que sus homólogas estadounidenses, por lo que, teniendo en cuenta estos factores, no tenemos una opinión firme sobre qué mercado superará al otro en los próximos uno o dos años. En cuanto al alto rendimiento de los mercados emergentes, las perspectivas de impago son mucho más graves, por lo que seguimos siendo prudentes con respecto a esos mercados.

¿Cuál es la filosofía de inversión del Aberdeen Standard SICAV I - Select Euro High Yield Bond Fund?

El fondo genera alfa a largo plazo mediante una sólida selección de valores. Tendemos a sobreponderar los bonos de menor calificación crediticia, lo que no ha sido una buena asignación en los últimos diez años, pero el fondo ha superado a los mercados generando más rendimiento que el índice sin que la experiencia de impago haya sido peor. Nuestro profundo proceso de análisis del crédito nos da la convicción de asumir más riesgo crediticio que los mercados en general. Combinamos esto con una perspectiva top-down, lo que nos permite saber en qué punto del ciclo crediticio nos encontramos, qué sectores pueden generar los mejores rendimientos ajustados al riesgo sobre esa base y cuál debe ser nuestra posición de duración relativa.

¿Cómo está posicionado el fondo?

El fondo, que a principios de año tenía una duración mucho menor que la de los mercados, es ahora neutral en términos de duración relativa. Mantenemos una sobreponderación en bonos con rating B, pero lo hemos ido reduciendo a lo largo del tiempo y esperamos continuar con este cambio de posicionamiento hasta finales de año. Tenemos una posición relativamente defensiva desde el punto de vista sectorial, con una sobreponderación en la industria de las telecomunicaciones, los medios de comunicación y la sanidad y una infraponderación en sectores industriales y de ocio. ■



Alan Wilson

Miembro del equipo de renta fija de mercados emergentes de Eurizon y gestor del Emerging Markets Global Local Currency

da en “divisa fuerte”. Como resultado, el endeudamiento se ha convertido en deuda interna y la emisión de deuda se ha centrado en inversores locales con mucho capital. Sin lugar a dudas, se trata de un paso significativo en este sentido: al concentrar la mayor parte de las necesidades de endeudamiento en deuda denominada en divisa local, los mercados emergentes han recorrido un largo camino hacia la disminución de la vulnerabilidad a los flujos de capital “calientes”, mejorando la estabilidad.

Por otro lado, este buen comportamiento de la deuda emergente en divisa local, que está actuando como un diversificador de otras clases de activos, se justificaría también en la correlación con el crecimiento global, que es positiva para los emergentes. Además, cabe destacar que las perspectivas para las materias primas son favorables. En este sentido, es probable que persista la reciente presión sobre los precios de la energía, ya que la demanda posterior a la reapertura por el covid sigue cruzándose con unos mercados energéticos históricamente ajustados. Esto supondría una buena noticia para las economías exportadoras de materias primas de los mercados emergentes, que probablemente disfrutarán de un shock positivo en los términos de intercambio. Y por último, podríamos resaltar los propios factores técnicos. El impacto acumulado del taper tantrum en 2013, la derrota de la “ola azul de Biden” en 2021 y el estallido geopolítico de este año»

» en Ucrania, ha dado lugar a mínimos de varios años en el posicionamiento de los mercados emergentes. Este tímido posicionamiento se va a normalizar a medida que las estrellas se alineen para los mercados emergentes.

Teniendo en cuenta todos los factores ya mencionados, el **Eurizon Fund SLJ Local Emerging Markets Debt** se posiciona como una solución de inversión muy interesante. Se trata de un fondo de renta fija emergente en divisa local que invierte principalmente en deuda soberana y divisas emergentes, aunque también tiene margen para invertir en bonos corporativos y, de manera puntual, en bonos distressed o situaciones puntuales si el equipo gestor considera que hay valor en la operación. Es un fondo principalmente top down (80% de la estrategia), pero que lo combina con el análisis bottom up, que constituye el otro 20% de la estrategia.

En la actualidad, la cartera del fondo refleja tres grandes temas macro¹: perspectivas positivas de crecimiento global, el pico de la inflación y el restablecimiento de la cadena de suministro. Aunque los nubarrones se han acumulado y el FMI no cree que vaya a ir más allá de una recesión técnica en el mundo emergente, sin embargo, ha señalado riesgos a la baja para el crecimiento global general este año y el próximo y la prima de crecimiento en las economías emergentes en relación con las desarrolladas se ha revisado al alza tanto en 2022 (+1,3% desde +1,1%) como en 2023 (+2,6% desde 2,5%). De hecho, de cara al futuro, el FMI espera que la prima de crecimiento de los mercados emergentes se mantenga en torno al +2,5% durante los próximos cinco años. Cabe recordar que,

normalmente, cuando se ha producido una prima de crecimiento de los emergentes frente a los desarrollados ha sido positivo para su renta fija y sus divisas. En cuanto al segundo tema, consideramos que la inflación está tocando techo. A esto se ha de añadir que, el dólar se encuentra en proceso de alcanzar un máximo y se encuentra muy sobrevalorado. Como la inflación está cerca de tocar techo, cuando llegue ese momento, la Fed tendrá que ser menos hawkish y la divisa perderá fuerza. Finalmente, sobre el final de los cuellos de botella, es cuestión de tiempo que la oferta se normalice.

Por países, actualmente tenemos opiniones muy constructivas sobre Brasil, tanto con sus bonos como con su divisa. El país se beneficia del alza en los precios de las materias primas y su banco central ha estado muy activo, de hecho, se ha puesto al frente del ciclo de endurecimiento. Por otro lado, China es otra sobreponderación que nos resulta interesante. Los bonos chinos son un buen lugar para invertir, ya que la inflación sigue siendo baja en relación con el resto del mundo. Además, China es un buen diversificador de otros países emergentes; esperamos que los flujos regresen a los activos chinos.

Además de las apuestas en bonos, divisas y de manera más selectiva en compañías, siempre con un enfoque centrado en la búsqueda de activos líquidos, el equipo de Eurizon se cerciora de que la cartera respete la estrategia ESG² y nos fijamos en los países que estén haciendo progresos hacia la sostenibilidad. Como resultado de esta selección, el fondo tiene actualmente una duración de 5,5 años, con una TIR del 7,5%. ■

¹ El Fondo no es un producto garantizado. No se puede asegurar que se alcancen los objetivos de inversión. Es posible que no recupere su inversión inicial. Los principales riesgos del Fondo en condiciones ordinarias de mercado: Riesgo de mercados emergentes y fronterizos - Riesgo de crédito - Riesgo de derivados - Riesgo de divisas - Riesgo de tipos de interés - Inversión sostenible y en condiciones de mercado no habituales: riesgos de contraparte y de garantía - Riesgo de impago - Riesgo de liquidez. Consulte el Folleto y los KIID para obtener más detalles sobre los riesgos.

² El Fondo tiene características (E) ambientales y (S) sociales y promueve la inversión en activos que siguen prácticas de buen gobierno (G) de acuerdo con el artículo 8 del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles ("SFDR"). El Fondo no tiene como objetivo las inversiones sostenibles.



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos nuestra sociedad.

Invertir en el sector sanitario estadounidense: Yes we care!

Más que una inversión, un reto

La promoción de la salud es una cuestión pública y privada importante. Efectivamente, la sanidad es cara. Por ejemplo, sin seguro, romperse una pierna en Estados Unidos cuesta unos 7.500 dólares y una estancia de tres días en el hospital, 30.000 dólares. Por lo tanto, tener un seguro médico en Estados Unidos es vital. Así, el coste total directo medio anual de la asistencia sanitaria (seguro médico, franquicia del seguro y gastos de bolsillo) en 2020 para un estadounidense es de unos 8.000 dólares, frente a menos de 2.000 euros en Francia. Por ello, la «Inflation Reduction Act» pretende reducir el precio de los medicamentos a través de Medicare.

El sector sanitario estadounidense, un sector atractivo en un contexto inflacionista

En un momento en el que los inversores buscan oportunidades de inversión que se beneficien de la inflación y no sean sensibles al ciclo económico, el sector sanitario está recuperando sus credenciales. Sobre todo en Estados Unidos, donde el gasto sanitario, impulsado por la innovación, la complejidad de un sistema único y una demografía favorable, se encuentra en una espiral inflacionista secular.

