

- Ranking de Fondos
- Análisis de un profesional CFA
- BME Growth, Umbrella Solar Investment



SPANISH TALENT

Las gestoras independientes
españolas brillan a pesar
de los vaivenes

El cambio crea oportunidades

→ **Saca partido a la disrupción. Descubre Allianz Global Artificial Intelligence y únete a los líderes del cambio.**

La Inteligencia Artificial es una de las tecnologías disruptivas de nuestra era. Influye sobre todos los aspectos de nuestra vida y sobre todos los sectores, no solo el tecnológico. Desde la experiencia de los consumidores y los modelos de negocio hasta la forma en las que nos relacionamos. Todo está en constante cambio. A medida que la IA transforma los modelos tradicionales, los inversores tendrán que ir un paso por delante para aprovechar las nuevas oportunidades de crecimiento.

Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el documento informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar una decisión final de inversión. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Las opiniones y los pareceres expresados en el presente documento, que están sujetos a cambio sin previo aviso, corresponden a las sociedades emisoras en el momento de la publicación. Los datos utilizados se han obtenido de diversas fuentes y se consideran correctos y fiables en el momento de la publicación. Las condiciones de cualquier oferta o contrato subyacente que se haya realizado o celebrado —o que se pueda realizar o celebrar— prevalecerán. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma. Ad Master 3085001

Los bonos dan un respiro. Lo peor para las bolsas parece descontado

Tras un mes de octubre con mucha volatilidad – y caídas – en las bolsas, el mes de noviembre no ha podido comenzar con mejor tono. El mercado, tras las reuniones de los principales banqueros centrales, ha empezado a asumir la idea de que los tipos de interés habrían tocado techo y, aunque se mantendrán elevados durante algún tiempo (según han dicho los banqueros centrales), el próximo movimiento será a la baja. Algo que no será a corto plazo dado que los niveles de inflación no están cerca de los niveles objetivo. Las estimaciones hablan de que las economías occidentales alcanzarán niveles de inflación del 2% en 2025. Otra cuestión, dicen los expertos, es si el mundo va a ser en los próximos 20 años como lo ha sido en los últimos 20. Y ahí hay cosas que están cambiando, como la repatriación de los medios de producción, que es inflacionista.

Por otro lado, la caída en los rendimientos de los bonos también ha dado cierto descanso a los mercados de renta variable después de ver cómo el bono a diez años de Estados Unidos alcanzaba niveles del 5%. Los expertos dicen que seguiremos viendo volatilidad en este mercado mientras cada vez más oportunidades se materializan para el inversor de renta fija.

Ahora queda ver si en las semanas que quedan antes de final de año tendremos el famoso rally que pueda devolver a los índices a las ganancias acumuladas antes del mes de octubre. Los expertos aseguran que el panorama no está nada claro a la vista de la situación geopolítica aunque todo parece indicar que lo peor en las bolsas ya está descontado. ■



Silvia Morcillo /
Directora de Asset Managers

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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



NOVIEMBRE 2023 | Nº 54



CONTENIDOS

<p>El talento de las gestoras independientes españolas, Horos, Valentum y Olea, sigue dando resultados a pesar de un entorno complicado 6 <i>Reportaje por Consuelo Blanco</i></p> <p>Macroeconomía 18 <i>Por Ramón Bermejo</i></p> <p>Análisis de un profesional CFA 22 <i>¿Por qué siguen subiendo las rentabilidades de la deuda?</i></p> <p>Entrevista Gestor 26 <i>Lombard Odier</i></p>	<p>Ranking de Fondos 32 <i>Por Consuelo Blanco</i></p> <p>Fondo a examen 34 <i>M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield EUR A-H Acc</i></p> <p>BME Growth 40 <i>Umbrella Sollar</i></p> <p>ASEAFI 42 <i>Implementación de políticas de inversión sostenible en carteras de inversión</i></p>
---	---

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

Threadneedle (Lux) Global Focus

Énfasis en la ventaja competitiva de un crecimiento constante

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

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

Riesgos a tener en cuenta

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

Riesgos de inversión

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

Perfil tipo de inversor

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

columbiathreadneedle.es



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



El talento de las gestoras independientes españolas Horos, Valentum y Olea sigue dando resultados a pesar de un entorno complicado

Para dar seguimiento a ese proyecto de Spanish Talent, cuya finalidad es dar voz a gestoras boutique independientes con un patrimonio inferior a los 200 millones de euros, volvemos a sentarnos con Luis de Blas, José María Concejo y Rafael Peña.

Si en la primera parte del año nos comentaron sobre los obstáculos que han tenido que sortear en un sector tan competitivo, esta vez era el turno para hablar del entorno de mercado, sus estrategias y desempeño y algunas de las posiciones destacadas.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

Tras algunos movimientos corporativos en el mercado español, es aconsejable comenzar revisando qué pasa con el Ibex que no termina de despertar y que a pesar de ello, algunos fondos soberanos sí que siguen apostando por él. Basta ver los últimos movimientos en Telefónica, así como las importantes participaciones de fondos soberanos en otras empresas del Ibex.

España es un mercado estrecho, con pesos sectoriales muy marcados, pero con compañías líderes a nivel mundial

Luis de Blas, socio fundador de Valentum AM, comenta que ellos tienen aproximadamente un 20% en España al cierre de septiembre, y considera que el Ibex es un índice particularmente complicado al ser un índice muy top down, con pesos sectoriales muy marcados, donde financieras y utilities pesan mucho y donde hay poca

variedad de sectores. *“Es un índice difícil de debatir si no tienes una visión sectorial”*, incide. Además, apunta a que el mercado español es un mercado muy estrecho, en torno a unas 110 compañías, siendo invertibles sólo el 50% que, en comparación a otros mercados, como el francés que es de 300 compañías, o 400 del mercado inglés o del mercado escandinavo.

Por su parte, **José María Concejo, CEO de Horos AM**, comenta que tiene un fondo Horos Value Iberia, que gestionan desde hace 11 años, antes con otra marca, pero en los últimos 5 años y medio bajo el nombre de Horos, colocándose como número 1 en su categoría muchos períodos. *“Para nosotros supone un coste muy elevado el gestionar un fondo tan pequeño, pero con el track record que tenemos nos compensa mantenerlo y esperar a que las tornas cambien”*, apunta. Además, comenta que hay compañías españolas líderes a nivel mundial a precios tan bajos que no le sorprende que haya más operaciones como la de los catariés.

Sin embargo, comenta que *“es una clase de activo que no atrae a ningún inversor, ya que a pesar de ser en muchos periodos el mejor de su categoría, es un fondo que tiene 8 millones de euros”*. Añade que no observa apetito alguno por el mercado ibérico. Sin embargo, en su estrategia, Horos Value Internacional tiene una enorme sobreponderación en dos mercados que son en aquellos donde no quiere ir nadie y son España y Hong Kong.

Además de las cuestiones anteriores, **Rafael Peña, socio fundador de Olea Gestión**, considera que hay cuestiones estructurales muy claras que tienen que ver con la integración con el euro. *“Todos queremos invertir en marcos legales estables, y por eso ahora mismo, España en muchos aspectos ha dejado de tener un mercado legal estable para muchos inversores”*, hace hincapié.

Un sector bancario afectado por el aumento del coste de capital y una presión fiscal

Otro factor para considerar es el de la liquidez, *“con el incremento de los costes de capital para los bancos, ha disminuido la liquidez en el mun-*

do de los bonos de manera sistemática, con unos bid-offer que son muy diferentes y que los pagan los partícipes”.

Bancos no es un sector que guste en Horos, de hecho, no recuerda haber tenido bancos en cartera, aunque sí le gustan las compañías financieras. Valentum discrepa en este sentido porque comenta que a ellos sí les gustan los bancos, especialmente los bancos españoles donde conocen bien la regulación. Aunque vendieron posiciones en Bankinter (considerada por Luis de Blas como la mejor que hay en España, con retornos atractivos) tras los resultados de las últimas elecciones en España.

En este sentido, Rafael Peña destaca que aun cuando ellos tienen pocos valores individuales debido a las características de su mandato, desde hace 10 años tienen JPMorgan y Citi, por su liderazgo. En Europa lo que han tenido es deuda subordinada, aunque la operación de Credit Suisse con UBS les está dando señales de precaución ya que el regulador parece sentirse más cómodo que sea el bonista profesional el que “pague los platos”, que el retailer o minoritario en acciones. Ello encarece el coste de capital para los bancos. A lo que Luis de Blas añade los costes fiscales de la banca, habiendo sido primero España, Italia y se suma Holanda. *“Estructuralmente el sector está dañado”*, apunta Peña.

“El regulador solo está mirando el beneficio neto sin tener en cuenta la rentabilidad del capital, que es lo que hay que tener en cuenta. Hay bancos españoles que ni siquiera en esta época son capaces de tener retornos de capital superiores a su tasa de descuento, perdiendo dinero en el tiempo, y a pesar de ello la caza a la que se están viendo sometidos”, concluye Luis de Blas.

2023 un mercado dominado por pocas acciones que ha dejado potenciales oportunidades en otros sectores

Tanto el Nasdaq, como EuroStoxx se caracterizan por ser índices con pesos muy significativos en menos de 10 valores que lo han hecho especialmente bien, como Microsoft, Apple, Meta, Google, etcétera, comenta Luis >>



» de Blas. Sin embargo, índices como el Russell 2000, de las pequeñas compañías de Estados Unidos, en el año está en negativo. Lo mismo en el Eurostoxx 600, movido por cuatro valores, mientras que el Stoxx Small 200 está también en negativo en el año, llevando a un sentimiento erróneo en la gente, pensando que el mercado de renta variable ha tenido un buen año.

Un entorno de este tipo es favorable para fondos indexados o gestión pasiva, “que ahora mismo está de enhorabuena”, señala de Blas. Y hasta que la liquidez no vuelva no se verá un repunte en índices de pequeña capitalización, según el experto.

Potenciales de 135% y 125% para los fondos de Horos

No obstante, José María Concejo comenta que hacen lo contrario a lo que hace la generalidad, aumentan la liquidez cuando el mercado ha subido, que no es el momento actualmente. Su cartera está enfocada a España y Hong Kong donde encuentran muchas oportunidades, y también en compañías industriales donde el temor a una recesión de costes ha generado oportunidades, por ejemplo, en compañías acereras, así como en financieras que se ven favorecidas por la subida de tipos. “Estamos en un momento de mucho potencial de revalorización de

nuestras carteras, muy por encima de nuestra media histórica, considerando que es un buen momento para invertir y por ello tenemos la liquidez en mínimos”. El potencial del fondo Horos Value Internacional es del 135%, mientras que el del Horos Value Iberia es del 125%, teniendo en cuenta el precio de las compañías que tenemos y el valor que creemos que deberían tener. “Esto está por encima de la media histórica que era de un 110% y que nos permitieron conseguir rentabilidades anualizadas del 11,5%, lo que nos hace ser optimistas con el potencial a futuro”.

En Valentum vemos la dicotomía de cotización entre empresas pequeñas y grandes

Históricamente, habían conseguido rentabilidades entre un 9%-14% con un nivel de inversión en torno al 85%-88%, actualmente tienen una liquidez solo del 6%. Ese colchón de liquidez es debido al foco que tienen en small caps y poder hacer frente a reembolsos que se pudieran presentar. “No queremos ser vendedores forzados”, apunta Luis de Blas.

El tener dos fondos, y uno de ellos muy enfocado a empresas de mucha menor capitalización les permite ver empresas a 6% FCFY (free cash Flow yield) de calidad vs otras de 10x más pequeña cotizando a 10% FCFY,»

 **Santander**
Por ti, los primeros.

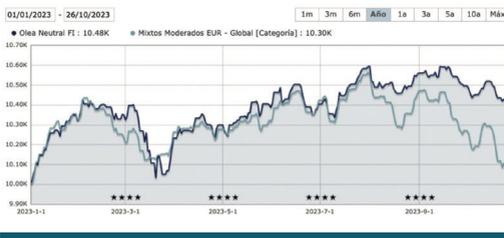


Si estás pensando
en startups,
nos entendemos.



Descubre más en
bancosantander.es

Por eso, en **Santander Startups** te
acompañamos en cada fase de tu proyecto.



» pero con mayor crecimiento, muestra claramente de la dicotomía que hay ahora mismo en el mercado entre las compañías de mayor capitalización y de las pequeñas, viéndose muy afectados por el tema de liquidez también, algunas, por los costes financieros. *“Estamos manteniendo posiciones, hasta que no veamos incremento de liquidez, hemos cogido algún valor más”.*

En Olea Gestión estamos por debajo de nuestro límite mínimo de inversión y cumpliendo mandato

Considerando que el objetivo del mandato es la preservación de capital a 3 años, y considerando que el objetivo a 10 años es de un 5% de rentabilidad dentro de un rango de volatilidad, a

3 años cumplen mandato con una rentabilidad del 6,7%, y hasta casi finales de septiembre alcanzaban un 6,5%.

