

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

OCT. 22
N. 42

- Entrevista gestora, Edmond de Rothschild
- Más allá del Ibex, Global Dominion
- Entrevista a Ignacio De La Maza, Janus Henderson

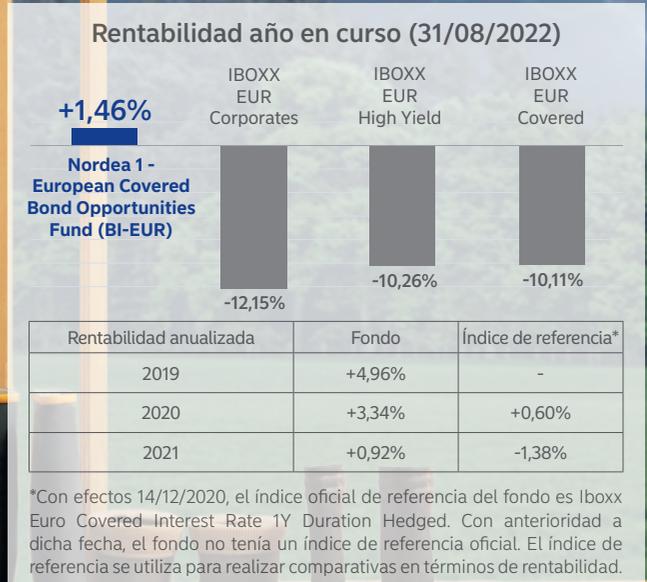


Sí, ahora se puede construir
una cartera de renta fija...
y ganar dinero con ella

Don't worry. Stay covered.

¿Te está costando obtener rentabilidades positivas este año en renta fija?
¿Buscas serenidad, un bajo riesgo de impago y flexibilidad para generar alfa?

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



Nordea 1 - European Covered Bond Opportunities Fund

nordea.es/MantengaseCubierto

Material publicitario sólo para clientes profesionales, según la definición de la MiFID. Fuente (a menos que se indique lo contrario): Nordea Investment Funds S.A. Período considerado (a menos que se indique lo contrario): 29/01/2019 - 31/08/2022. Rendimiento calculado en función de la variación del valor del patrimonio neto, expresada en la moneda de la respectiva Clase de acciones, ingresos brutos y dividendos reinvertidos, y excluyendo la comisión de suscripción y de rescate, a fecha 31/08/2022. Las comisiones de suscripción y de rescate pueden afectar el valor del rendimiento. **La rentabilidad presentada es histórica. Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de los resultados futuros, y los inversores podrían no recuperar la totalidad del importe invertido. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.** Si la moneda de la respectiva Clase de acciones difiere de la moneda del país donde el inversor reside, el rendimiento presentado podrá variar debido a las fluctuaciones en las cotizaciones de las diferentes divisas. Los subfondos citados forman parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital variable luxemburguesa (Société d'Investissement à Capital Variable) constituida y debidamente autorizada conforme a las leyes de Luxemburgo, de acuerdo con lo establecido en la Directiva Europea 2009/65/CE del 13 de julio de 2009, y registrada en el registro oficial de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV bajo el número 340 para su comercialización pública en España. **El presente documento es material publicitario y no divulga toda la información relevante relativa a los subfondos.** Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), que se pueden solicitar de forma gratuita, junto con el último informe anual y semestral, en versión electrónica en inglés y en el idioma del país en el que la citada SICAV se encuentra autorizada para su distribución, a Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados de la SICAV y también en www.nordea.lu. El agente representativo es Allfunds Bank S.A.U., C/ de los Padres Dominicos, 7, 28050 Madrid, España. La lista completa de los distribuidores autorizados está disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es). La entidad depositaria de los activos de la SICAV es J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Publicado por Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier en Luxembourg. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados.

¿Momento de hacer cartera a largo plazo? Depende del mercado

Subida de la inflación, temores de recesión, falta de confianza en los planes económicos, crisis energética, subida de tipos de 75 puntos básicos y flash crash en la libra. El mes de septiembre prometía ser una vuelta a cierta "normalidad" en los mercados tras los vaivenes del verano y lo cierto es que no ha habido tiempo para pensar con optimismo sobre lo que está por venir.

Sin embargo, cada vez hay más expertos que creen que estamos ante uno de esos grandes (y pocos) momentos de la historia en los que merece la pena hacer cartera a largo plazo. Más viendo el incremento en las rentabilidades de los principales bonos a diez años de las economías occidentales, con el Bund ofreciendo una TIR por encima del 2,08%, del 3,255% en España, la rentabilidad del bono a diez años de EEUU en el 3,74% o en Italia, cuya deuda a largo plazo ofrece un retorno del 4,47%. Especialmente para un inversor conservador que lleva años sufriendo la represión financiera generada por los bancos centrales y, con una inflación en máximos en muchas regiones, la liquidez no parece el mejor sitio en el que estar.