Estados Unidos, un sistema sanitario predominantemente privado

El sistema sanitario estadounidense se caracteriza por: i) una fuerte dependencia de los productos de seguro médico, ii) una compleja red de distribución sanitaria y iii) un fuerte poder de negociación de los agentes privados. Estas características, reforzadas por la integración vertical, permiten a determinados agentes de la distribución de seguros y servicios sanitarios abordar

mercados de considerable tamaño y disponer de un elevado poder de fijación de precios.

Productos de seguros de salud

El seguro médico privado cubre a 200 millones de estadounidenses y la mayoría de ellos están suscritos a un seguro médico patrocinado por el empresario o a un plan individual. Un plan de seguro de salud individual funciona como una mutua de seguros de salud. El coste total medio de la asistencia sanitaria (seguro médico, franquicias del seguro y gastos de bolsillo) en 2020 fue de 7.000 dólares por persona asegurada.

Los planes de seguro médico patrocinados por la empresa son los más ventajosos desde el punto de vista económico, ya que el empresario aporta una media del 70% de la prima del seguro. El coste sanitario total medio en 2020 fue de 5.800 dólares por persona asegurada.

Dos grandes programas gubernamentales de cobertura sanitaria: Medicare y Medicaid

Estos programas están regidos por un organismo público que delega su gestión en las compañías de seguros.

- Medicare, financiado por el gobierno, cubre a las personas mayores de 65 años y/o que sufren ciertas discapacidades, es decir, 60 millones de estadounidenses (Bloomberg), con un coste sanitario total medio de 13.500 dólares por persona asegurada en 2020[4].
- Medicaid, financiado a nivel estatal, se dirige a los hogares con bajos ingresos, es decir, 75 millones de beneficiarios (Bloomberg), con un coste total de 8.800 dólares por persona asegurada en 2020[4].

Una cadena de valor única con un actor central: los PBM (Pharmacy Benefit Managers)

Las aseguradoras de salud ofrecen planes de cobertura sanitaria a los beneficiarios. Para ello, negocian condiciones favorables con un PBM, generalmente propiedad de la aseguradora, para gestionar lo mejor posible las prestaciones cubiertas. Los actores principales entre las aseguradoras son UnitedHealth, CVS Health, Cigna y Humana. Mientras que los PBM son actores específicos del modelo americano.

Las redes de farmacias compran a los distribuidores y negocian con los PBM para aparecer en sus redes de distribución de medicamentos. Las empresas farmacéuticas llevan a cabo la investigación, el desarrollo y la fabricación de medicamentos y tratan con los PBM y los distribuidores. Nombres como Johnson & Johnson, Pfizer, Merck & Co. Las MedTech son empresas de base tecnológica que se están estableciendo mediante plataformas digitales, Amazon, que acaba de anunciar la compra de One Medical, Teladoc, especializada en telemedicina, etc.

Un sector muy concentrado...

Los distribuidores forman un oligopolio en torno a tres empresas que se reparten el 97% del mercado. Los PBM son cuatro empresas con el 87% de la cuota de mercado. Por último, la industria farmacéutica es la que ofrece la estructura de mercado más competitiva.

... con actores integrados verticalmente...

Al asumir las actividades de los PBM y las redes farmacéuticas, las aseguradoras de salud han construido empresas integradas que les permiten generar sinergias en todas las etapas críticas de la cadena de valor. Al permitir el envío de medicamentos por correo y las consultas digitales, estos actores están frenando el progreso de los actores digitales.

... y altos márgenes

Valga este dato para ilustrarlo, de un gasto de 100 dólares en un medicamento, 14 son el coste directo de producción, 43 van a las empresas farmacéuticas y 43 a los intermediarios del sistema de distribución (Bloomberg).

Al final...

A pesar de las numerosas reformas, está claro que el sistema ofrece un potencial de aumento de la productividad y la eficiencia. Si la innovación sanitaria sigue en manos de los laboratorios, la productividad vendrá sin duda de la mano de la digitalización de los servicios. Las perspectivas siguen siendo brillantes para la mayoría de los actores. ■



David Cordoba

Head of Sales (Spain),
Crédit Mutuel



Un tercer trimestre marcado por salidas en los ETFs y ETCs

En un entorno de mercado bajista y volátil, con el sentimiento de los inversores afectado por unas tasas de inflación que parecen no ceder, de momento, a políticas monetarias restrictivas, que ha llevado a aumentos sustanciales de los tipos de interés, así como una agitación del mercado de deuda en Reino Unido y un largo etcétera, los flujos de salida afectan al mercado europeo de fondos cotizados (ETF) y de materias primas cotizadas (ETC).

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

El mercado de ETFs y ETCs europeo sufrió **salidas de 7.900 millones de euros** en el tercer trimestre del año, **el primer resultado negativo** desde el primer trimestre de **2020**, según los datos de Morningstar.

Solo en septiembre las salidas ascienden a unos 3.900 millones € que son significativamente inferiores a los flujos positivos promedio de los últimos 12 meses de 7.200 millones €. De este modo, en el ejercicio 2022 el saldo sigue siendo positivo, acumulando un total de 52.200 millones € de entradas.

Entre las categorías de ETFs con mayores salidas en septiembre destacan las de bonos (-2.600 millones €), renta variable (-1.400 millones €), *commodities* (-200 millones €) y en mucha menor magnitud los mixtos.

La otra cara de la moneda y con las subidas de tipos, no es de extrañar que fueran los ETFs del mercado monetario los que recogieron los mayores flujos en septiembre,

unos 400 millones €, seguidos de los alternativos 20 millones €.

De este modo, y considerando el movimiento de los mercados, los activos gestionados en ETFs europeos cayeron de 1.310 millones € al segundo trimestre a 1.170 millones €.

Entre los ETFs de renta variable, durante el trimestre los estratégicos-beta registraron 7.700 millones € de salidas, con las estrategias valor llevándose la peor parte al perder 3.400 millones €. Los ETF temáticos experimentaron ligeras salidas de 200 millones de euros. Los ETF de materias primas y los ETC sufrieron salidas de 9.000 millones de euros en el tercer trimestre.

De los principales proveedores de ETF en Europa, Vanguard fue el único que cerró el trimestre en terreno positivo con 2.000 millones € de entradas. iShares y Amundi, los dos mayores proveedores, registraron salidas de 2.800 millones € y 4.700 millones de euros, respectivamente.

Mientras tanto, las entradas continuaron en **ETFs ESG**, con una captación trimestral

de 14.900 millones €, frente a los 6 700 millones del trimestre anterior, lo que hace que los AuM asciendan hasta los 225.600 millones de euros desde los 216.000 millones de euros y ahora representan el **17,7% del total de activos invertidos en ETF en Europa.**

Europa sufrió salidas netas importantes solo en septiembre

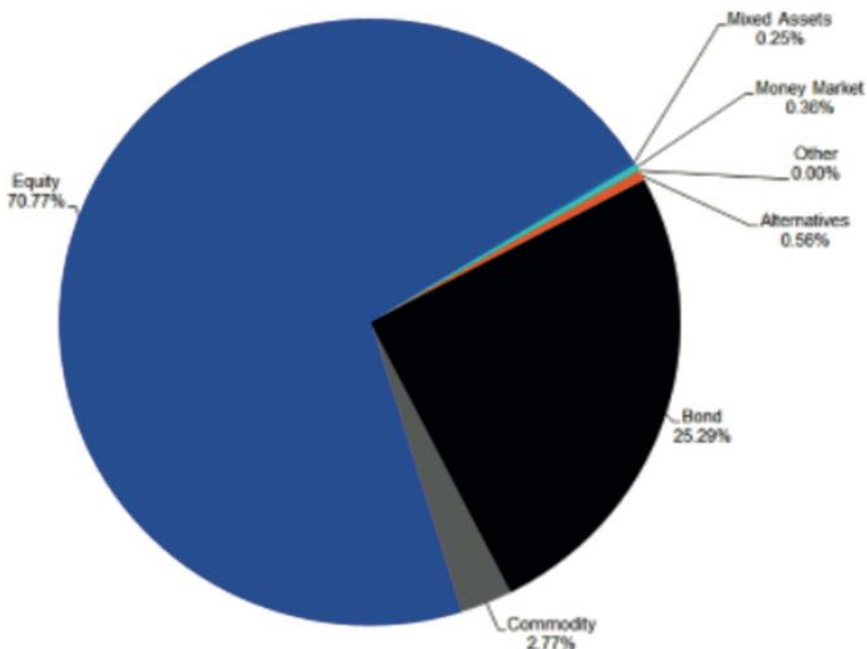
El sector de los ETFs en Europa contaba con 2.823 productos, con 11.562 listados, activos de 1,26 Tn de dólares, de 94 proveedores listados en 28 bolsas de 24 países a finales de septiembre.