La exposición en renta variable la han estado reduciendo, viniendo de algo más del 40% y la redujeron hasta en torno al 17%, que es por debajo del límite mínimo, con una liquidez superior al 20%. *“En el escenario actual nos parece sensato, usando puts preservando nuestra capacidad de upside”*, comenta Rafael Peña. Además, aumentaron la parte corta de la curva de tipos, tras un 2023 con sangría en la parte larga de la curva. Han reducido crédito, no ven la necesidad de asumir ese riesgo ahora, y también han reducido renta fija emergente en moneda local.

Para ellos, el escenario macro está con incertidumbres que pudieran perjudicar el mandato, y están analizando alternativas en la renta variable para poder entrar en algún momento.

Los expertos coinciden que hemos pasado años en los que no había alternativa a la renta variable, pero ahora está la renta fija, a pesar de que aún no tenemos tipos reales positivos, cuando en los 90's lo retribuías al ahorro con tipos reales positivos. En cuanto a materias primas, en Olea han tenido oro, pero al no haber funcionado como el oro no ha funcionado como protector de la inflación, han estado reduciendo posiciones.

Asia, una gran incógnita en 2023, y en este sentido, Horos que invierte en Asia, sobre todo en Hong Kong, pero basado en stock picking, invirtiendo en compañías con exposición al sector consumo vía cadenas de restauración, así como al sector inmobiliario, donde ven compañías cotizando a valoraciones que consideran ridículas y que son bien gestionadas, a la espera de catalizadores que las pongan en su justo precio. *“Nosotros invertimos en compañías que tienen exposición al consumo en Asia, pero también hay otras que cotizan ahí, pero tienen buena parte de sus negocios fuera de Asia, por ello muchas veces la distribución geográfica que estamos obligados a hacer no es fidedigna al origen de los beneficios”*, apunta José María Concejo. »

Elige tu ruta de inversión

Invierte en compañía de expertos con la gestión delegada de fondos y valores de CaixaBank, con la que te ayudaremos a encontrar la mejor ruta de inversión para ti.

La **Gama Master** combina la gestión de CaixaBank Asset Management con el *expertise* de gestoras internacionales; la **Gama Smart** dispone de gestión automatizada, y la **Gama SUV**, de gestión delegada de valores.

Invierte en compañía de expertos



Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT



NOMURA



ROBECO
The Investment Engineers



CaixaBank
Tú y yo. Nosotros.

Gama Master, desde 6.000 €; Gama Smart, desde 500 €, y Gama SUV, desde 20.000 €.

Servicio de gestión discrecional de carteras de CaixaBank, S.A. Esta entidad ha delegado en CaixaBank, A.M., S.G.I.I.C., S.A.U., con n.º de registro 15 en la CNMV, la selección de los activos que componen la cartera modelo del servicio. Esto significa que será CaixaBank, A.M. quien decida los activos que formarán parte de dicha cartera en cada momento. La entidad deberá evaluar que el servicio es idóneo para el cliente antes de formalizar con el mismo el contrato de gestión, en el que se detallarán las condiciones de prestación del servicio. Las carteras de gestión delegada de fondos (salvo *Smart Money* de la Gama Smart) son exclusivas para clientes asesorados de Banca Privada y Banca Premier. Las carteras de gestión delegada de valores son exclusivas para clientes asesorados de Banca Privada. Puedes consultar los folletos informativos y los documentos de datos fundamentales para el inversor de los fondos de inversión gestionados por CaixaBank, A.M. y los valores en que pueden invertir las carteras en cualquier oficina de CaixaBank, en www.caixabankassetmanagement.com y en los registros de la CNMV. NRI: 5897-2023/09338.

» Posiciones destacadas de las carteras

Comenzando con Olea, recuerdan haber invertido hace muchos meses en el bono a 2 años de Reino Unido, que fue un “pistoletazo” de salida para posteriormente tener deuda gubernamental. Así como bonos ligados a la inflación, donde tienen una pequeña exposición.

En Horos destacan la empresa de ingeniería automotriz Gestamp, el holding española

Elecnor y el grupo financiero Catalana Occidente en el fondo Ibérico, y en el internacional Naspers (empresa de medios de comunicación sudafricana) y Aercap (de origen irlandés y dedicada al arrendamiento de aeronaves).

Y finalmente en Valentum destacan la farmacéutica Rovi y Ánima (fondo de inversión (el mayor gestor de inversiones independiente italiano). ■



Conclusiones

Rafael Peña, Socio Fundador de Olea Gestión:

“Nosotros estamos contentos, están siendo unos buenos años, en enero cumplimos 20 años cumpliendo nuestro mandato del 5%, lo cumplimos a 10 años, lo cumplimos a 3 años y en 5 años estamos prácticamente en el 4, con lo cual desde ese punto de vista satisfechos por la labor desempeñada y animando a la gente a comprar el fondo siempre y cuando vaya a estar 3 años. Para nosotros no hay momentos buenos de entrada, sino lo que hay que hacer es tener muy claro tu horizonte temporal para que nuestras estrategias te puedan retribuir”.

José María Concejo, CEO de Horos AM: “Nosotros somos muy optimistas de aquí a

fin de año porque como decía, tenemos una cartera creo que muy barata, con mucho potencial de revalorización, por encima de lo que ha sido la media histórica de las carteras que tenemos y como decía, si hemos sido capaces de obtener un once y medio anualizado durante o más de once años, con potenciales inferiores a los actuales, pues queremos que por lo menos podremos seguir manteniendo las rentabilidades pasadas en el futuro. Seguimos teniendo las dos estrategias de siempre, la ibérica y la internacional con dos fondos, también un plan de pensiones que replica la estrategia internacional y estamos a punto de lanzar en breve, en las próximas semanas, un plan de pensiones de empleo que replica la estrategia internacional. Por tanto, seguiremos con

dos estrategias pero cuatro vehículos, dos fondos y dos planes de pensiones en los que, decía, somos muy optimistas con las dos estrategias, con la ibérica y con la internacional”.

Luis de Blas, socio fundador de Valentum AM:

“Nosotros pensamos que el momento para comprar Valentum es muy muy interesante, después de dos años donde las Small Caps lo han hecho mucho peor que las compañías grandes, donde se han colocado los múltiplos por primera vez se han abierto a niveles no vistos desde el 2008 en infravaloración, y es invertir con un fondo sólido que lleva 10 años haciéndolo muy bien y mejorando al índice de referencia constantemente y pensamos que la oportunidad es buena”.



sacyr

Sumamos retos,
creamos valor.



sacyr.com





Consumo global: Perspectivas y oportunidades

Las elevadas presiones inflacionistas y subidas de tipos de interés han ejercido una considerable presión sobre los consumidores durante los últimos años. Sin embargo, parece que por fin están aflojando, aunque el panorama a largo plazo es más complejo a medida que el envejecimiento de la población activa reduce la oferta de mano de obra.

Las oportunidades en el consumo chino

Los consumidores chinos constituyen un motor clave para el consumo internacional, al cual no le ha venido precisamente bien que la reapertura de la economía y recuperación de la demanda en aquel país hayan sido más débiles de lo previsto, debido en parte a que el consumidor chino recibió pocas ayudas durante el Covid.

China también se encuentra lidiando con la debilidad de sus exportaciones, las tendencias deflacionistas y los problemas de su

mercado inmobiliario, que están lastrando la confianza de los consumidores. Los viajes son una excepción y hemos visto que este sector -del que tenemos en cartera valores como la agencia online Trip.com y la cadena hotelera H World- ha aguantado.

Aunque el elevado paro juvenil ha sido un obstáculo para la demanda de lujo pensamos que, tan pronto como el mercado laboral repunte, se recuperará este tipo de gasto aspiracional. Tenemos exposición a LVMH, Richemont y Hermès, cuyas ventas deberían aumentar a medida que vaya cobrando impulso la recuperación del consumo chino.

Interés en el mundo post Covid

Tras el Covid y la vuelta a las oficinas volvemos a vestirnos bien y, aunque no estamos viendo un retorno a la ropa formal del periodo anterior a la pandemia, cada vez se demandan más las marcas prémium smart casual, lo que beneficia a posiciones del fondo como Zegna, Ralph Lauren y Salvatore Ferragamo.

El virus también puso el foco en el bienestar. Un reciente estudio de McKinsey revela que los consumidores estadounidenses demandan cada vez más productos y servicios para esta necesidad, por lo cual numerosas empresas sanitarias están tomando el timón de sus marcas y saliendo al mercado con productos de alta calidad. Esto está ocurriendo tanto en las compañías de dispositivos sanitarios como en las farmacéuticas. Un ejemplo de empresa que vende productos sanitarios al consumidor es el productor y distribuidor líder de productos para el cuidado de la vista EssilorLuxottica, un valor en cartera. Otras empresas sanitarias enfocadas en el consumidor que tenemos en cartera son las farmacéuticas Eli Lilly y Novo Nordisk, pioneras en el desarrollo de fármacos contra la obesidad y la diabetes.

La pandemia también provocó un cambio en la demanda del comercio electrónico y los negocios tecnológicos. Algunos de los valores de este ámbito que tengo en cartera son la plataforma de comercio electrónico Amazon, el proveedor dominante de software y hardware para IA Nvidia, Microsoft y el líder mundial en CRM Salesforce, que van a beneficiarse de la tendencia estructural hacia la digitalización.

La búsqueda de marcas de alta calidad

Con este telón de fondo, es interesante buscar empresas con una cartera de productos atractiva y marcas potentes. Invierto con un enfoque ascendente, por lo que no me centro en el entorno del consumo, sino que pongo la vista en cómo están maniobrando las empresas y los equipos directivos en la coyuntura actual y cómo explotan sus respectivos nichos, ya sea ropa deportiva, productos de lujo o vehículos eléctricos, entre otros. Me centro especialmente en los negocios de alta calidad con equipos gestores competentes de ejecución contrastada y que han demostrado flexibilidad y agilidad durante los últimos años. Las buenas marcas son aquellos negocios que tienen un margen bruto elevado, poder de fijación de precios y la capacidad de crecer a lo largo del ciclo. También deben reinvertir en crecimiento e innovación, ya sea mediante el gasto en inmovilizado, la I+D o el marketing.

Actualmente se pone más énfasis en si las compañías cuentan con políticas y procedimientos adecuados en materia de abastecimiento y cadena de suministro, en si tratan bien a sus empleados y en cómo mitigan su impacto en el medio ambiente. Los consumidores no son ingenuos. Estos tipos de firmas son realmente sostenibles y suficientemente longevas para sobrevivir y hacerlo bien en un entorno macroeconómico más incierto. ■



Aneta Wynimko

Gestora del Fidelity Funds
Sustainable Consumer
Brands Fund

Perspectivas de las materias primas

Las materias primas están siendo muy eficientes durante esta última parte del ciclo, con un repunte del 10,6% en los últimos cuatro meses (31/05/2023-30/09/2023), impulsado principalmente por la energía. Las materias primas son las que mejor rinden al final del periodo de recuperación.

Mayor para riesgos más largos

Los bancos centrales parecen acercarse al final de su ciclo de subidas, pero han adoptado una postura de "higher for longer", que ha hecho que los rendimientos de la renta fija suban. Además, la postura de la Reserva Federal ha mantenido fuerte al dólar estadounidense, lo que es un obstáculo para las materias primas. Si se sortean estos obstáculos, podríamos ver cómo las materias primas suben como la espuma.

Rotación a cíclicos desde defensivos

Como activo defensivo, el oro ha obtenido buen rendimiento en épocas de incertidumbre económica y financiera. El miedo a una recesión y una minicrisis bancaria en Estados Unidos y Europa impulsaron el interés por los lingotes de oro y los futuros a principios de año. Sin embargo, el petróleo superó al oro, ya que el mercado busca activos que se beneficien de una fortaleza cíclica. El cobre sigue por detrás del oro, pero podría estar a punto de superarlo.

Estímulos graduales en China que contribuyen al cambio de tendencia

Desde la reapertura, las autoridades chinas han intensificado el ritmo de anuncios políticos y ya estamos viendo los frutos de esta estrategia:

- Los índices Caixin de gestores de compras del sector manufacturero vuelven a estar en territorio expansivo, con las lecturas de agosto y septiembre por encima de 50¹ desde que en julio se situaran por debajo de esa demarcación.

- La producción industrial se aceleró hasta el 4,5% interanual en agosto de 2023, frente a las expectativas del mercado de solo un 3,8%².
- Los beneficios industriales aumentaron un 17,2% interanual en agosto, tras caer un 6,7% interanual en julio
- Las ventas minoristas se aceleraron hasta el 4,6% interanual en agosto de 2023, frente a las expectativas del mercado de solo un 3,0%³.
- La financiación agregada a la economía real aumentó hasta 3.120 mil millones de CNY en agosto, desde los 528 mil millones de CNY de julio (y frente a una previsión de solo 2.690 mil millones de CNY⁴).

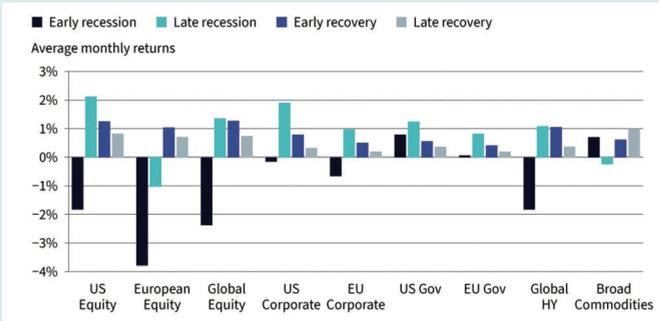
Estos estímulos cíclicos podrían aliviar los problemas del sector inmobiliario chino y creemos que el Banco Popular de China (PBOC) seguirá suavizando las condiciones monetarias. Tras su reunión trimestral de política monetaria del 27 de septiembre, el PBOC comunicó que iba a reforzar los ajustes de política macroeconómica y que se comprometía a trabajar en ajustes anticíclicos y procíclicos.

Retos cíclicos de la producción de materias primas

La transición energética será un catalizador para una mayor demanda de metales. Los esfuerzos por garantizar los recursos necesarios para la transición ya están poniendo las semillas de una futura "inflación verde".

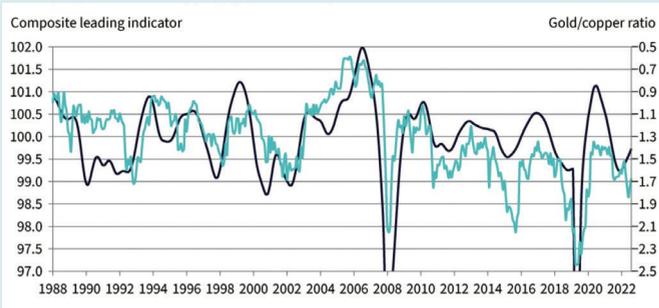
La Ley de Reducción de la Inflación en EE. UU., REPowerEU y la Ley de Materias Primas Críticas en la Unión Europea quieren llevar una mayor parte de la cadena de suministro de mate-

■ Gráfico 1. Rendimiento de los activos en distintas fases del ciclo económico



Fuente: WisdomTree, Bloomberg, Oficina Nacional de Investigación Económica, WisdomTree. De enero de 1960 a junio de 2023. Por “temprana” se entiende la primera mitad de una fase económica. Por “tardía” se entiende la segunda mitad de una fase económica. Para tener en cuenta las diferentes duraciones de las recesiones y recuperaciones, los rendimientos mensuales se han ponderado en el tiempo. La descripción de los activos figura al final de este informe. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

■ Gráfico 2. Los cíclicos se imponen a los defensivos en el giro del mercado



Fuente: Bloomberg, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, WisdomTree. De diciembre de 1988 a julio de 2023. Indicadores Compuestos Líderes (CLI) de los países del G20. Relación oro/cobre indexada a 1 en diciembre de 1988. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

riales y metales clave para transición energética a EE. UU. y la UE, ya que la mayor parte de la capacidad de refinado de estos metales clave está en China. Estas políticas podrían desencadenar una guerra comercial quid pro quo. Será difícil elegir ganadores y perdedores en esta lucha, pero invertir en materias primas será una forma de protegerse contra el posible aumento de los precios que surja como consecuencia. ■



Nitesh Shah

Director de materias primas y análisis macroeconómico de WisdomTree

- 1 Una lectura por debajo de 50 es contractiva y una lectura por encima de 50 es expansiva. Lecturas recientes: Julio (49,2), agosto (51,0), septiembre (50,6)
- 2 Encuesta Bloomberg a economistas, septiembre.
- 3 Encuesta Bloomberg a economistas, septiembre.
- 4 Encuesta Bloomberg a economistas, septiembre.

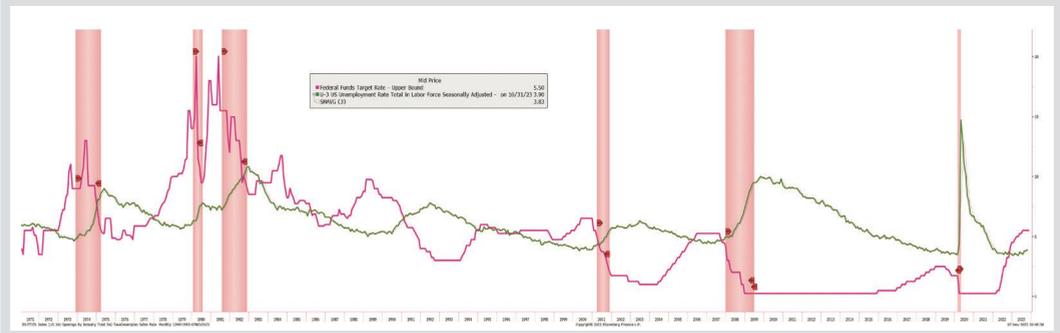


La Tasa de Desempleo podría estar muy próxima a iniciar el punto de giro hacia la Recesión, de acuerdo con la Regla de Sahm (Sahm Rule)

El informe de empleo de octubre publicado el pasado viernes 3 de noviembre 2023 fue uniformemente desalentador para quienes buscan empleo, pero alentador para la Reserva Federal, que busca llevar la inflación a su objetivo del 2%.

El aumento del desempleo al 3,9% el mes pasado significa que el desempleo está cerca de desencadenar la llamada **Regla Sahm**, que ha demostrado ser un predictor confiable de recesiones en el pasado. **La regla, ideada por el ex economista de la Reserva Federal y ahora columnista de Bloomberg**

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS FASES DE EXPANSIÓN Y RECESIÓN (NBER) Y TIPO DE INTERÉS DE LA FED (FED FUNDS TARGET RATE – UPPER BOUND) Y TASA DE DESEMPLEO EN EEUU DESDE 1971





Claudia Sahm, plantea el inicio de una recesión cuando el promedio móvil de tres meses de la tasa de desempleo aumenta medio punto porcentual o más en relación con su mínimo de los 12 meses anteriores.

En una publicación en X, la plataforma de redes sociales anteriormente conocida como Twitter, Sahm dijo que el aumento del desempleo el mes pasado no era una buena noticia. Pero añadió que la regla Sahm “no se activó, ni está a punto” de activarse, a pesar del aumento del desempleo el mes pasado. Sahm, que dirige su propia empresa de consultoría, ha dicho que le preocupa que su creación se haya convertido en “un monstruo.”

El mínimo de desempleo en lo que va del año fue del 3,4%. La tasa de octubre fue la más alta del año, tras dos lecturas del 3,8% en agosto y septiembre. De acuerdo con la Regla de Sahm aún no estamos en Recesión y sería necesario que la tasa de desempleo se elevara por encima del 4,00% para tener dicha señal. De acuerdo con el último informe mensual de empleo publicado el 3 noviembre 2023, ahora estamos en el 3,9%.

La media móvil simple de 3 meses de la tasa de desempleo ha aumentado 0,43 puntos porcentuales por encima del mínimo de los últimos 12 meses (i.e., 3,40% del mínimo anual + 0,43% = 3,83%). Ese incremento de la media móvil simple de 3 meses es lo suficientemente grande como para haber identificado las 11 recesiones desde»



**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

» 1950, con una tasa de falsos positivos de sólo el 1%.

Para que se active la Regla de Sahm -que plantea una variación ligeramente mayor a la registrada hasta el momento (0,43 ppt) de 0,50 ppt como umbral de recesión y que históricamente no ha registrado falsos positivos-, la tasa de desempleo debe elevarse por encima del 4,0%.

En macroeconomía, la **Regla Sahm**, o **Indicador de Recesión de la Regla Sahm**, es una **medida heurística de la Reserva Federal de los Estados Unidos para determinar cuándo una economía ha entrado en recesión**. Es útil para la evaluación en tiempo real del ciclo económico y se basa en datos mensuales de desempleo de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS).

La Regla Sahm fue publicada por el sistema de Datos Económicos de la Reserva Federal (FRED) del Banco de la Reserva Federal de St. Louis en octubre de 2019.

La Regla Sahm tiene su origen en un capítulo del informe de la Brookings Institution sobre el uso de la política fiscal para estabilizar la economía durante las recesiones. El capítulo, escrito por Sahm, propone una política fiscal para enviar automáticamente pagos estabilizadores a los ciudadanos para impulsar el bienestar económico. En

lugar de confiar en la intuición humana para determinar cuándo deben enviarse dichos pagos, Sahm describe una condición para activar los pagos. El trigger sugerido indica una economía que comienza una Recesión.

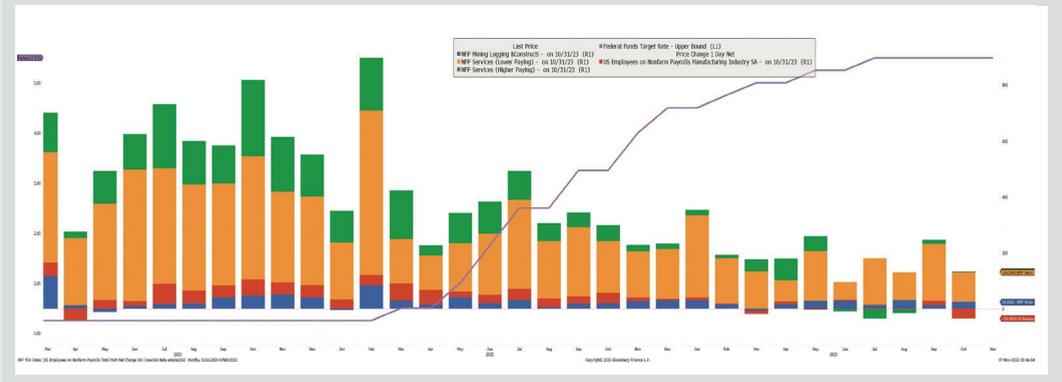
Por tanto la relevancia de la Regla de Sahm va más allá de la academia; puede ser utilizada para informar decisiones de política económica. Por ejemplo, puede utilizarse para activar automáticamente medidas de estímulo fiscal (estabilizadores automáticos), como aumentos en el gasto público o recortes de impuestos, sin la necesidad de una acción legislativa prolongada, lo que puede ser crucial para mitigar los efectos negativos de una Recesión, por la destrucción de empleo que esta genera.

Depender del cambio en el desempleo con respecto a los 12 meses anteriores significa que la tasa natural de desempleo se integra perfectamente. Por el contrario, una norma basada en un nivel fijo de desempleo no puede tener en cuenta las desviaciones causadas por cambios demográficos, tecnológicos o fricciones en el mercado laboral.

Conclusión

A fecha de 3 noviembre 2023 aún no tenemos ni destrucción neta de empleo ni activación de la Regla de Sahm que nos permita inferir que estamos iniciando una fase de Recesión. ■

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA CREACIÓN NETA DE EMPLEO NO AGRÍCOLA DENTRO DE LA EMPRESA PRIVADA Y FED FUNDS TARGET RATE - UPPER BOUND



Cuantificando la sostenibilidad.

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



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

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

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*



Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

Información importante

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

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

ROBECO
The Investment Engineers



¿Por qué siguen subiendo las rentabilidades de la deuda?

Esta es la pregunta que se hace cada vez un mayor número de inversores: la inflación sigue a la baja, los bancos centrales han dejado de subir tipos y existe la expectativa generalizada de que vamos hacia una desaceleración económica en 2024. Además, los recientes riesgos geopolíticos justifican una mayor demanda de activos seguros, entre los que se encuentra obviamente la deuda soberana de los países desarrollados. Entonces, ¿cómo es posible que sigan subiendo las rentabilidades de la deuda?

Antes de contestar la pregunta, es necesario hacer una matización. Aunque es cierto que la tendencia de repunte en las rentabilidades de la deuda pública ha sido un fenómeno global, en las últimas semanas se ha centrado en los mercados de deuda de Estados Unidos y en los tramos más largos de la curva de tipos.