Durante este mes, los ETFs experimentaron salidas netas por valor de 5.060 millones de dólares, siendo los ETF de renta variable de los que salieron 1.250 millones de dólares durante septiembre, lo que sitúa los flujos netos en el año en 43.090 millones de dólares, por debajo de los 110.030 millones de dólares de entradas netas que habían atraído los productos de renta variable a estas al-

turas de 2021. Por su parte, los ETFs de renta fija sufrieron salidas netas de 2.720 millones de dólares durante septiembre, situando las entradas netas para el año hasta septiembre de 2022 en 18.170 millones de dólares, por debajo de los 33.440 millones de dólares en entradas netas que los productos de renta fija habían atraído a finales de septiembre de 2021. No se libraron del risk off los ETFs/ETPs de materias primas, con salidas netas de 2.000 millones de dólares durante septiembre, con lo que el acumulado del año es de salidas de 2.520 millones de dólares, cuando en 2021 se experimentaron entradas netas de 2.320 millones de dólares en el mismo periodo del 2021.

En sentido contrario, los ETFs activos atrajeron entradas netas de 806 millones de dólares en el mes, reuniendo un acumulado de flujos positivos de 1.680 millones de dólares, pero muy por debajo de los 5.080 millones de dólares en entradas netas del 2021. ■

■ Cuota de mercado de los AuM en ETFs europeos por clase de activo al cierre de septiembre, 2022





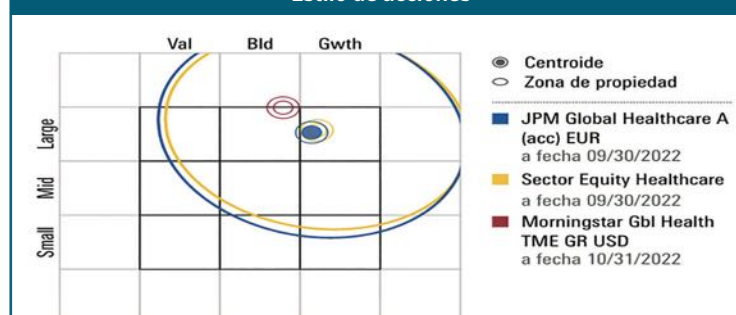
Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero
 (certificado CISI). **Director Académico**
 en FIM Institute y docente en IDD.

JPMorgan Funds - Global Healthcare Fund A (acc) - EUR

Cómo se ha comportado este fondo



Estilo de acciones



Rentabilidad anual del fondo (31/10/2022)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	31/10
Rentabilidad %	13,81	-12,76	5,63	7,50	23,70	12,97	20,17	2,53
+/- Categoría	-3,48	-5,45	-0,10	5,94	-0,26	1,76	3,50	10,20
+/- Índice	-4,93	-8,74	0,41	-0,18	-1,81	8,83	-8,74	-1,75
% Rango en la categoría (sobre 100)	75	83	41	26	57	32	49	-

Diez mayores posiciones (30/09/2022)

Actual Fecha Cartera	Posiciones de renta variable	Posiciones de renta fija	Otros Valores	% Activos en 10 Posiciones principales	Publicado Rotación %
30 sept 2022	80	0	101	43	73,73
Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial	Valor de mercado EUR A fecha 30 sept 2022		
UnitedHealth Group Inc	9,25	31 ago 2010	434.530.427		
AbbVie Inc	5,27	31 ene 2019	247.388.068		
Eli Lilly and Co	5,23	31 may 2015	245.797.691		
Thermo Fisher Scientific Inc	4,38	30 abr 2019	205.909.833		
Bristol-Myers Squibb Co	3,68	31 mar 2013	172.813.492		
AstraZeneca PLC	3,56	30 sept 2016	167.045.444		
Roche Holding AG	3,18	30 sept 2017	149.545.477		
Novo Nordisk A/S Class B	3,12	28 feb 2018	146.443.260		
Regeneron Pharmaceuticals Inc	2,97	30 nov 2019	139.344.791		
Johnson & Johnson	2,59	28 feb 2013	121.624.462		

Posiciones a fecha 30 sept 2022 | El top 10 de mayores valores está disponible para Renta Variable, Renta Fija y Otros.

Hoy presentamos un fondo que se encuentra encapsulado en un sector en que siempre recomiendo tener exposición y no es otro que el sector salud. Si bien podemos vivir crisis, recesiones o cualquier evento que haga temblar las economías... el sector salud siempre estará ahí. A fin de cuentas, es un sector que representa la esencia más pura del ser humano, que no es otra que la vida.

Otro de los aspectos es que actualmente invertir en sector salud nos lleva de forma prácticamente directa a invertir en tecnología, ya que la industria healthcare es una auténtica revolución tecnológica.

El JP Morgan Global Healthcare es un fondo de crecimiento, con un amplio track record que invierte en mínimo un 67% del activo total en renta variable cuyos emisores pueden situarse en cualquier país.

En los últimos meses, su exposición se ha focalizado en EEUU con un 84% y ha ganado consistencia en compañías grandes con un estilo más growth.

Su rentabilidad como vemos en el gráfico es constante, este 2022 se encuentra en positivo, que es algo que puede parecer hasta extraño viendo la muestra del mercado. El fondo analizado es el de ISIN LU0880062913. Hay dos más que están en USD o un EUR-Hedged, pero en este caso y viendo el comportamiento de las divisas, creo que lo más adecuado es quedarnos en nuestra propia divisa, y más teniendo en cuenta lo que ya se ha devaluado el Euro frente al Dólar.

Un dato importante es que, desde su creación en 2009, mantiene el equipo de gestión con nuevas incorporaciones, por lo que indica la confianza en la solidez y los resultados. ■

¿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

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*

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



ROBECO
The Investment Engineers

Con los seguros 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. La sucursal española de Robeco tiene NIF W0032687F y domicilio social en Madrid en Calle Serrano 47-14^º 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.



Tendencias de Externalización

El convulso mercado que estamos padeciendo este año no parece que vaya a finalizar a corto plazo. Un cóctel de intensa desaceleración de la actividad económica, que es global y previa a la subida de tipos, una política monetaria fuertemente restrictiva para dar respuesta a una inflación persistentemente elevada y valoraciones todavía delicadas para muchos activos (la conocida como “everything bubble”) presenta un probable escenario de continuación del mercado bajista en los próximos meses. Eventualmente ello puede (ya lo está haciendo en algunos casos) dañar el lado de los ingresos de muchas entidades gestoras y distribuidoras de fondos de inversión.

Por otro lado, con la llegada de una nueva ola regulatoria en un escaso espacio de tiempo (PRIIPs y SFDR) los costes operativos tienden al alza. En definitiva, los márgenes pueden reducirse sensiblemente en los próximos trimestres. Cuando ello ocurre las ganancias de eficiencia y los ahorros de costes adquieren si cabe mayor importancia. Una clara vía para hacer frente a este escenario es recurrir en mayor grado a la externalización. En España existe una menor cultura de externalización y adopción de soluciones tecnológicas que en otros mercados financieros más desarrollados de nuestro entorno.

Cuando se habla de externalización y/o adopción de tecnología lo primero es definir el qué y luego el cómo. Una de las áreas más obvias es la del proceso de asesoramiento cuando se manejan ya ciertos volúmenes de clientes y productos incluyendo el *reporting* regulatorio. Para ello existen bastantes proveedores tecnológicos solventes y está bastante extendida su externalización. Otra que afecta a las gestoras también es el área de PRIIPs y SFDR. En el caso de PRIIPs lo que es la producción y la diseminación de todos los ficheros y documentación legal puede automatizarse a través de proveedores especializados con garantías. Por el lado de la distribución y asesoramiento igualmente es posible apoyarse en proveedores especializados para gestionar esa gran cantidad de datos y documentos que hay que hacer llegar a los clientes.

Sin embargo, existen dos áreas quizás menos claras como son ESG con SFDR y lo que es la propia *due diligence*, análisis y selección de producto. En el primer caso del ESG **los reguladores están dejando claro que no es suficiente con apoyarse por ejemplo en los proveedores de ratings e información ESG**. Es necesario que además las entidades tengan un procedimiento propio con filtros y controles adicionales. En el caso de la creciente inversión alternativa la problemática es

mayor ya que existe falta de datos e información lo que exige a las entidades a recoger dicha información de una forma estructurada que luego pueda analizarse y reportarse fácilmente. Aquí es importante saber el cómo y apoyarse en la tecnología, algo que vemos que bastantes entidades actualmente podrían mejorar.

Por último, el área de *due diligence*, análisis y selección de producto, incluyendo ESG, es algo cuya externalización está muy poco desarrollada en España. Sin embargo, en algunos mercados dependiendo del tipo de entidad o sector es lo más habitual incluyendo una mezcla de interno y externo. Parece existir cierto temor a considerar esta área ya que parecen verse sólo los puntos potencialmente negativos como son cierta pérdida de control, menor transparencia o menor alineación con la cultura de la empresa. Sin embargo, a través de tecnología, requerimientos claros, buenos procedimientos y buen *reporting* esas preocupaciones pueden quedar mitigadas en gran medida. Además, cara al cliente final esta puede ser un área no visible.

Los beneficios potenciales frecuentemente no son del todo conocidos o considerados en su justa medida. En primer lugar, se gana acceso a un *expertise*, recursos y estabilidad que no son fáciles de encontrar en un mercado donde existe una rotación de personal considerable. El ahorro de recursos internos que pueden dedicarse a tareas más productivas para las entidades es otro punto a tener en cuenta. Normalmente se va a ganar eficiencia también ya que si el consultor o entidad elegida para la externalización es adecuado dispone de herramientas y procedimientos especializados. Finalmente pueden obtenerse ahorros de costes. Cualquier entidad obligada a llevar a cabo análisis y *due diligence* puede considerar apoyo o externalización parcial de esta área independientemente de su tamaño o naturaleza. Family offices, fundaciones y fondos han venido siendo los más habituales, pero bancas, aseguradoras y plataformas también pueden beneficiarse. ■



**Juan Manuel
Vicente
Casadevall**

Consejero de FondosDirecto
Sistemas de Información



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.



Transición energética: un paso atrás para dar dos hacia adelante

La transición energética ha pasado a un segundo plano este año con respecto a la seguridad y la capacidad energética debido a la guerra en Ucrania. Los responsables políticos están reaccionando de diferentes maneras a la reducción del suministro de energía a Europa por parte de Rusia, unas respuestas que incluyen la importación de gas natural licuado (con el doble de impacto ambiental que el gas natural), la puesta en marcha de centrales eléctricas de carbón y la reanudación de la exploración y producción de combustibles fósiles.

Somos conscientes de la reacción en contra de los criterios ASG en algunos sectores, y de cómo se ha dado prioridad a ciertos factores geopolíticos y económicos sobre la acción climática en los últimos meses. Sin embargo, aún pensamos que la transición energética será posible.

La situación actual supone un revés a corto plazo, pero el reconocimiento formal de las deficiencias del mix energético actual puede potenciar una respuesta que se asemeje a una curva en forma de "J" en 2023. Esto conducirá a un desarrollo acelerado de los programas de energías renovables y de las tecnologías nece-

sarias, en las que los inversores podrán invertir y aprovechar estas oportunidades.

Después de todo, 2022 ha demostrado que la crisis climática es una amenaza real y seria. A la advertencia "ahora o nunca" del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC) sobre el clima en abril le siguió otro verano de fenómenos meteorológicos extremos. El aumento de la frecuencia y la gravedad de estos fenómenos se puso de manifiesto con la peor sequía que Europa ha vivido en siglos, grandes inundaciones en Pakistán y temperaturas récord en Europa e India. Además de provocar un enorme sufrimiento, cada vez se reconocen más los importantes riesgos financieros y económicos de estos fenómenos meteorológicos extremos.

Además, los acontecimientos de este año han reforzado la interacción de la transición climática con la biodiversidad y la transición justa. Un enfoque más exigente de la medición de la sostenibilidad conducirá a la consecución de resultados de impacto positivos y concretos.

Prueba de fuego

La sostenibilidad se ha enfrentado a su primera prueba real en 2022 y entra en 2023 tocada, pero mejor posicionada para lograr posi-

blemente una transición factible. La necesidad de soluciones en todos los ámbitos de la sostenibilidad nunca ha resultado tan patente, y por eso debemos colaborar en la transición hacia un futuro mejor.

La disminución del papel de los combustibles fósiles exige que el consumo de carbón y petróleo se reduzca hasta un 80%. La energía solar y la eólica tendrían que multiplicarse por 20 y por 10, respectivamente, con respecto a los niveles de 2020, y tendrían que contar con el apoyo del aumento del hidrógeno, la bioenergía y la captura, uso y almacenamiento de carbono (CCUS).

En las últimas décadas se ha dado un déficit sostenido de inversión en infraestructuras energéticas, especialmente en Europa. El informe IRENA World Energy Transitions Outlook 2022 prevé unas necesidades de inversión anuales de 5,7 billones hasta 2030.

Oportunidades de inversión

Desde el punto de vista de la inversión, el aumento previsto del gasto en energías limpias podría crear interesantes posibilidades en el potencial de crecimiento tanto de los beneficiarios como de las empresas que facilitan la transición energética. Invertir en soluciones que aborden los patrones de consumo energético y la evolución de la dinámica de la demanda son solo dos de las diversas vías de apoyo a la transición energética.

En Allianz Global Investors, tratamos de identificar, medir e invertir en empresas de todo el mundo que ofrezcan soluciones en toda la cadena de valor, e incluir la generación de energía limpia, el almacenamiento eficiente de energía y el consumo de energía sostenible, con el fin de contribuir a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU.

Algunas de estas oportunidades pueden estar en su fase inicial y necesitar inversiones para alcanzar escalabilidad. Dichas oportunidades podrían incluir tecnologías innovadoras, como el suministro de energía basado en el hidrógeno, nuevas formas de almacenamiento de energía e innovaciones que reduzcan las emisiones.

Una prioridad clave para nosotros es que la información y los datos de las empresas estén en consonancia con una progresión "real" a cero emisiones. Queremos ver pruebas de compromisos y acciones con respecto a una verdadera descarbonización o perfil de carbono que cumpla el objetivo de 1,5 grados. ■



Matt Christensen

Director Global de Inversión
Sostenible y de Impacto de
Allianz Global Investors



El reto de una economía circular en el sector industrial

El desarrollo de la economía circular reduce los daños medioambientales que provocan nuestras actividades económicas y hábitos de consumo latentes. Además, se trata de un medio de resiliencia económica que permite reducir la dependencia de nuestras economías a las importaciones, dado que los residuos pasan a ser su propio recurso.

Las empresas líderes de la economía circular generan no solo efectos positivos en materia de desarrollo sostenible —una tonelada de plástico reciclado tiene, por ejemplo, una intensidad de carbono 6 veces inferior a una tonelada de plástico virgen—, sino que también generan valor financiero, porque suponen un importante ahorro de recursos y, al mismo tiempo, crean oportunidades de mercado.

La economía circular requiere una importante transformación de las compañías, que deben situar en el epicentro de su modelo de negocio una dinámica de desarrollo sostenible. También, deben inscribirse en una lógica de transformación donde la cooperación entre los distintos actores frente a los importantes desafíos técnicos permite ahorrar tiempo en su resolución.

A modo de ejemplo, el argumento de la economía circular ya está integrado en las prácticas y modelos de los fabricantes de equipos automovilísticos, lo que se debe, sin duda alguna, a las obligaciones legislativas sobre la tasa de reciclaje y de incorporación de material reciclado en la fabricación de vehículos.

En efecto, tal como expone la compañía **Plastic Omnium** en sus respuestas al cuestionario dirigido por el Foro de la Inversión Responsa-

ble¹ (FIR) a las compañías que conforman el SBF 120 en el marco del grupo de trabajo Economía Circular, la legislación europea sobre los vehículos al final de su vida útil (VFU) impone, desde 2015, una tasa de reutilización y de valorización de los vehículos del 95% del peso medio, con una tasa de reutilización/reciclaje medio del 85%.