Dicho esto ¿por qué siguen subiendo los rendimientos de los plazos más largos de la deuda americana? Los motivos son varios, pero

tienen que ver sobre todo con unas mayores primas de plazo o “term premium” en terminología anglosajona. Vamos a abrir ahora un pequeño paréntesis para recordar qué son las primas de plazo.

La prima de plazo es, en esencia, una prima de riesgo que refleja el exceso de rentabilidad que exigen los inversores por invertir en bonos con vencimiento a más largo plazo, frente a activos de menor duración. Como es bien sabido, las expectativas de inflación se trasladan a las rentabilidades de la deuda, ya que los inversores quieren al menos compensar el efecto negativo de la inflación sobre su patrimonio, pero lo que no es tan obvio es que, además de incorporar estas expectativas, los bonistas exigen una prima de riesgo para compensarles por la mayor incertidumbre que implica estimar la inflación en periodos largos de tiempo.

Si nos dicen que estimemos cuál va a ser la inflación en un periodo de tres meses, es mucho más probable que nuestro pronóstico sea más preciso que si nos piden el mismo ejercicio en

un plazo de 10 años. Normalmente, se suele recurrir en estos plazos largos al objetivo de los bancos centrales, pero la incertidumbre asociada a este pronóstico es muy relevante. Por ello, exigimos un plus de rentabilidad a los bonos a largo plazo: la prima de plazo. En estos momentos, después de estar durante la mayor parte de la última década en terreno negativo, la prima de plazo está aumentando en todo el mundo.

¿Y por qué se exige ahora una mayor rentabilidad a la deuda a largo plazo? Pues por la combinación de una serie de factores. Probablemente, el más importante sea la incertidumbre asociada a la sostenibilidad de la deuda pública americana, con mayores costes de financiación y déficits públicos todavía abultados, a pesar de que la economía estadounidense está operando ahora por encima de su potencial de largo plazo. En este sentido, no ayuda la inestabilidad política y la elevada polarización al otro lado del Atlántico.

Pero también tenemos que enumerar otros factores, como la elevada volatilidad actual en los mercados de deuda. Además, las expectativas de una inflación estructural más alta, por los efectos inflacionistas del cambio climático, de la transición energética y de la relocalización industrial, también impulsan las primas de plazo. También son importantes unas previsiones de tipos estructuralmente más altos, por las fuertes inversiones que van a ser necesarias para acometer la descarbonización de la economía y por unas menores tasas de ahorro a nivel mundial, sobre todo en Asia.

Por supuesto, existen otras razones adicionales que explican la reciente tendencia alcista de las rentabilidades de los bonos soberanos estadounidenses y que no tienen que ver con las primas de plazo, como la extraordinaria resistencia de la economía norteamericana o la subida de los precios del petróleo. Existen, al mismo tiempo, otros factores técnicos como el exigente calendario de emisiones del Tesoro estadounidense, que también impulsan al alza los rendimientos de la deuda.

Así pues, es la combinación de todos estos elementos la que justifica el fenómeno que estamos presenciando en las últimas semanas. En todo caso, estamos en un punto de entrada cada vez más interesante para los inversores en bonos soberanos. En efecto, aumentar la duración de las carteras de renta fija y capturar estas mayores rentabilidades gana atractivo a marchas forzadas y parece altamente probable que los que compren renta fija en estos momentos, se feliciten por su decisión en los próximos años. ■



**Álvaro Manteca
González**

CFA, es miembro de
CFA Society Spain y
Responsable de Estrategias de
Inversión Banca Privada, BBVA



Perspectivas de impago de deuda de alto rendimiento en euros: Benignas pero bifurcadas

Nuestra previsión de tasa de impago para el High Yield europeo (EHY) es del 1,5% para el periodo a 12 meses y del 3,9% para el periodo a 24 meses. Esto se compara con una tasa de impago de los últimos 12 meses hasta agosto de 2023 del 3,4% para Europa, según S&P, y un pico reciente durante la pandemia de Covid del 6,9%¹. La tasa de impago de los últimos 12 meses para los bonos de alto rendimiento europeos es del 2,08% hasta septiembre de 2023.

Nuestra previsión general es sólo ligeramente superior a la de abril, cuando publicamos nuestros últimos comentarios, debido en parte al incumplimiento del minorista Casino durante el período (que ya no está en nuestra previsión) y la actividad de refinanciación, en particular de créditos con calificaciones más altas. También en el lado positivo, hemos visto el apoyo de los accionistas en múltiples situaciones públicas y privadas, lo que ha ayudado a facilitar la actividad de refinan-

ciación o reducir en gran medida el riesgo de refinanciación. En cambio, el pronóstico para los créditos con calificaciones más débiles se ha deteriorado significativamente, y las perspectivas de ganancias más desafiantes en la mayoría de los sectores cíclicos se suman a las preocupaciones en torno a la sostenibilidad de la estructura de capital.

Comentario sectorial

■ **Autos.** Esperamos una disminución marginal en las expectativas de incumplimiento, lo que refleja la gran proporción de automóviles BB resilientes con liquidez sólida y acceso a los mercados de capital que compensan un ligero deterioro en los proveedores de automóviles B individuales. También es notable que la tasa de impago de Adler Pelzer haya mejorado significativamente tras una refinanciación exitosa con una importante inyección de capital necesaria para desapalancar el negocio.

■ **Real Estate.** Se ha producido un aumento bastante pronunciado en la previsión de

impagos en el sector inmobiliario. La causa principal está relacionada con los emisores que se acercan a los límites de vencimiento, que ahora están dentro del horizonte de pronóstico. Adler Group incumplió a principios de este año y se reestructuró de tal manera que toda la deuda paga intereses PIK (pago en especie) hasta que los vencimientos se reanuden en junio de 2025. El pago de intereses PIK reduce la presión sobre la liquidez a corto plazo, pero también crea un elevado riesgo de incumplimiento. Otro cambio significativo se refiere al propietario de oficinas alemán Demire, cuyo bono vence en octubre de 2024 y está luchando por avanzar en su plan de venta de activos.

■ **Tecnología, Medios y Telecomunicaciones.** El marcado cambio en los medios se debe a las continuas preocupaciones de Tele Columbus (compañía de cable alemana) que nos ha hecho aumentar aún más la probabilidad de incumplimiento del nombre durante el período.

■ **Ocio.** La refinanciación exitosa ha ampliado el perfil de vencimientos y ha reducido las preocupaciones de impago en ciertos créditos con, en general, pocos cambios en el sector a pesar de los signos de una desaceleración en el gasto de los consumidores. Codere y Loewen Play, ambos nombres de juegos que se han reestructurado en los últimos años, aumentan las tasas de incumplimiento debido a las preocupaciones actuales y específicas de cada nombre con estos créditos.

■ **Industria Básica.** Nuestra previsión de incumplimiento ha aumentado modestamente a nivel sectorial, lo que refleja una perspectiva de ganancias generalmente más débil. Sin embargo, la actividad de refinanciación ha ayudado a mitigar este impacto en varios emisores BB y emisores B más fuertes.

■ **Comercio Minorista.** En el sector minorista seguimos viendo un riesgo de impago algo elevado y mantenemos la cautela en el sector no alimentario. Sin embargo, hemos visto una serie de ventas de activos y transacciones de refinanciación que mejoran las perspectivas de ciertos emisores, por ejemplo, Global, Morrisons e Islandia. Somos cada vez más cautelosos con los emisores de pubs, dados los riesgos de refinanciación y las preocupaciones en torno a las ventas de activos y la exposición de los consumidores. Las expectativas de incumplimiento del sector también se han visto favorecidas por la caída de Casino del grupo de pronóstico después de su incumplimiento en agosto de este año. ■



Tom Southon

Head of High Yield Research,
EMEA, de Columbia
Threadneedle Investments

HOMIN LEE | Senior Macro Strategist de Lombard Odier

«India, Indonesia y Vietnam ofrecen la mejor combinación de buenas condiciones demográficas, reformas pro crecimiento constantes y flexibilidad estratégica»

Hablamos con Homin Lee, Senior Macro Strategist de Lombard Odier de la situación económica de Asia en un momento en que la preocupación sobre el sector inmobiliario chino y la guerra que mantiene en Estados Unidos son los dos grandes retos de la región.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

¿Estás preocupado por el impacto de la crisis inmobiliaria en China? Una reciente encuesta del Bank of America habló sobre el sector inmobiliario de China como la fuente más probable de un evento sistémico global, ¿cuál es tu opinión?

Creemos que los problemas del sector inmobiliario serán un lastre para el crecimiento a medio plazo de China, y cualquier mala gestión de las consecuencias financieras podría realmente producir un evento sistémico para China y potencialmente la economía global. Sin embargo, hay razones para creer que debería ser un proceso prolongado que se puede gestionar con el tiempo, en lugar de un desencadenante repentino de una crisis financiera global. El sistema legal de China no permite hipotecas sin recurso (aunque se pueden organizar boicots temporales como el del año pasado, en su mayoría bajo riesgo de los prestatarios), y las exposiciones transfronterizas de las instituciones financieras extranjeras a los préstamos hipotecarios son bastante limitadas. Los principales prestamistas en China continental son estatales, y los gobiernos locales tienen el poder de regular los precios de transacción de viviendas si es necesario. Estos elementos hacen que sea poco probable que se repita el evento del mercado hipotecario de EE. UU. de 2007-08.

Ahora que China parece haber tomado una decisión clara de consolidación a medio plazo de la industria inmobiliaria, creemos que un lastre para el crecimiento de China será inevitable. Ha habido un cambio psicológico en cómo los com-

pradores de viviendas ven las propiedades en mercados de viviendas menos populares en ciudades de menor nivel, donde la acumulación de inventario es más grave. Tomará tiempo que esta mentalidad cambie en una dirección más positiva, y se requerirá una reestructuración significativa de la deuda y el inventario de viviendas antes de que se alcance esa etapa. Si bien el impacto directo del sector inmobiliario en el crecimiento puede ser menos negativo en el futuro debido a la escala de ajuste que ya ha tenido lugar, todavía creemos que será difícil que el mercado inmobiliario sea un factor positivo importante para el crecimiento en los próximos tres a cinco años.

¿En tu opinión, cuáles son los países que captarán el crecimiento futuro en la región?

Creemos que India, Indonesia y Vietnam ofrecen la mejor combinación de buenas condiciones demográficas, reformas pro crecimiento constantes y flexibilidad estratégica en medio de la desconexión global. Sin embargo, el hecho de que tengan estas ventajas no garantiza que tengan éxito en convertirse en las próximas potencias económicas. Será muy importante que sigan avanzando en la dirección pro mercado tanto como sea posible, especialmente porque la transición climática será cada vez más costosa para las economías que aún no se han industrializado.

¿Cuál es el desafío más importante que enfrenta este mercado?

El cambio climático será un desafío esencial para estos mercados por tres razones. En pri-



mer lugar, estos países todavía tienen sectores agrícolas grandes y cestas de consumo en las que los alimentos ocupan una gran parte. Esto significa que la volatilidad climática se traducirá directamente en volatilidad en la actividad económica y la inflación. Para la India en particular, el problema es bastante agudo, y una planificación prudente a largo plazo marcará una gran diferencia en la trayectoria de crecimiento a largo plazo del país por esa razón. En segundo lugar, los países dependen en gran medida de los combustibles fósiles y sus industrias son vulnerables a los planes necesarios de emisiones netas cero de sus socios comerciales. Por ejemplo, Europa ha comenzado a imponer impuestos al carbono en las importaciones manufactureras, e India está explorando la opción de gravar el carbono a nivel nacional para evitar esta posible fricción. Indonesia también ha estado en una difícil discusión con Europa sobre iniciativas de protección forestal. En tercer lugar, las economías menos desarrolladas son inherentemente vulnerables a grandes interrupciones causadas por desastres climáticos debido a la falta de infraestructura sólida. Los tres países deben hacer todo lo posible para desarrollar y fortalecer sus capacidades.

¿En qué sector crees que existen las mejores oportunidades para invertir en un entorno internacional de alta inflación y tasas elevadas?

Creemos que es importante mantener la disciplina de diversificación en la cartera, lo que para algunos inversores puede incluir exposiciones a mercados emergentes a pesar del reciente rendimiento no óptimo. Hay dos escenarios en un entorno de alta inflación y tasas elevadas. El entorno podría persistir durante mucho tiempo, o podría terminar debido a una política restrictiva que apunte a un entorno de inflación más baja. En el primer caso, la posibilidad de un auge en el comercio de materias primas y sorpresas al alza en el crecimiento de los mercados emergentes podría ser sustancial, y podría llegar finalmente el momento en que los mercados emergentes funcionen como cobertura contra la inflación en carteras globales. En el segundo caso, el crecimiento y la inflación podrían disminuir sustancialmente y producir un nuevo régimen para los mercados de bonos, del cual podrían beneficiarse regiones como el mercado local de América Latina.