Además, en 2022 debe revisarse una directiva de septiembre de 2000 sobre la incorporación de materiales plásticos reciclados, lo que impulsará una mayor inclusión de materiales reciclados en los vehículos nuevos frente al nivel actual. Los fabricantes de equipos, empujados por sus clientes, no tienen más remedio que avanzar en esta dirección y adoptar todos los grandes principios de la economía circular.

La empresa **Valeo** especifica, por su parte, que el 100% de los productos desarrollados son objeto de un análisis de ciclo de vida. La fabricación ecológica, que anticipa el desmontaje y el reciclaje de piezas, es ya una práctica generalizada. Por ejemplo, los parachoques con los que trabaja **Plastic Omnium**, con sensores en la perspectiva del vehículo autónomo, integran esta dimensión de desmontaje.

Asimismo, cabe destacar que la economía circular es un medio para que las empresas mejoren su trayectoria en materia de carbono, habida cuenta de que el plástico reciclado presenta una intensidad de carbono muy inferior. La alianza de Plastic Omnium con TotalEnergies busca acelerar el desarrollo de plásticos reciclados. En efecto, sus clientes, los fabricantes, participan en iniciativas de introducción «masiva» de materiales reciclados en sus productos.

Si bien los directivos no tienen criterios de remuneración directamente vinculados a la economía circular, disponen de un sistema de incentivos sobre las emisiones de carbono, por lo que la estrategia de reducción del impacto de los materiales reviste importancia para ellos. Valeo incluso precisa que el logro de objetivos de su plan de carbono reside mayoritariamente en el scope 3 y en la aplicación de una estrategia de reducción del impacto de los materiales. ■



Raphaël Moreau

Gestor de Amiral Gestion

¹ Le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) es una asociación sin ánimo de lucro creada en 2001. El Foro reúne a las partes interesadas en la inversión responsable en 5 grupos: inversores institucionales, gestores de activos, asesoramiento/investigación, sociedad civil y personalidades cualificadas. Su único objetivo es promover y desarrollar la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y sus mejores prácticas entre diversos públicos: autoridades públicas, empresas, inversores, investigación académica, etc.

Las perspectivas de los metales industriales

Históricamente, los metales industriales han sido cíclicos. En esta recesión actual, estamos viendo que los precios de los metales están sufriendo, tal como lo han hecho en el pasado. Sin embargo, la importancia de los metales básicos en posibilitar la transición energética nunca ha sido mayor. Actualmente vivimos en una crisis energética exacerbada por la guerra en Ucrania. Europa quiere acelerar la transición energética para reducir la dependencia de las fuentes de energía rusas. A partir de esto las fuentes de energía renovables y el almacenamiento de baterías pasará a ser más relevante para satisfacer nuestras necesidades de energía. En resumen, lo anterior requerirá de muchos más metales. Sin embargo, la producción de muchos metales básicos está disminuyendo. En parte esto se debe a la caída de los precios, lo que hace que sea más difícil justificar el gasto de capital. Además, los altos precios de la energía están haciendo que la fundición de metales no sea rentable.

Creemos que existe el riesgo de una destrucción en la oferta de metales básicos debido a que la crisis energética es mayor que la destrucción de demanda generada por la ralentización económica. Por lo tanto, aunque el sentimiento pueda estar afectando a los precios de los metales ahora mismo, los fundamentos pueden ser más restrictivos de lo que el mercado asume. Esto podría allanar el camino para un rebote sustancial en los precios de los metales cuando el mercado se reenfoque en el desequilibrio de la oferta y el sentimiento pegue un giro.

Los inventarios son reducidos

Mirando en todo el espectro de las materias primas, si bien los inventarios de todas ellas son menores que los niveles normales, es especialmente en el caso de los metales industriales.

Analizando el cuadro, los inventarios de los metales básicos son considerablemente inferiores a su media de 5 años, pese a que sus caídas de precio hayan sido las mayores de todos los subsectores de materias primas. Los mercados están descontando un debilitamiento de la demanda causado por una desaceleración económica, pese a que la demanda no se ha deteriorado aún. Por otro lado, la oferta está cayendo rápidamente.

Muchos metales industriales están ahora en *backwardation* como resultado. La *backwarda-*

	Inventarios actuales relativos a la media de 5 años	Rentabilidad YTD
ENERGÍA		
Crudo - EE. UU.	-1.2%	6%
Crudo - OCDE Europa	-4.9%	13%
Gas natural - EE. UU.	-9.6%	81%
Gasolina - EE. UU.	-0.3%	11%
Comb. calefacción - EE. UU.	-12.6%	45%
METALES INDUSTRIALES		
Aluminio	-68.7%	-23%
Cobre	-51.2%	-23%
Níquel - LME	-74.1%	1%
Zinc	-62.4%	-1%
Guiar	-38.4%	-18%
Estaño	-21.2%	-47%
AGRICULTURA		
Trigo	-6.4%	20%
Maíz	-0.5%	14%
soja	-1.8%	3%
Azúcar	-1.2%	-2%
Algodón	-1.1%	-17%
Café	-4.9%	-2%
Aceite de soja	-0.5%	16%

Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Los datos corresponden al 30 de septiembre de 2022. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor

tion es cuando el precio spot o el contrato a futuro vigente se opera con un precio mayor al de los contratos con entrega en meses sucesivos. El hecho de que alguno esté dispuesto a pagar por la entrega inmediata en vez de entrar en un contrato para una entrega dentro de unos meses indica la necesidad urgente de este material. Además, la estructura de *backwardation* de los mercados de futuros es otra señal de restricción de oferta en los mercados.

La ley de la Reducción de la inflación y la política europea en la transición energética

Los gobiernos en Europa están debatiendo actualmente respecto al camino a seguir para asegurarse la independencia energética de Rusia. En su discurso sobre el estado de la Unión del 14 de septiembre de 2022, Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, hizo hincapié en seguir invirtiendo en energías renovables e hidrógeno. Estas inversiones tendrán una repercusión positiva sobre la demanda de metales.

En EE.UU., la Ley de Reducción de la inflación, que se promulgó a mediados de agosto, establece varias iniciativas para reducir la inflación. EE.UU. también reconoce que la reforma energética es parte del rompecabezas. El proyecto de ley incluye alrededor de U\$S 390 mil millones de gastos/créditos durante los próximos diez años relacionados con la energía y el cambio climático, con el objetivo de poner al país en el camino hacia una reducción de un 40%¹ de las emisiones para 2030. El proyecto de ley toma medidas para mejorar la seguridad energética y proporciona créditos para ayudar a abordar el cambio climático. Hay incentivos para combustibles más limpios (p. ej., el hidrógeno), para que los consumidores electrifiquen aparatos/mejoren la eficiencia energética del hogar y créditos fiscales para la compra de vehículos eléctricos. Esperamos que la iniciativa sea positiva para la demanda de metales.

Conclusión

Creemos que la destrucción de oferta está ocurriendo a un ritmo similar o más rápido que la destrucción de demanda en el espacio de los metales industriales. Sin embargo, los precios de los metales están cayendo actualmente, reflejando los patrones cíclicos que históricamente han tenido. Cuando los mercados se reenfoquen en los fundamentos, podríamos comenzar a ver una corrección al alza en los precios. Nuestras proyecciones de la demanda de metales industriales a largo plazo se mantienen firmes -respaldadas por un repunte en el sector de infraestructura y la transición energética-. ■



Mobeen Tahir

Investigación Macroeconómica
& Soluciones Tácticas,
WisdomTree

¹ Fuente: Democrats.senate.gov, 2022.

PAU ROIG | CEO de Belobaba

«Gestor de criptoactivos es una profesión de futuro, por lo que es muy importante la formación»

Asset Managers recibió en su redacción al consejero delegado del fondo en criptoactivos Belobaba Fund, Pau Roig. Este instrumento está sujeto a regulación mediante un vínculo real o Security Token, lo cual es importante destacar.

POR MANUEL LÓPEZ TORRENTS / REDACCIÓN

Roig está en pleno Belobaba Tour, una gira promovida por su compañía para hablar del futuro del dinero. Se ha realizado por las principales capitales de España. Asimismo, también se han celebrado encuentros en Londres (Reino Unido), Nueva York, Miami o Austin (EE UU). También en El Salvador, donde el Bitcoin ya se acepta como moneda de curso legal, por no hablar de Dubai. En Madrid, participaron unos 40 ponentes, no sólo de Belobaba, sino de algunos casos que son ya realidades o incluso éxitos, como Team Queso o el vehículo de pagos Damex.

Una auténtica gira, donde se acercan tanto profesionales de la industria de la gestión (gestores y también asesores), como profesionales particulares, para acercar el mundo del criptoactivo al mayor público posible, intentando separar el grano de la paja. *“Nuestra vocación de formar sigue estando ahí. La vocación de transmitir conocimiento es importante”*, indica Roig.

El mundo cripto *“tendrá un gran impacto en el sector financiero”*, asegura el CEO de Belobaba, que insiste: *“de hecho, ya lo está teniendo, a través de activos como Bitcoin”*. Así, anuncia que *“hemos llegado a un acuerdo con la Fundación de Estudios Financieros (FEF), asociada al Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), para la creación de un programa en Valoración y Gestión de Activos Digitales, que va a ser una profesión de futuro. Esta formación tendrá certificado profesional y despertará mucho interés. En el futuro se va a abrir un mundo*

de oportunidades en gestión de activos digitales y es necesaria la formación en este campo”.

Conviene recordar que el origen de Belobaba es la formación. De ahí nace el fondo, *“de una comunidad de gente con mucho talento y muchas ganas de aprender”*. No sólo en España: *“Belobaba es un fondo internacional. Tenemos muchas ganas de ser un player más en este sector, aportando valor”*.

De momento, su intención es llegar a 100 millones de euros de activos bajo gestión. Las rentabilidades pasadas son estratosféricas, pero este ejercicio *“al ser un fondo de gestión activa podemos cambiar rápidamente nuestra estrategia en función del mercado y es lo que hicimos. Los últimos 4 meses vamos casi un 14% en positivo con el Token KHAN nuestro security token con la que creemos acabaremos el año con buenas noticias para nuestros inversores en un año que los mercados financieros han sufrido una debacle. Además, pronto varios de los proyectos estratégicos donde entramos en fase seed salen públicos y van a dar un boost adicional a los resultados y por tanto esperamos grandes alegrías a nuestros inversores”*.

Nuevos sectores en cartera

La apuesta por el gaming y los e-Sports es muy clara en Belobaba. *“Ese es el futuro. Es un sector anti crisis. Mueve más dinero que el cine y la música juntos”*. De hecho, en el fondo están convencido de que *La primera gran implantación de la tecnología Blockchain se va a ver en los e-Sports y el gaming. “Va a darle una derivada más. Primero el negocio era ven-*



der juegos, ahora esta la publicidad. Pero nos estamos moviendo al concepto play to earn. Ganarse la vida con el juego. Hay una serie de inversiones en este sector que van a generar mucho interés en el futuro".

Pero, para quienes critican que esta tecnología sólo va a servir para entretener a la Generación Z, Roig avisa: "veremos una revolución de modelos de negocios. Por ejemplo, en la tokenización de activos, la aplicación del blockchain en la logística es interesantísima, los Smart contracts, la eliminación de intermediarios que no aportan nada en una cadena de

valor, por no hablar de fondos... la forma de invertir va a ser distinta".

De momento, el mundo cripto no ha hecho más que empezar y su recorrido sólo el tiempo lo aclarará. Pero es un movimiento imparable. Puede considerarse, incluso, un acto de rebelión social, de avance de la sociedad frente al control de los estados. Traerá cambios sociales, porque, entre otras cosas, puede revolucionar el concepto de remuneración. Permanezcan atentos a los avances. ■

Conceptos básicos en el mundo cripto

¿Cómo le explicaría qué es el Blockchain a un lego en la materia?

Coloquialmente, se puede decir que el Blockchain es aquello que nunca has entendido de la tecnología, mezclado con lo que nunca has entendido de las finanzas. La tecnología Blockchain tendrá poder cuando se utilice sin darse cuenta. Será como Internet: antes, hacer una página web era necesario saber programar. Ahora, la haces en dos minutos. Dos clicks, cuelgas la foto y listo.

Su implementación se entenderá cuando esté detrás de grandes negocios y grandes modelos.

Es una evolución del Internet 2.0. Este sería las Redes Sociales, el intercambio entre personas. La tecnología 3.0 será el intercambio de datos, de información entre máquinas. Es una evolución natural. Cambiará la forma de gestionar nuestras finanzas, por ejemplo. Se podrá vivir sin banco, por ejemplo, en un mundo crypto, de wallets... Los bancos están espabilando y ya están entrando en estos servicios.

¿Qué es un NFT?

Un NFT es la propiedad física, trasladada al mundo digital. Con un NFT se puede ser propietario de un activo digital. Una imagen,

un vídeo... Se podrán hacer copias, pero habrá siempre un original, como ocurre con, por ejemplo, la Mona Lisa. Eso, en formato digital.

¿Qué es la tokenización?

La Tokenización es la partición de un activo en formato digital. En lugar de acciones, tienes tokens, una unidad de valor de un activo que se puede mover, almacenar o registrar en una blockchain. Cualquier activo que tenga un valor se puede tokenizar y si te paras a pensar esto es una revolución, porque además permite hacerlo de manera descentralizada, segura, económica y ágil. ■



Estrategia de inversión por dividendo

La estrategia por dividendos está considerada como una buena cobertura contra la inflación. De ahí que en el entorno macro en el que nos movemos cobre especial protagonismo y se muestre interesante. Los dividendos están considerados como una de las fuentes de rendimiento a largo plazo dentro de las carteras y una estrategia basada en este rendimiento ofrece además una diversificación frente a una pura exposición a la renta variable. El dividendo suele tener una volatilidad más baja que la renta variable y ofrecen un atractivo potencial, debido a que son flujos estructurales de la compañía. España es uno de los países líderes en retribución al accionista, muy por encima de otras plazas bursátiles como Alemania, Francia o incluso Wall Street.

En este punto hay que aclarar que una buena estrategia por dividendo debe basarse en los dividendos recurrentes, es decir, a cuenta o complementarios si éstos se vienen pagando de forma consistente en los últimos ejercicios y se estima que así va a seguir ocurriendo. También debe tenerse en cuenta si el pago se realiza en efectivo o en forma de "scrip dividend". En el caso de pago vía "scrip", la opción

de cobro en acciones será equivalente a una ampliación de capital liberada por parte de la compañía, con la consiguiente dilución en el valor de las acciones.

Muy a tener en cuenta también que la rentabilidad sobre dividendo puede aumentar o disminuir únicamente por movimientos en la capitalización de la compañía. Por ejemplo, el índice Ibx Top Dividendo (compuesto por los 25 valores con mayor rentabilidad por dividendo de entre aquellos incluidos en IBEX 35, IBEX Medium Cap o IBEX Small Cap siempre que presenten un historial de pago de dividendos ordinarios de al menos 2 años) puede ser una guía muy interesante para la estrategia por dividendos, teniendo en cuenta siempre como digo, que esta rentabilidad puede aumentar por el hecho de que la capitalización de la compañía mengue, por tanto, es absolutamente recomendable hacer una valoración de la situación fundamental de la empresa y no seleccionar compañías que, teniendo una elevada rentabilidad sobre dividendo-Yield, estén recogiendo en su cotización un claro empeoramiento de su cuenta de resultados o de su balance, algo que podría poner en peligro el pago futuro de dividendos.

Aquí enlazamos también con la gran importancia que tiene la distribución de dividendo para la propia compañía.

La decisión de cada Grupo en cuanto al pago de dividendo, cuantía, forma de pago, tiene mucha trascendencia, ya que por un lado intentará retribuir todo lo posible a sus accionistas para intentar captar su fidelidad, pero, por otro lado, hay que mantener en la compañía un nivel de liquidez y capacidad de financiación que permita su normal funcionamiento, así como capacidad de afrontar retos futuros, inversiones, crecimiento, etc. Por ejemplo, la banca necesita retener un porcentaje de capital impuesto por el regulador y realizar provisiones ante previsión de contracción económica; las empresas cíclicas tendrán dividendo cíclicos; empresas maduras pagarán dividendos estables y empresas con fuerte generación de cash Flow tendrán pago de dividendos sostenibles.

En este punto solo resta definir un poco más la estrategia.