¿Cuál es tu opinión sobre la "guerra tecnológica" entre China y Estados Unidos?

La fricción estratégica entre Estados Unidos y China es una realidad con la que nosotros, como inversores, debemos lidiar durante las próximas décadas. La búsqueda de autosuficiencia de China continuará, especialmente para su sector de semiconductores, y Estados Unidos está respondiendo de manera similar con su propia política industrial para la fabricación avanzada y la tecnología verde. La competencia continuará en el futuro previsible. Estados Unidos comienza con una ligera ventaja en tecnología, ya que colabora estrechamente con un conjunto más amplio de países que son amigables y altamente industrializados, y la reciente multilateralización de los controles de exportación de semiconductores de Estados Unidos a China es un buen ejemplo de esto. Pero la ventaja de los aliados de Estados Unidos en chips e investigación de IA podría no durar para siempre, ya que China está destinando recursos a estas áreas. A largo plazo, creemos que la brecha tecnológica entre las dos economías se estrechará. ■

El dilema de un gestor

Durante los nueve primeros meses del año, el índice mundial de renta variable (MSCI World) subió cerca de un 12% en euros, borrando gran parte de su caída de 2022. Este buen comportamiento de los mercados de renta variable puede parecer sorprendente. Muchos gestores admiten que si a principios de 2022 les hubieran dicho que la Reserva Federal iba a subir su tipo de interés oficial más de un 5%, habrían respondido que las cotizaciones se desplomarían. Tanto más cuanto que las valoraciones de las acciones eran elevadas a finales de 2021. Sin embargo, tras corregir en 2022, los mercados se recuperaron rápidamente y ahora están cerca de sus máximos históricos. ¿Cómo se explica esto?

Una respuesta reside en la resistencia mostrada hasta ahora por la economía mundial. Aunque en algunas regiones y sectores se aprecia claramente una ralentización, la economía estadounidense, con mucho la más importante para los mercados financieros (en términos económicos, pero también de confianza de los inversores), ha escapado hasta ahora a la recesión. Asimismo, el sector servicios ha seguido registrando un crecimiento positivo en la mayoría de las regiones, beneficiándose de lo que algunos llaman un efecto YOLO (You Only Live Once), nacido de la pandemia y que anima a la gente a viajar o ir a restaurantes. Sin embargo, no es seguro que esta resistencia vaya a durar. La historia demuestra que normalmente hay un desfase de unos 18 meses, a veces más, a veces menos, entre el inicio del endurecimiento monetario y el momento en que este endurecimiento se deja sentir realmente en la actividad económica. Vivimos en un mundo en el que se supone que todo ocurre con rapidez. Por eso es lógico que

muchos participantes en el mercado hayan llegado a la conclusión de que, como la recesión aún no ha llegado, nunca lo hará. La realidad es, sin embargo, que la mayoría de los indicadores económicos están mostrando un patrón bastante clásico: primero debilidad en los sectores directamente afectados por la subida de los tipos de interés, luego debilidad en el sector manufacturero y sólo entonces un impacto en el sector servicios. El mercado laboral es un indicador rezagado, reflejo del comportamiento pasado de la economía. La tasa de desempleo suele estar en su nivel más bajo cuando comienza una recesión.

¿Fundamentos menos importantes?

Una segunda razón por la que los mercados bursátiles están resistiendo bien podría ser que los factores que históricamente han determinado el comportamiento de las bolsas -los beneficios empresariales y los niveles de valoración- han perdido importancia, al menos temporalmente. En lo que respecta a los beneficios empresariales, los inversores parecen querer centrarse a toda costa en una interpretación positiva de las cosas, utilizando las comparaciones y las cifras que más les convienen -trimestrales, anuales, estimaciones de los analistas, etc.-. El hecho es, sin embargo, que en el segundo trimestre, los beneficios de las empresas del S&P 500 disminuyeron en torno a un 5% con respecto al segundo trimestre del año pasado. También se observa una clara ralentización del crecimiento de los beneficios en el sector tecnológico. Sin embargo, el mercado sigue valorando las principales empresas del sector como si siguieran experimentando el mismo crecimiento que en el pasado. La aparición de la inteligencia artificial desempeña un papel importante en ello. En general, a los inversores les encantan los temas que estimulan

su imaginación y en los que pueden proyectar infinitas posibilidades y altas tasas de crecimiento.

En cuanto a los niveles de valoración, han vuelto a subir, a pesar del continuo endurecimiento monetario de los bancos centrales. Este aumento de los múltiplos explica la gran mayoría de la subida de los precios de las acciones desde octubre de 2022. En muchos casos, los múltiplos están ahora muy por encima de su media histórica. Aunque los elevados múltiplos podrían haberse justificado hace 18 meses por lo que algunos llamaban TINA (There Is No Alternative), dado el bajo o inexistente rendimiento de las inversiones en renta fija, ahora los inversores tienen claramente alternativas. Sin embargo, lo cierto es que las altas valoraciones nunca han bastado para hundir los mercados. Sólo agravan el movimiento a la baja una vez que ha comenzado. Por tanto, desempeñan un papel crucial en el comportamiento a largo plazo de los mercados, pero no en su evolución a corto plazo.

¿Por qué los fundamentales han perdido aparentemente su importancia? En primer lugar, está la moda de la gestión por índices. En un entorno cada vez más dominado por un enfoque pasivo, las valoraciones de las empresas están pasando a un segundo plano. Al contrario, cuanto mayor es su valoración, mayor es su ponderación en determinados índices. Como resultado, cosechan una parte cada vez mayor de cada dólar o euro invertido en estos índices, mientras que lo contrario es obviamente cierto para las empresas cuya cotización y valoración están cayendo. Mientras que un gestor activo intenta aprovechar las bajas valoraciones para adquirir acciones de una empresa, la gestión pasiva hace lo contrario: una subida lleva a una subida, una bajada lleva a una bajada. Luego está el hecho de que a los inversores les gusta permanecer en su zona de confort y mantener activos con los que se sienten cómodos. Y los activos con los que se sienten cómodos son normalmente los que han tenido un buen comportamiento en el pasado reciente. Los activos que mejor se han comportado desde la crisis financiera de 2008 son, sin lugar a dudas, la renta variable estadounidense, empezando por los valores tecnológicos. Los valores tecnológicos se están beneficiando de su buen comportamiento en los últimos años y de su capacidad para estimular la imaginación de los inversores. A pesar de la subida de los tipos de interés en Estados Unidos y de la rentabilidad que ofrecen ahora las inversiones en el mercado monetario y en renta fija, a muchos inversores les resulta difícil desprenderse de ellas. Un último acró-



Guy Wagner

Director de Inversiones
de BLI - Banque de Luxembourg
Investments

nimo explica su comportamiento: FOMO (Fear Of Missing Out), el miedo a no participar en una nueva subida de estos valores. Además, muchos de estos inversores nunca han experimentado una recesión o un mercado bajista a largo plazo. Por el contrario, un mercado como el japonés, que alcanzó su punto álgido a principios de la década de 1990, tiene muchas dificultades para atraer capital a largo plazo, a pesar de sus fundamentos y niveles de valoración, que parecen atractivos a primera vista. Mientras que los inversores están dispuestos a conceder al mercado estadounidense el beneficio de la duda, venderán el mercado japonés a la primera señal de problemas.

¿Vuelven los tipos de interés bajos?

Un tercer caso que explica la resistencia de los mercados es que muchos inversores siguen asumiendo implícitamente que los tipos de interés no se mantendrán en los niveles actuales y que la Reserva Federal, en particular, relajará pronto su política monetaria. La idea aquí es que los niveles de deuda y las necesidades de financiación son tan elevados que unos tipos de interés persistentemente altos en términos reales causarían un problema importante. Aunque este argumento parece lógico, las recientes declaraciones de la Reserva Federal muestran que tiene la clara intención de mantener los tipos en los niveles actuales durante un largo periodo, e incluso de subirlos aún más. Haría falta una fuerte desaceleración de la actividad económica y/o un grave accidente financiero para que cambiara de opinión. Ninguna de las dos cosas sería buena para los mercados bursátiles.

Por último, conviene subrayar que, en muchos casos, la subida del índice no es representativa del comportamiento del mercado en su conjunto. En Estados Unidos, por ejemplo, el índice S&P 500 está impulsado al alza por un número limitado de valores, entre ellos los grandes valores tecnológicos, a los que el tema de la inteligencia artificial

ha dado un nuevo impulso. Así pues, hemos llegado a una fase en la que el 1,5% de las empresas del S&P 500 (7 de 500) representan casi el 30% del índice. En los nueve primeros meses del año, el índice S&P 500 subió casi un 12%, mientras que el S&P 500 Equal Weight Index (que da la misma ponderación a cada uno de los 500 valores) permaneció invariable.

En algunos aspectos, la situación actual recuerda a la de 1999. Los mercados bursátiles suben a pesar del aumento de los tipos de interés, la subida del precio del petróleo y la apreciación del dólar. Los índices están siendo impulsados al alza por un número limitado de valores, en su mayoría del sector tecnológico. En 1999, el tema principal era Internet y la emblemática empresa Cisco Systems. En 2023, el tema es la inteligencia artificial y la empresa emblemática NVIDIA. En 1999, las acciones de Cisco subieron más de un 100%, mientras que las de Nestlé bajaron. En 2023, la cotización de NVIDIA ha subido casi un 200%, mientras que la de Nestlé ha bajado. En la actualidad, el precio de las acciones de Cisco aún no ha superado el nivel de marzo de 2000 (a pesar de que los beneficios de la empresa han aumentado considerablemente). La cotización de Nestlé ha pasado de 30 a 103 francos suizos.

¿Qué estrategia adoptar en un entorno así?

¿Jugar al juego del rendimiento relativo comprando valores caros y populares entre los inversores, con el riesgo de no salir a tiempo? ¿O ceñirse a los fundamentales y tratar de encontrar activos desatendidos que estén valorados de forma atractiva, pero con el riesgo de que sigan obteniendo un rendimiento inferior? Un gestor que opte por la primera estrategia corre el riesgo de hacer perder mucho dinero a sus clientes. Si opta por la segunda, corre el riesgo de quedarse sin clientes cuando los mercados le den la razón. Este es el eterno dilema del gestor de fondos profesional. ■

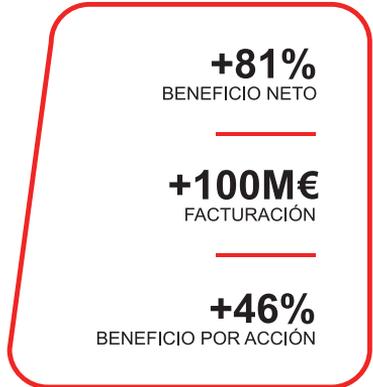
TU INVERSIÓN SEGURA

OPERATIVIDAD
profesionalidad
SERVICIO atención
voluntariado corporativo
crecimiento
BME GROWTH

EXPANSIÓN
PMR **eficiencia** **SOSTENIBILIDAD**
CARROZADOS adaptación

cesta caja cerrada **GRÚA**
transformados **BASCULANTE**

MOVILIDAD **TRANSPARENCIA** **Cliente**
FLOTA **Empleados** **RSC**
Pick-Ups **Inversores** **TALLERES** **RENTING FLEXIBLE**
Furgonetas **equipo** **cercanía**
SUVS **Alquiler Track** **Medioambiente** **Experiencia** **Customización**
VO **FURGONES DELEGACIONES** **COMBUSTIBLES ALTERNATIVOS** **LABORAL** **ERÍO** **Solidaridad**
SISTEMA DE GESTIÓN DE CALIDAD **SOLUCIONES PERSONALIZADAS** **VEHICULOS INDUSTRIALES** **IMPPLICACIÓN SOCIAL**



*Datos extraídos de CCAA 2022



www.corporate.alquiber.es



El mercado no da respiro a la industria de fondos, derivando en caídas en el patrimonio en octubre

Considerando los datos previos de Inverco al cierre de octubre, el volumen de patrimonio de los fondos de inversión ascendió en octubre a 331.681 millones de euros, menores en 2.350 millones respecto al volumen alcanzado en septiembre (-0,7%). La caída está explicada en su mayoría por el efecto mercado, ya que la rentabilidad alcanzada en la gran mayoría de las categorías de inversión fue negativa, como ha pasado en agosto y septiembre.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

En este sentido destaca la **fuerte caída en rentabilidad de la renta variable nacional, liderando con un -4,66%**, cuando el Ibex 35 cayó cerca del 4,4% en el mes, pero que, comparada con el resto de los índices, se sitúa por encima de la media de las caídas. Entre los índices con las caídas más abultadas destacan el **Nasdaq Dubai UAE 20 -7,81%**, **Russell 200 -7,45%**, el **IPSA chileno con -7,32%** y el **SMI suizo -5,21%**. De este modo, la rentabilidad de la categoría de renta variable internacional fue del -3,27% en octubre, y los mixtos también cayeron, como se aprecia el cuadro siguiente.