Buscamos acciones con una alta rentabilidad por dividendo y no necesariamente tendremos que comprar con el sector. El horizonte temporal de esta estrategia debe ser el largo plazo y se puede calificar de bastante conservadora. Si lo que buscamos directamente son acciones con una alta rentabilidad por dividendo, podemos elegir una una rentabilidad dividendo-Yield alto combinado con un Pay-Out también alto.

La Estrategia Yiedl “semi-dinámica” selecciona empresas con rentabilidad consistente por dividendo aproximada o superior a la rentabilidad e la renta fija (Bono a 10 años), con la intención de invertir en RV con consideración de RF, aunque no exenta de riesgo.

En la Estrategia Yield “líderes del mercado”, se invertirá la misma cantidad de dinero en los 8-10 valores de un índice con mejor rentabilidad por dividendo manteniéndolos durante un año. Pasado el año, venderemos los que ya no formen parte de esos 8-10 mejores, y compraremos los nuevos que hayan pasado a formar parte de esos 8-10.

Otra estrategia de valor a largo plazo sería combinar un bajo ratio PER, con una elevada rentabilidad por Dividendo-Yield. Este tipo de valores habitualmente cotizan con estos ratios porque han recibido un excesivo castigo por los inversores. Haciendo estos cálculos resulta habitual encontrarse empresas de un mismo sector de actividad, por lo que, si invertimos en los valores que muestren el menor PER y la mayor rentabilidad por dividendo de cada sector, no sólo compramos acciones que encierran un alto valor, sino que a la vez diversificamos y reducimos riesgos. ■



María Mira

Analista fundamental de
Estrategias de inversión

CARLOS BUESA | CEO y co-fundador Oryzon Genomics

«Hemos invertido 1,3 millones de euros para preparar los requisitos necesarios para cotizar en el Nasdaq»

Carlos Buesa, CEO y co-fundador de Oryzon Genomics, habla sobre la buena evolución de los proyectos que la compañía tiene en marcha, no solo en España sino también en Estados Unidos. “Seguimos apostando por la inversión en I+D como motor de crecimiento”. Asimismo, explica cómo avanzan los preparativos para empezar a cotizar en el Nasdaq, y asegura que éste “no es el mejor momento”.

POR **ESTHER CHAPA** / REDACCIÓN

Oryzon presentó en septiembre nuevos datos del ensayo PORTICO bastante favorables. ¿De qué se trata exactamente?

En septiembre en la 10ª European Conference on Mental Health presentamos datos iniciales preliminares de seguridad agregados y ciegos de nuestro ensayo de Fase IIb PORTICO, que investiga a vafidemstat en Trastorno Límite de la Personalidad (TLP). Los datos presentados corresponden a los 43 primeros pacientes. Este análisis era la primera confirmación en un estudio con pacientes de TLP de que el perfil de seguridad se mantenía. Son por tanto muy buenas noticias porque cada grupo de pacientes puede reaccionar de forma diferente a un mismo fármaco. Cabe destacar que no se notificaron acontecimientos adversos graves. El Comité de Monitorización de Datos independiente de PORTICO revisó estos datos de seguridad y dio el permiso a continuar el ensayo. Con este primer análisis sabemos que los datos de seguridad de PORTICO están alineados con los datos obtenidos en los 7 ensayos clínicos de vafidemstat completados, y siguen apoyando que vafidemstat es seguro y bien tolerado. El TLP sigue siendo una gran necesidad médica no cubierta para millones de pacientes, lo que significa un importante potencial comercial para vafidemstat a nivel global.

Por otro lado, este 2022 Oryzon ha firmado un acuerdo con el Instituto Nacional del Cáncer de EEUU. ¿En qué consiste?

Ha sido uno de los grandes momentos de la compañía en 2022. El Acuerdo de Investigación y Desarrollo Cooperativo (CRADA) que hemos cerrado con el Instituto Nacional del Cáncer (NCI) de EEUU, nos va a permitir establecer una colaboración para el posible desarrollo clínico adicional de nuestro inhibidor de LSD1 en fase clínica para oncología, iadademstat, en diferentes tipos de cánceres sólidos y hematológicos. Los CRADA son acuerdos formales en virtud de los cuales el gobierno norteamericano, a través de sus laboratorios, proporciona personal, servicios, instalaciones, equipos, propiedad intelectual u otros recursos. Es un proceso muy selectivo con una evaluación científica rigurosa previa. Tradicionalmente, el NCI escoge una sola molécula por mecanismo de acción para sus acuerdos CRADA, lo que quiere decir que, entre los inhibidores de LSD1, iadademstat ha sido considerada como la molécula más prometedora. Por tanto, este acuerdo supone una fuerte validación de iadademstat.

En el primer semestre, Oryzon ha seguido apostando por el I+D con inversiones de hasta 7,8 millones de euros. ¿Seguirán manteniendo el alto ritmo inversor en I+D de cara a nuevos proyectos?

Seguimos apostando por desarrollar fármacos de muy alta innovación en el campo de la epigenética y por la inversión en I+D como motor de crecimiento de la compañía. En el primer semestre de 2022 hemos intensificado nuestras inversiones en I+D hasta los 7,8 M€ (+28% respecto al



mismo periodo del ejercicio anterior). A pesar del contexto internacional, mantenemos una sólida posición financiera, reforzada recientemente con la firma de un programa de bonos convertibles por hasta 20 millones de euros a lo largo de 30 meses, que proporciona financiación para seguir desarrollando nuestra cartera de proyectos hasta el primer semestre de 2024. Con estos recursos la compañía podrá presentar sus datos tanto en TLP con el ensayo PzORTICO, como en nuestro nuevo ensayo en LMA en pacientes con la mutación Flt3, comunicaciones que serán importantes para el desarrollo de vafidemstat y iadamstat.

Parece que la entrada en el Nasdaq se está demorando. ¿Qué le falta aún a Oryzon para llegar a este mercado?

Seguimos con los preparativos para cotizar en el Nasdaq. Es un proceso largo donde hemos invertido 1,3 millones de euros para preparar los requisitos necesarios, además, se aprobó en junta la autorización al consejo de administración para admitir nuevas securities necesarias para poder cotizar en el Nasdaq. Dicho esto, resulta obvio que ahora no es el mejor momento. La pérdida media de valoración del sector biotech en el Nasdaq en los últimos 12 meses es del 46%; esto ha venido dado no por una performance sistémica negativa del sector salud, sino principalmente por condicionantes macroeconómicos externos. Esto llevará un tiempo en metabolizarse y dependerá de una mejora de los factores macro. En su boletín de octubre, la consultora del sector MedNous publica un análisis del comportamiento en Europa de 46 Biotech cotizadas en primeros mercados y Oryzon está comportándose mejor que el global del sector europeo, con una evolución de septiembre a septiembre de -22% vs del -45% del global del sector europeo. Obviamente no estamos satisfechos y estamos trabajando intensamente en encuentros con inversores internacionales. Trabajamos con la perspectiva de que en los próximos trimestres cambiará la coyuntura internacional y para entonces queremos tener la compañía lista.

Los expertos que cubren el valor de Oryzon en el Mercado Continuo le otorgan un potencial de crecimiento de más del 270%. ¿Qué es lo que ven los analistas que no ven los inversores? ¿Cómo esperan que evolucione el precio de la acción?

Primero, es preciso recalcar que las valoraciones son independientes y Oryzon no las comenta. Respecto al juicio que nos merece la evolución de la cotización me remito a los comentarios anteriores. Estamos ante un escenario complejo y lleno de incertidumbre, y el valor de Oryzon durante los diez primeros meses del año se ha comportado relativamente mejor que el mercado español en general, apoyado en buena medida por los buenos datos clínicos que hemos presentado y por el potencial de presentar resultados importantes en 2023. ■

FELIPE LERÍA |

Head of Iberia & Latam Institutional Business en UBP

«UBP es uno de los mayores bancos privados de propiedad familiar del mundo»

A lo largo de sus casi 25 años de experiencia en el sector financiero, Lería ha aprovechado las oportunidades que han aparecido en su camino. Se incorporó a UBP en marzo de 2006, habiendo trabajado previamente en Morgan Stanley, Credit Suisse y UBS, desarrollando diversos cargos, lo que le ha permitido cultivar un conocimiento profundo del sector y una visión integral del proceso de inversión y venta de productos. Ha desarrollado una buena base de clientes tanto institucionales como privados, permitiéndole discernir las diferentes necesidades de cada tipo de cliente. Actualmente está muy enfocado a la región de Latinoamérica, especialmente con fondos de pensiones de Chile, Perú y Colombia, y comenta que es un mercado muy profesionalizado. “He aprendido en el proceso que una actitud positiva, constructiva y persistente hacia la consecución de cualquier objetivo es imprescindible para tener éxito. Y también lo es contar con un equipo en el que puedas confiar y que comparta esos mismos valores”. Felipe es Licenciado y MBA por ESADE, con doble grado en Finanzas y Política de Empresa y con sangre chilena en sus venas, ya que sus padres son de allí.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

UBP es un banco suizo independiente, no cotizado y relativamente joven, fundado en 1969. Es uno de los líderes en el campo de la gestión de patrimonio en Suiza y se encuentra entre los cuatro primeros bancos familiares no cotizados en el mundo. Los activos gestionados ascendían al cierre de junio de 2022 a 148,2 mil millones de francos suizos, de los que más o menos 40 mil millones pertenecen a la gestora.