Por ello no es de extrañar que fueran los fondos de renta variable internacional y los globales aquellos con un mayor ajuste a la baja de su patrimonio, de entre 2.300 millones a 1.600 millones de euros. No obstante, **en el año hay cate-**

Categoría de Inversión	Rentabilidad Oct. 2023	Acumulado 2023
Monetarios	0,00%	1,86%
Renta Fija	0,07%	1,61%
Renta Fija Mixta	-0,72%	1,22%
Renta Variable Mixta	-1,70%	1,90%
Renta Variable Nacional	-4,66%	9,22%
Renta Variable Internacional	-3,27%	6,70%
Garantizados	-0,14%	1,47%
Retorno Absoluto	-0,42%	1,15%
Fondos Índice	-2,90%	11,77%
Rentabilidad Objetivo	0,19%	1,86%
Globales	-1,18%	0,49%
Total fondos de inversión	-0,85%	2,84%

■ Los inversores siguen prefiriendo la Renta Fija

Patrimonio 2022		
Renta Fija	20 159	80%
Monetarios	3 836	15%
Rent. Objetivo	7 755	31%
Garantizados	1 999	8%
Retorno Abs.	-645	-3%
Fondos Índice	621	2%
Rent. Var. Nac.	-301	-1%
Rent. Var. Mixta	-740	-3%
Rent. Fija Mixta	-3 427	-14%
Globales	-5 422	-22%
Rent. Var. Int.	1 214	5%
	25 050	

gorías que dan ciertas alegrías a los partícipes, en especial la renta variable nacional e internacional, y los fondos índices que rozan el +12%.

A pesar de las tremendas curvas de los mercados, la **confianza de los inversores a estos vehículos de inversión no se ha visto mermada en el acumulado del año**, y han **asignado a fondos unos 17.600 millones de euros, con lo que el patrimonio sube un +8,2%, equivalente a unos 25.000 millones de euros**. Tan solo en octubre entraron unos 614 millones a fondos, encadenando así **36 meses consecutivos de suscripciones netas positivas**.

Categoría de Inversión	Rentabilidad Oct. 2023	Acumulado 2023
Renta Fija	1.884.244	18.764.898
Monetarios	724.241	3.704.458
Rentabilidad Objetivo	610.929	7.271.198
Garantizados	85.443	1.927.667
Fondos Índice	1.412	114.417
Renta Variable Nacional	-13.677	-567.576
Retorno Absoluto	-54.302	-579.883
Renta Variable Mixta	-262.266	-1.448.929
Renta Fija Mixta	-659.939	-3.741.059
Renta Variable Internacional	-698.026	-1.665.437
Globales	-1.004.121	-6.381.474
Total general	613.937	17.569.148

Específicamente, **las mayores suscripciones mensuales y anuales siguen liderados por la renta fija**, resultado de la fuerte promoción realizada por las fuerzas de venta de las gestoras españolas e internacionales, a pesar de que como se observa en la primera tabla, **las rentabilidades acumuladas en el año son infinitamente menores a las conseguidas en la renta variable**, pero que al menos ya no son negativas como en años anteriores.

Otra **categoría en la que también hay una competición muy fuerte son los fondos rentabilidad objetivo o rentabilidad a vencimiento**, guerra en la que también han entrado las gestoras internacionales como Janus Henderson con el lanzamiento de su fondo **Janus Henderson Fixed Maturity Bond Fund**, con vencimiento en octubre de 2027 y cuya comercialización terminó el 2 de noviembre. Se trata de un fondo de crédito global con grado de inversión, con calificación crediticia BBB+ y una TIR estimada bruta de +5,58% (a fecha 19/10/2023).

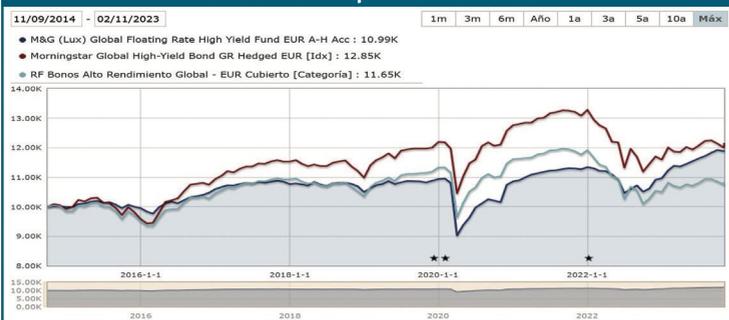
Pero no todos los fondos rentabilidad objetivo se sitúan bien en el año, ya que hay **dos fondos que destacan por las rentabilidades conseguidas en el año** (datos a cierre de septiembre) que son: **Alcalá Multigestión y Tramontana Retorno Absoluto Audaz**, con rentabilidades en el año de **+21,95% y +14,84% respectivamente**, mientras que en terreno negativo se encuentran: **Belgravia Delta y Belgravia Epsilon** (-9,46% y -7,29% respectivamente), y **Santander Retorno Absoluto** (con caídas superiores al 6%). ■



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

M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund EUR A-H Acc

Cómo se ha comportado este fondo



Asignación de activos



Fondo a 30 sept 2023 | Categoría:Global High Yield Bond - EUR Hedged A fecha 30 sept 2023 | Índice:Morningstar Gbl HY Bd GR Hdg EUR A fecha 31 oct 2023 | Fuente: Cálculos basados en posiciones de la carter.

Rentabilidad anual del fondo (31/10/2023)

	2016*	2017*	2018*	2019	2020	2021	2022	31/10
Rentabilidad %	6,51	1,62	-2,57	4,25	-0,75	4,46	-3,31	8,34
+/- Categoría	-3,50	-3,02	2,67	-5,25	-3,31	1,54	8,52	5,81
+/- Índice	-7,92	-4,24	2,10	-6,89	-5,41	2,34	10,28	5,48
% Rango en la categoría (sobre 100)	87	94	8	96	92	18	4	2

Principales posiciones (30/09/2023)

Posiciones	Porta Peso	Valor de mercado EUR A fecha 30 sept 2023	Cambio Acciones %
United States Treasury Notes 5.54279%	4,49	85.850.058	0,00
Brunello Bidco S.p.A 7.413%	3,15	60.240.513	0,00
Cedacri Mergerco SpA 8.424%	3,14	60.189.359	↑ 4,94
Paganini Bidco SPA 7.964%	2,89	55.269.322	↑ 1,67
Cerved Group S.p.A. 9.095%	2,52	48.257.840	↑ 11,85
Lion/Polaris Lux 4 SAS 7.845%	2,48	47.533.845	0,00
Evoca S.p.A 7.975%	2,25	43.143.097	↑ 2,11
Vertical Midco GmbH 8.413%	2,05	39.245.499	↑ 7,48
United States Treasury Notes 5.38779%	2,00	38.337.872	0,00

Posiciones a fecha 30 sept 2023 | Los datos de posiciones de la inversión han sido eliminados para mostrar el top 10.

Parece que tras los últimos discursos de los Bancos Centrales, el mercado vuelve a descontar que los tipos de interés están cerca de tocar sus máximos, si no lo han hecho ya.

Después de un 2022 turbulento en renta fija, volvemos a encontrar momentum tal y como hemos indicado en anteriores artículos. Por esa razón hoy hablaremos del M&G Global Floating High Yield, un fondo que invierte principalmente en bonos HY y que no adopta perspectiva de divisas, puesto que intenta cubrir todo lo que no esté en USD.

En lo que refiere al enfoque de inversión, hay que añadir que el gestor puede invertir hasta el 100% en títulos de deuda sin calificación.

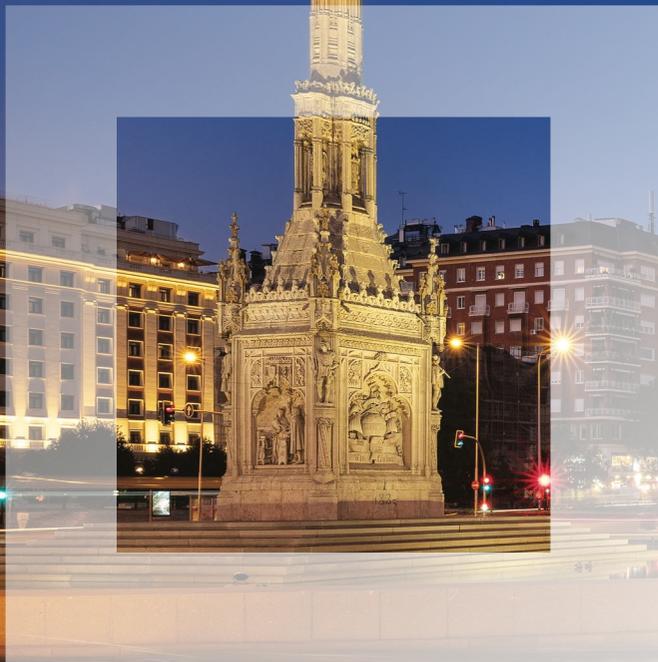
El objetivo del fondo se diseña para proporcionar un atractivo nivel de ingresos, junto con una cobertura natural contra el aumento de los tipos de interés, invirtiendo principalmente en pagarés a tipo de interés variable de alto rendimiento (FRN). Para un cliente temeroso a nuevas alzas, esto supone una protección que permite entrar en renta fija disminuyendo el riesgo de tipos de interés.

En lo que refiere a la cartera, más del 70 % tiene una calificación crediticia de B, y la duración efectiva se encuentra entre 1 y 3 años.

Si hablamos de los ratios e indicadores, encontramos con una volatilidad muy contenida en torno al 5% y una rentabilidad media a 3 años del 6% por lo que, con la situación actual, me parece un buen horizonte temporal a seguir, siendo consecuente con la asignación de los activos y las duraciones que gestiona el fondo. ■

Exclusivamente para inversores profesionales.

 **M&G**
Investments



¿PRÓXIMA PARADA? RENTA FIJA

Expertos en gestión de fondos

mandg.es



Capital en riesgo.

Exclusivamente para inversores profesionales. Prohibida su posterior distribución. Ninguna otra persona o entidad debe utilizar la información contenida en el presente documento. 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. SEP 23 / 1051704

IA y productividad: implicaciones para la inversión

Durante la última década hemos sido testigos de una gran **revolución tecnológica** que, además, se ha visto impulsada con la llegada de la **inteligencia artificial**.

De hecho, hay quién ya se refiere a este periodo como “la cuarta revolución industrial”. Por tanto, ¿puede impulsar la inteligencia artificial la productividad? ¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de la productividad en el futuro? Como ocurre a menudo en economía, no hay una respuesta definitiva.

En primer lugar, hay que tener en cuenta que, según los expertos, **aún estamos en una fase temprana de esta revolución**. Durante este periodo de adopción inicial de nuevas tecnologías es común que la productividad no crezca de forma significativa. No obstante, se prevé que aumente tras la fase de “despliegue”, es decir, la fase en la que se implementa el desarrollo de tecnologías vinculadas a la inteligencia artificial, creación o adaptación de las infraestructuras necesarias y ajustes en los modelos de negocios de las empresas.

Por ejemplo, echemos la vista atrás hasta la “era de la informática”, que probablemente comenzó en la década de 1950 y duró hasta principios de este milenio. Esta época se caracterizó, no sólo por la creación de ordenadores, programas informáticos y microchips, sino también por el desarrollo, igualmente importante, de unas redes digitales (incluidas la World Wide Web y las redes de telefonía móvil). Asimismo, las compañías que pudieron operar a escala global, y que contaban con los conocimientos técnicos, especializados y modelos de negocio adaptados, fueron igual de determinantes durante este periodo. En otras palabras, y según la economista Carlota Pérez, el **conjunto de las nuevas innovaciones y un nuevo paradigma “tecnoeconómico”**, que necesita más tiempo para desarrollarse, **son condiciones previas y**

necesarias para un mayor crecimiento de la productividad.

En segundo lugar, otra razón para el optimismo es que, a lo largo del tiempo, **las nuevas tecnologías se han ido implementando cada vez más rápido.**

De hecho, la rápida adopción de la IA ha llevado a un **aumento significativo del gasto en investigación y desarrollo** en Estados Unidos en la última década, concretamente dentro del área de software.

Con estas condiciones, una hipótesis posible es que **estemos efectivamente a las puertas de un aumento duradero del crecimiento de la productividad**, quizá duplicando la tasa tendencial actual hasta situarla en torno al 3% (una tasa de crecimiento similar a la del año 2000). No obstante, la innovación no garantiza de forma directa un mayor crecimiento de la productividad. **Hay que tener en cuenta otros factores como, por ejemplo, la política monetaria y fiscal**, ya que también influyen en este aspecto. De hecho, los tipos de interés bajos, tanto en Estados Unidos como en Europa, que hemos experimentado desde finales de los años ochenta, han fomentado la inversión en sectores que generan poco crecimiento de la productividad.

Implicaciones para los mercados financieros

La innovación tecnológica suele tener un **impacto positivo en los mercados financieros**. Invertir a largo plazo en empresas líderes en innovación tecnológica a menudo se suele traducir en una rentabilidad superior a la del mercado en general. De hecho, los sectores tecnológicos tienden a obtener mejores resultados en los tres, cinco, diez o incluso veinte años posteriores a la introducción de innovaciones tecnológicas.

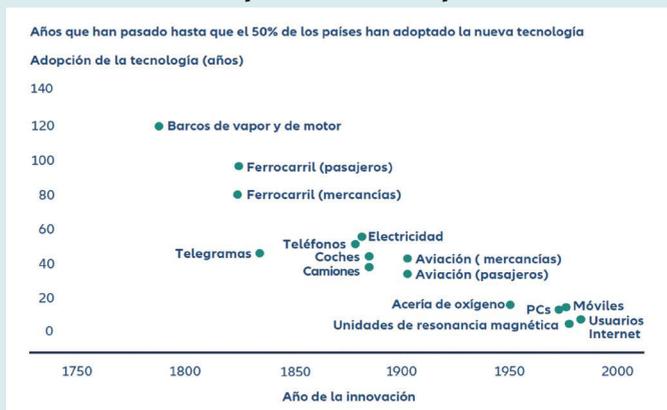
La pregunta que surge ahora es: **¿qué podemos esperar** en el próximo capítulo de la IA? Creemos que esta revolución será imparable y que numerosas compañías comenzarán a lanzar y adoptar **nuevos productos** basados en esta **tecnología**. Por ejemplo, **Microsoft** está a punto de ampliar la disponibilidad de su 365 Copilot, basado en IA generativa, que automatiza tareas en Office 365. Esto **es solo el comienzo**, y podemos esperar una **oleada de productos similares** en diferentes sectores, prometiendo acelerar el crecimiento y la productividad. A largo plazo, prevemos que las inversiones tanto de empresas tecnológicas como no tecnológicas en **herramientas de IA**, como los modelos de lenguaje avanzado y la IA generativa, **impulsarán mejoras significativas en la productividad**. ■



Stefan Hofrichter

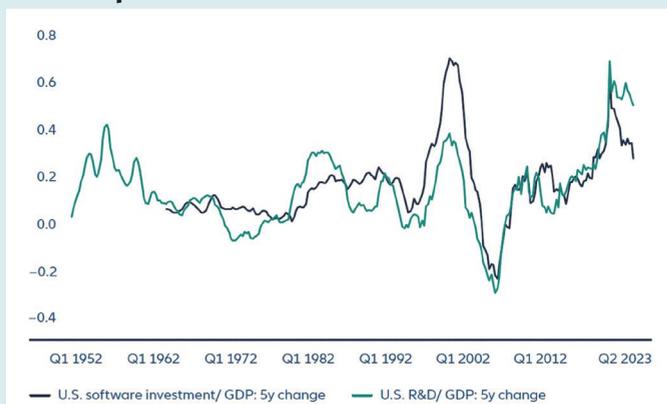
Director de Economía
y Estrategia Global de Allianz GI

■ Gráfico 1. El despliegue de las nuevas tecnologías se ha hecho más rápido con el tiempo



Fuente: D.Comin y B. Hobijn, "An Exploration of Technology Diffusion" (2010).

■ Gráfico 2. La inversión en I+D y software en EE.UU. se ha disparado en la última década



Fuente: AllianzGI, LSEG Datastream, Bureau of Economic Analysis, datos a 30 de junio de 2023.

Las cinco claves de BME Scaleup

Hace unos meses, en BME lanzamos BME Scaleup. Se trata de un nuevo mercado dirigido a las scaleups, compañías con un modelo de negocio probado, en fase de crecimiento acelerado durante al menos tres años, con una facturación mínima de un millón de euros y/o una inversión de al menos esa cantidad. Estamos convencidos de que los mercados financieros deben estar abiertos a todo tipo de empresas y también que deben ser representativos de la economía y del tejido empresarial de nuestro país. Con este nuevo mercado se da acceso al parque a empresas que hasta ahora en muchos casos ni siquiera lo contemplaban como una opción.

Estas son las cinco claves para entender la nueva Bolsa de las scaleups:

- **Un ecosistema en crecimiento.** Se calcula que en España hay más de 500 scaleups y que tienen una necesidad de capital para crecer estimado de más de 2.500 millones de euros en los próximos años. Hasta ahora, este ecosistema se financiaba fundamentalmente a través del venture capital, business angels y las plataformas de financiación alternativa.

De un lado, hay empresas en claro crecimiento y con un modelo de negocio probado que necesitan financiación para seguir creciendo. Del otro, un nuevo mercado que forma parte del tercer grupo de infraestructuras de mercados financieros del mundo y que cuenta con la experiencia de BME Growth, la Bolsa de las pymes, que cuenta ya con 140 empresas cotizadas que han obtenido más de 6.600 millones de euros de financiación desde su nacimiento.

- **Transparencia, flexibilidad y menores costes.** Otra de las claves de BME Scaleup es que combina la necesaria transparencia que se ofrece a los inversores con una simplificación de los requisitos de incorporación de las empresas. Es importante que las compañías como las scaleups sepan que hay un mercado específico para ellas que atiende a sus particularidades y donde encontrarán a inversores especializados que ponen el foco precisamente en este tipo de empresas. Un mercado, además, con la tecnología de contratación y liquidación de BME.

Para formar parte de BME Scaleup no será necesario disponer de un proveedor de liquidez ni tampoco cumplir con un free float mínimo. Esto implica que cada empresa pueda elegir el momento en el que abrir su accionariado, sin condicionarse por los vaivenes del mercado, mostrando su proyecto a los inversores y permitiendo que sus accionistas negocien sus participaciones desde el primer momento. Esta flexibilidad está también disponible para otro tipo de empresas como SOCIMIs, pymes o negocios familiares que desean tener un primer contacto con los mercados financieros manteniendo el control de la empresa. Las compañías cotizadas en este nuevo mercado deberán ser una sociedad anónima, con las cuentas auditadas del último ejercicio y contar con un asesor registrado.

El proceso de incorporación se ha simplificado notablemente, eliminando requisitos formales, reduciendo la intervención de terceros y adaptando el proceso de incorporación para acortar plazos. Todo ello redundará en una reduc-

ción significativa de los costes para las empresas, tanto en el momento de su salida al mercado como en su mantenimiento posterior.

- **Financiación recurrente.** Sin duda, la ventaja fundamental de los mercados financieros es que son una ventana de financiación recurrente, algo muy importante para todo de compañías y, sin duda, en especial para empresas como las scaleups.

Por ejemplo, las compañías de BME Growth que podrían formar de BME Scaleup por su tamaño (facturación máxima de 10 millones de euros en 2022) han obtenido 275 millones de euros en financiación a través de ampliaciones de capital y suman una capitalización conjunta de más de 350 millones de euros.

- **Más visibilidad y reputación.** No sólo la financiación permite a las empresas cotizadas marcar la diferencia. Incorporarse a los mercados financieros ofrece también una mayor visibilidad, lo que hace que las compañías se diferencien frente a la competencia. Esto implica una mayor reputación a la hora de atraer o retener talento, y también frente a proveedores. Además, cotizar en BME Scaleup facilita el crecimiento inorgánico, aumenta la liquidez para los accionistas y ofrece una vía sencilla para la transición generacional de las compañías familiares.
- **Acompañamiento en todas las fases.** En BME queremos acompañar a las empresas en todas sus fases de crecimiento. Por eso lanzamos hace años el Entorno Pre Mercado, un programa formativo y de networking dirigido precisamente a las empresas que están pensando en dar el salto a los mercados financieros. Pues bien, todas las empresas cotizadas en BME Scaleup tendrán acceso automático al Entorno Pre Mercado, desde el que ya se han incorporado al mercado seis empresas.

BME Scaleup representa un nuevo escalón en la escalera de la financiación de las empresas, complementario con el Entorno Pre Mercado y que enlaza con BME Growth, la Bolsa de las pymes, y que concluye en la Bolsa. Naturalmente, no todas las empresas tienen por qué recorrer todos esos escalones, pero nuestro compromiso y convicción es que todas sepan que cuentan con ellos y que los mercados financieros los acompañarán sea cual sea su fase de crecimiento. ■



Jesús González

Director gerente
de BME Growth y BME Scaleup

UMBRELLA SOLAR | CEO de Umbrella Solar

«La propuesta de valor de Umbrella Solar Investment es única porque es una empresa diversificada en tecnologías y en mercados»

Umbrella Solar, líder en innovación solar, ha anunciado recientemente la incorporación de su filial, Turbo Energy, al índice Nasdaq, un paso adelante en la expansión global de la compañía y su compromiso con el desarrollo sostenible. Hablamos con el CEO de Umbrella Solar, Enrique Selva Bellvis, fundador y CEO de Umbrella Solar Investment sobre sus proyecciones y cifras para el futuro de la compañía.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

Desde el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania, las renovables viven un momento de crecimiento exponencial... ¿Cuál es la visión general del estado actual del sector de la energía fotovoltaica en España? ¿Se sigue manteniendo ese crecimiento? ¿Y en comparación con otros mercados internacionales?

Es cierto que el conflicto generó un impulso significativo para las energías renovables, como respuesta a la volatilidad de los mercados de combustibles fósiles y combustible nuclear. En España, la energía fotovoltaica ha experimentado un crecimiento robusto. Estamos viendo una tendencia sostenida. Comparativamente, España ha hecho avances significativos en la adopción de tecnologías solares, pero tiene el reto de incorporar nuevas tecnologías de gestión de acumulaciones de energía que son muy necesarias en el estado actual del mercado.

Umbrella Solar ha sido un jugador clave en este sector. ¿Cuáles son los logros más destacados de la compañía en los últimos años en general y en este primer semestre, en particular? ¿Cuáles son sus planes de expansión futuros?

Nuestra compañía ha liderado iniciativas clave que nos han hecho sentir enormemente orgullosos de nuestra trayectoria en el sector fotovoltaico. Uno de los logros más significativos en los últimos años fue la salida a bolsa de Umbrella Solar Investment en España. Y, justamente un año

después (este semestre, en particular) hemos logrado otro gran hito con la salida al mercado norteamericano de nuestra filial tecnológica, Turbo Energy Solar Innovation, que ahora cotiza en el NASDAQ. Estos eventos no solo reflejan la solidez y el potencial de nuestra empresa, sino también nuestra ambición de ser líderes en el panorama global de energía renovable. Mirando hacia el futuro, aspiramos a consolidar nuestra presencia en mercados clave, ampliar nuestra oferta de soluciones y seguir siendo referencia en innovación y eficiencia.

¿Cómo está Umbrella Solar abordando los desafíos asociados con la tecnología y la innovación en el sector de la energía fotovoltaica?





En Umbrella Solar Investment, entendemos que la innovación es estratégica. Desde cada filial, estamos invirtiendo continuamente en Investigación y Desarrollo (I+D) y Tecnología de la Información (IT), y trabajando arduamente en mejorar nuestras soluciones de almacenamiento inteligente de energía, tanto para el sector residencial, comercial e industrial, como para el campo de la electromovilidad.

Una noticia reciente es que Turbo Energy, filial del Grupo Umbrella Solar, comenzó a cotizar en el Nasdaq, ¿qué ha significado esto para la compañía? ¿cuál es la estrategia que hay detrás de este salto al mercado estadounidense? ¿cómo lo han acogido los inversores?

Cotizar en el Nasdaq no solo valida nuestra dirección estratégica, sino que nos abre puertas a

un espectro más amplio de inversores y oportunidades de financiamiento. Este movimiento es una afirmación de nuestra visión de establecer a Turbo Energy y, por extensión, a Umbrella Solar, como líderes globales en energías renovables. Además, el Nasdaq es un mercado que nos permite reforzar nuestro posicionamiento como empresa tecnológica de reconocido prestigio. Buscamos ejecutar nuestro plan de crecimiento con una financiación favorable y captar talento de primer nivel. Una empresa cotizada en NASDAQ tiene una visibilidad significativa, y en el ámbito tecnológico, el talento es fundamental.