Algo que les diferencia de la competencia, es que “allá donde no tenemos producto bueno, lo buscamos y mandatamos. Buscamos a alguien que lo haga mejor que nosotros, que nos permita estar sino en el primer decil si en el primer cuartil, que no tenga presencia en Europa y llegamos a un acuerdo con esa gestora. De hecho, de los 7 *hedged funds* UCIT, 6 son mandatados”, cuenta Felipe Lería.

En España tienen una larga historia que se remonta a 2001. Originalmente tenían su

sede en Barcelona. Sin embargo, en 2018 trasladan la oficina a Madrid y dejan en Barcelona una pequeña oficina de representación. Hace unos meses ampliaron el equipo de ventas, con el fichaje de Mónica Arnau.

La demanda de productos de Latinoamérica es diferente a la de España

Lería está muy enfocado a desarrollar el negocio en Latinoamérica desde un poco antes del inicio de la pandemia, vía un acuerdo con Unicorn SP, representando a varias gestoras en la región. “Pese a la pandemia, nos está yendo muy bien, especialmente AFP, AFG y *Family Office* en Chile y Colombia”.

Según nos comenta aun cuando ofrecen los mismos productos en España y en Latinoamérica, se piden diferentes productos. Por ejemplo, en Chile están vendiendo con éxito el fondo UBAM Engel Japan, donde Engel es la gestora que tiene el mandato de gestión.



“Las gestoras siempre hemos sido capaces de vender renta fija en Europa, pero lógicamente por el diferencial de tipos de interés en Latinoamérica, difícilmente les puedes ofrecer un producto de renta fija. Pero además del diferencial de tipos existen otras restricciones por las que las AFP no pueden demandarnos el fondo UBAM Global High Yield, ya que les consume capital”. Por el contrario, “en Europa nos demandan productos como el UBAM Global High Yield, que es uno de los más grandes que tenemos”.

También observan interés en deuda subordinada, en AT1 y con este tipo de producto están haciendo crecer el volumen de activos.

El mayor competidor de los fondos de renta fija será el surgimiento de depósitos

Ese escenario estaba ahí, pero olvidado por muchos años. Si es cierto que los bancos en España ya están comenzando a ofrecer algunos depósitos para volúmenes muy pequeños y tipos muy bajos todavía, pero habría que esperar que la ofertas se vuelvan más atractivas.

Pero Lería no cree que el inversor *retail* que está en renta fija salga a vender ahora para irse a depósitos porque reconocería esa caída. Además, porque generalmente el inversor de renta fija también lo ha sido tradicionalmente de depósitos.

Las rentabilidades actuales en renta fija podrían poner un freno a nuevos jugadores de mercados privados. Hemos estado todos desarrollando los mercados privados en un entorno donde no había opciones porque los tipos no rentaban en ningún segmento de la renta fija. Entonces la legislación española acaba de cambiar para que se pueda invertir con 10 mil euros, lo que se llama democratización.

Pero mirando las expectativas de rentabilidad están alrededor del 6% en deuda privada, real estate y otros que son productos ilíquidos donde vas a estar entre 3 y 6 años. Esto visto doce meses atrás era muy atractivo, pero ahora estamos todos llegando al mercado con productos líquidos con rentabilidades entre 5%-10%, lo que podría frenar el desembarco de nuevos jugadores.

Hay que buscar alianzas más estratégicas para poder sortear los retos

La industria de fondos en España está caracterizada por una mayor presencia de gestoras internacionales, aumentando las presiones competitivas y poniendo una presión a la aceleración de la concentración y reducción de comisiones. En entornos de tipos de interés tan bajos, las comisiones se han visto presionadas y “dudo que, ante un alza en los tipos»



“Las gestoras siempre hemos sido capaces de vender renta fija en Europa, pero lógicamente por el diferencial de tipos de interés en Latinoamérica, difícilmente les puedes ofrecer un producto de renta fija”

» de interés, la industria pueda revertir y subir las comisiones de los productos en los que se hayan bajado, lo cual es un *headwind* para la industria.

Por otro lado, añade que los requerimientos de los selectores de fondos o de los consultores ha variado también, ya que, si bien anteriormente bastaba con tener fondos de 100 millones para entrar en el radar, ahora es de 300 millones de euros, lo que hace que algunos productos buenos queden fuera.

En cuanto al impacto del mercado volátil, no estamos viendo salidas fuertes debido a la velocidad y la magnitud de los acontecimientos.

“El inversor está siendo muy selectivo en sus movimientos, y por ejemplo en deuda flotante estamos viendo apetito”.

En cuanto al ESG, es un tema por el que UBP ha mostrado interés desde hace más de una década. “No es una tendencia que ha llegado sino un cambio de percepción y en la manera de operar. El tema del petróleo acelera la búsqueda de formas alternativas de energía”.

Es de ahí la **importancia de conseguir crecimiento vía mandatos, y “nosotros tenemos 3 mandatos en España”** a pesar de la dura competencia en este sentido. ■

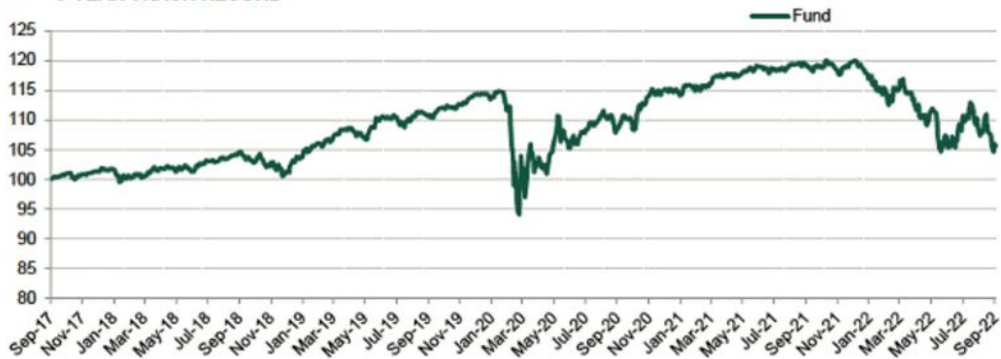


■ UBAM Global High Yield Solution

ISIN : LU0569863243 (IC - Share USD)

NAV : 177.89 USD

◆ 5-YEAR TRACK RECORD *



* rebased at 100

Source: UBP, data as at 30.09.2022





El combo perfecto: El increíble iPhone 14 Plus y Movistar

Pantalla de 6,7 pulgadas, nuevo sistema de cámara dual y 5G ultrarrápido



iPhone 14

23€ ^{5G}
/mes

1.081€ Precio total

Entrega tu dispositivo y hazte con un iPhone 14 Plus nuevo por menos. Si nos entregas un iPhone 12 128Gb valorado en 342€, tu nuevo iPhone 14 Plus solo te habrá costado ¡739€!

iPhone 14 Plus con el sistema dual más impresionante jamás visto en un iPhone. Fotos increíbles con cualquier tipo de luz ya sea a pleno sol o en penumbra. Y detección de accidentes en prestación que pide ayuda por ti cuando tú no puedes.



¿Te gustaría que las compañías más importantes se preocuparan más por la economía local?



El 90% de las compras efectuadas por Iberdrola se realizan a proveedores locales, muchos de ellos pymes.

Compromiso
sostenibilidad



IBERDROLA

Por ti. Por el planeta.