En relación con Turbo Energy, ¿cuál es el papel de esta filial en el contexto de la transición global hacia la energía renovable?

Turbo Energy es fundamental en nuestra estrategia global. Si bien USI tiene un enfoque amplio en energías renovables, Turbo Energy lidera el frente de la innovación y la implementación a gran escala, ayudando a acelerar la transición energética hacia una economía descarbonizada.

El sector fotovoltaico, y USI en particular, presentan una oportunidad única para inversores. No sólo porque el mercado está en crecimiento, sino porque nuestra visión y estrategia están alineadas con un futuro sostenible.

Para los inversores interesados en el sector de la energía fotovoltaica y en Umbrella Solar en particular, ¿qué oportunidades de inversión y perspectivas a largo plazo puede ofrecer la empresa?"

El sector fotovoltaico, y USI en particular, presentan una oportunidad única para inversores. No solo porque el mercado está en crecimiento, sino porque nuestra visión y estrategia están alineadas con un futuro sostenible. La propuesta de valor de Umbrella Solar Investment es única porque es una empresa diversificada en tecnologías y en mercados. A largo plazo, planeamos expandir nuestra presencia geográfica, diversificar nuestra cartera de soluciones y seguir siendo pioneros en tecnología e innovación. ■



Implementación de políticas de inversión sostenible en carteras de inversión

La implementación de políticas de inversión sostenible en carteras de inversión se ha convertido en una tendencia cada vez más relevante en los últimos años. A medida que más personas se preocupan por el impacto ambiental y social de sus inversiones, los gestores de activos y los inversores están comenzando a adoptar enfoques más conscientes para sus estrategias de inversión.

La inversión sostenible, implica la incorporación de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el proceso de toma de decisiones de inversión. Estos criterios nos permiten evaluar no solo el rendimiento financiero de una inversión, sino también su impacto en el medio ambiente y la sociedad.

Existen diversas políticas de inversión sostenible que pueden implementarse en las carteras de inversión. Algunas de las más comunes incluyen la integración ESG, el enfoque temático y la exclusión de ciertos sectores o empresas.

La integración ESG implica el análisis y la evaluación de los factores ESG de una empresa antes de tomar una decisión de inversión. Esto implica examinar cómo la empresa aborda temas relacionados con el medio ambiente, como la huella de carbono y el consumo de recursos naturales, así como también evaluar

sus prácticas laborales y su estructura de gobierno corporativo.

El enfoque temático se refiere a la inversión en sectores o temas específicos que promueven la sostenibilidad. Por ejemplo, algunos inversores pueden concentrarse en invertir en empresas que se centren en energías renovables, eficiencia energética o tecnologías limpias. Esta estrategia permite a los inversores respaldar directamente las soluciones sostenibles y contribuir al desarrollo de un futuro más verde.

La exclusión de ciertos sectores o empresas es otra política común de inversión sostenible. Algunos inversores pueden optar por no invertir en industrias como el tabaco, el armamento o los combustibles fósiles debido a su impacto negativo en la sociedad o el medio ambiente.

A medida que más inversores se interesan por la inversión sostenible, también ha habido un aumento en la disponibilidad de productos y servicios financieros que se adhieren a estos principios. Los fondos sostenibles, los bonos verdes y los índices sostenibles son ejemplos de productos de inversión específicamente diseñados para satisfacer las demandas de los inversores conscientes.

Los fondos de inversión son una herramienta clave para diversificar el riesgo y obtener rentabilidades atractivas en el mercado financiero. En Europa

en los últimos meses y gracias a la normativa SFDR se clasifican a los fondos según su transparencia en la implementación de políticas de sostenibilidad de acuerdo a lo establecido en los artículos 6, 8 ó 9 de la SFRD.

El artículo 8 establece las características de los fondos de inversión que se consideran socialmente responsables. Estos fondos invierten en empresas o sectores que promueven prácticas sostenibles, como la protección del medio ambiente o la igualdad de género. También deben cumplir con criterios de transparencia y rendición de cuentas. Los inversores interesados en apoyar iniciativas socialmente responsables pueden optar por estos fondos, ya que su inversión contribuirá al desarrollo sostenible.

Por otro lado, el artículo 9 define los fondos que tienen como objetivo la inversión con impacto social y medioambiental positivo. Estos fondos van más allá de la responsabilidad social corporativa y buscan generar un cambio positivo en la sociedad y el medio ambiente. Por ejemplo, pueden invertir en proyectos de energías renovables o en empresas que fomenten la inclusión social. Estos fondos son ideales para aquellos inversores que deseen combinar la rentabilidad financiera con la generación de un impacto positivo en el mundo.

En España el interés en las inversiones de impacto cada día tiene más relevancia. En junio de 2018 un grupo de líderes de la comunidad inversora, empresarial y del tercer sector decidimos que era tiempo de actuar, tiempo de situar a España donde se merecía en la comunidad mundial de la inversión de impacto. Un año después conseguimos la adhesión de España al Global Steering Group for Impact Investment (GSG). Este hito supuso el nacimiento de Spain NAB, una asociación formada por 28 organizaciones líderes del ámbito social, empresarial y financiero que representa a nuestro país frente al GSG y que trabaja para impulsar la inversión de impacto en España, velando por la integridad de este mercado en pujante crecimiento. ■



Pablo Alonso Aja

Director General, Eurocapital
Wealth Management EAF SL



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.



Colaborando con el cambio Desbloqueando el valor oculto de las compañías con altas emisiones

Para que el mundo tenga éxito en la transición hacia una economía sostenible, es necesario que se produzca una transformación significativa en muchas industrias.

Se están formando nuevos ecosistemas y están surgiendo tecnologías innovadoras; sin embargo, todavía estamos al comienzo de esta transición verde. Muchas empresas solo han dado los primeros pasos, lo que genera una gran incertidumbre y escepticismo sobre cómo y si se logrará esta transformación. Esto es especialmente cierto en el caso de las industrias con un alto nivel de emisiones, responsables de gran parte del problema de contaminación mundial.

Hace quince años, Nordea Asset Management (NAM) se convirtió en pionera en inversiones centradas en el medioambiente con nuestro renombrado Nordea 1 - Global Climate and En-

vironment Fund, uno de los fondos clasificados como Artículo 9 por la SFDR más importantes de Europa, que invierte en empresas que ofrecen soluciones climáticas innovadoras. Fue entonces cuando comenzamos a formar lo que ahora es uno de los Equipos de Inversión Responsable más sólidos de Europa, donde especialistas en investigación climática y propiedad activa trabajan mano a mano.

Ahora, NAM está aprovechando su experiencia climática y de colaboración desarrollada tras estos años para involucrarse con los grandes contaminadores ambientales actuales que se enfrentan a una necesidad imperante de cambio cada vez más urgente.

El lanzamiento de **Nordea 1 - Global Climate Engagement Fund** tuvo lugar el pasado año, donde nos quisimos centrar precisamente en

colaborar con empresas seleccionadas con un perfil de emisiones alto para impulsar un cambio real. Esto es a lo que llamamos **Inversión Climática 2.0**.

Comprender los riesgos y oportunidades que surgen de la transición a una economía verde es una parte integral de nuestro análisis fundamental, y creemos que la participación activa (colaboraciones y votaciones) es una herramienta eficaz para impulsar el cambio, responsabilizar a los equipos de gestión y aliviar el escepticismo de los inversores.

La realidad es que muchas de estas empresas seguirán presentes en la economía baja en carbono del futuro y algunas desempeñarán un papel crucial en el logro de importantes objetivos de sostenibilidad. **Excluir las de las carteras puede parecer bueno en la teoría, pero tendrá un impacto limitado en el mundo real.**

Creemos que un factor fundamental para **desbloquear el valor** de estas empresas es convencer al mercado de su mejora en materia de sostenibilidad y su capacidad para generar rentabilidades positivas en la futura economía verde.

Esto requiere que las empresas seleccionadas asuman compromisos con total **transparencia** y respaldados por la ciencia, ante los cuales podemos responsabilizar a los equipos de gestión y medir el progreso. También significa demostrar la viabilidad de sus planes de sostenibilidad, respaldados por una asignación de capital creíble.

Cinco compromisos para hacer avanzar a las empresas

Para lograr un cambio significativo a través de la colaboración o *engagement*, nos centramos en cinco áreas. Como era de esperar, una consideración clave son las **emisiones de gases de efecto invernadero**, que son el principal impulsor del calentamiento global. Dado que la producción económica requiere un importante gasto de energía, la gestión de la misma es fundamental para una acción climática exitosa.

La gestión del agua y los residuos es otra cuestión vital, ya que los daños causados por la contaminación ambiental plantean riesgos de intervenciones legales y regulatorias. Los recursos limitados globales no pueden satisfacer la creciente demanda, lo que crea incertidumbre a largo plazo para las empresas que tienen una fuerte dependencia de los activos naturales.

De manera similar, las empresas necesitan un plan creíble sobre **gestión de recursos naturales**. Esto incluye el uso de »



Alexandra Christiansen

Portfolio manager del
Nordea 1 - Global Climate
Engagement Fund

- » materiales reciclados y renovables, la reducción del uso de suministros clave y la maximización de la eficiencia de los recursos en la fabricación.

Finalmente, los equipos de gestión corporativa deben estar dispuestos a **reposicionar a las empresas para que sean resilientes a la transición y a los riesgos físicos del cambio climático**. A través del proceso de colaboración, trabajamos con los equipos de gestión corporativa para establecer y evaluar objetivos significativos a corto y largo plazo, con revisiones periódicas del progreso. Si los resultados positivos se estancan, no dudaremos en intensificar nuestros esfuerzos de compromiso.

Una industria crítica que necesita compromiso

Responsable de aproximadamente el 9% de las emisiones globales, la industria del acero ha sido duramente castigado por incumplir criterios ESG, lo que significa que es poco probable que las empresas en este sector se incluyan en muchas estrategias de inversión centradas en la sostenibilidad. Sin embargo, la industria del acero también es vista como un facilitador estructural clave en la transición energética. Por ejemplo, un parque eólico marino o una planta fotovoltaica pueden consumir mucho más acero que una planta convencional de carbón o gas. Incluso si este no fuera el caso, un material tan omnipresente como el acero no puede ignorarse en el esfuerzo global de descarbonización. La descarbonización del proceso de fabricación de acero debe tomarse muy en serio en el contexto de una ambición global hacia el cero neto. Por este motivo, las empresas siderúrgicas están presentes en **Nordea 1 - Global Climate Engagement Fund**.

Marca la diferencia en la economía real

Para los propietarios de activos que buscan construir una cartera con el objetivo de reducir la huella de carbono, existen varios enfoques. Un curso de acción ampliamente adoptado es desinvertir en sectores con altas emisiones, lo que reduce inmediatamente la huella de una cartera en comparación con su respectivo índice. Sin embargo, este enfoque penaliza a mu-

chos sectores que son críticos para la transición, al tiempo que minimiza las posibilidades de que se produzcan cambios en el mundo real.

El enfoque que mejor se alinea con el objetivo real de descarbonización de la Alianza Financiera de Glasgow para las Cero Emisiones Netas es invertir en emisores relativamente altos durante la fase de transición temprana. Es posible que este enfoque no genere un beneficio positivo inmediato, pero sentará las bases para un impacto positivo a largo plazo en la economía real. La viabilidad de la participación es clave, en términos de la voluntad y la capacidad de adaptación de ambos equipos directivos. Este enfoque pretende que los inversores eviten a los emisores que no pueden o no quieren hacer la transición. Nuestros esfuerzos de participación se centran en que los equipos de gestión tomen las medidas adecuadas para cumplir con nuestras expectativas. Esto podría consistir en establecer objetivos adecuados respaldados por la ciencia o diseñar una estrategia creíble respaldada por una asignación de capital suficiente para llevarla a cabo.

Cuando nuestros compromisos dan frutos y el mercado comienza a creer y respaldar a estas empresas, dirigimos nuestra atención a nuevas empresas con mayor huella de carbono. Este es nuestro enfoque de Inversión Climática 2.0 y es la forma en que planeamos apoyar el impacto en el mundo real mientras buscamos cristalizar valor para aquellos clientes que nos han confiado sus activos. ■

*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.*

Experiencia climática que genera rentabilidad.

Hace 15 años fuimos pioneros
en inversión climática.
Y lo seguimos siendo.

Participa en la inversión climática 2.0
y colabora con el cambio.



Nordea. Tu experto en inversión climática.



Nordea 1 - Global Climate Engagement Fund

nordea.es/TuExpertoClimatico

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

**Invertir en empresas
estadounidenses
de alta calidad con
valoraciones atractivas.**



Fidelity Funds America Fund

Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.



Toda la información
del fondo en este QR



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1053