En cuanto a los mercados de renta variable, dicen los expertos, es momento de tener cabeza fría y esperar una cierta recuperación que vendrá a medida que la situación geopolítica se vaya normalizando o se vea algo más de luz. Una vez se tenga claro que se han visto los mínimos -aunque para ello se pierda algo de la subida- será el momento de replantear la cartera poniendo la atención en aquellos valores que han sufrido en bolsa por el propio deterioro del mercado sin que las cifras de sus negocios se hayan deteriorado. Valores de calidad con poder de fijación de precios, altas barreras de entrada y crecimiento que no dependa de factores exógenos. ■



Silvia Morcillo Acero

Directora

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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



OCTUBRE 2022 | N° 42



CONTENIDOS

<p>Construir una cartera de renta fija y ganar dinero con ella Reportaje por <i>Silvia Morcillo</i></p>	6	<p>ASEAFI <i>Didendum EAF</i></p>	42
<p>Macroeconomía Por <i>Ramón Bermejo</i></p>	18	<p>Más allá del Ibex <i>Global Dominion</i></p>	56
<p>Entrevista gestor <i>Edmond de Rothschild</i></p>	30	<p>Entrevista final a Ignacio De La Maza <i>Janus Henderson</i></p>	60
<p>Ranking de Fondos Por <i>Consuelo Blanco</i></p>	38		
<p>Fondo a examen <i>DWS Invest Global Agribusiness FC</i></p>	40		



5/7

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

Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable¹ en cualquier entorno de mercado. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 ha sido galardonado como el mejor fondo multiactivo dinámico en los premios Expansión Allfunds**.

es.allianzgi.com es.allianzgi.com.es es.allianzgi.com.es

XXXIII

Premios
Fondos

2022

Expansión | allfunds



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

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

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

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

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

Value.Shared

Allianz 
Global Investors



Sí, ahora se puede construir una cartera de renta fija... y ganar dinero con ella

Una de las cualidades del actual mercado bajista es que está afectando de la misma forma al mercado de acciones que al de bonos, que han recuperado una correlación positiva que no se veía desde hace 20 años. Después de una fase de represión financiera generada por la ingente cantidad de liquidez que han inyectado los bancos centrales, y que ha provocado tipos negativos en gran parte de la curva de bonos soberanos, vuelven las yields al mercado de renta fija toda vez que los bancos centrales suben tipos de interés para intentar controlar una inflación desbocada. Dos factores que marcarán el devenir del activo más conservador en las carteras de los inversores.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN



Nuestros clientes empiezan a sentirse razonablemente cómodos construyendo carteras a dos años con crédito de máxima calidad y retornos del 4-5%", reconoce **Ignacio Sicre Zamanillo, director de Renta Fija de Santander Private Banking España.** Unas declaraciones que podrían resumir el sentimiento general del sector en el que, viendo las subidas que han mostrado los rendimientos de los bonos, puede ser momento de empezar a construir cartera en la renta fija.

Llevamos varios meses en los que la situación del mercado de renta fija se ha puesto complicada, la virulencia con la que los bonos han puesto en precio la subida de tipos

de los bancos centrales ha generado un movimiento en las curvas nunca visto. De hecho, los niveles de caídas que se han visto en el mercado de bonos no se han visto en 30 años. El momento es delicado, pero la diferencia con respecto a la situación que teníamos hace 10-11 meses es que "ahora tenemos un colchón que nos puede amortiguar

posibles amplitudes en la curva de tipos. Si nos vamos a la parte más defensiva de la deuda Investment Grade la TIR está por encima del 4% y, si la FED para su proceso de subida de tipos en el 4,5%-5% ya tenemos»

Viendo las subidas que han mostrado los rendimientos de los bonos, puede ser momento de empezar a construir cartera en la renta fija



De izquierda a derecha y de abajo a arriba: **Elena Delfino** (Aegon AM), **Ricardo Comín** (Vontobel AM), **Silvia Morcillo** (EI), **Oscar Esteban** (Fidelity International), **Fernando Fernández – Bravo** (Invesco), **Alfonso Sánchez** (Carmignac) e **Ignacio Sicre** (Santander Private Banking)

» algo que nos amortigua las caídas”, asegura **Fernando Fernández – Bravo, Head of Sales Active Iberia en Invesco.**

La pregunta que subyace es si lo peor en este mercado ya ha pasado. Y aquí, la opinión de los expertos diverge. “No sabemos si lo peor ha pasado, lo marcará mucho la

inflación y los bancos centrales, pero sí creemos que mucho de lo más difícil lo hemos pasado. Y que también merece la pena hacer una cartera de bonos con lo que paga la renta fija”, asegura **Ricardo Comín, Executive Director & Deputy Country Head Iberia en Vontobel Asset Management.**

Por su parte, **Alfonso Sánchez, Business Development Director en Carmignac** cree que posiblemente “no hemos visto lo peor. El año pasado los Bancos Centrales nos decían que la inflación era transitoria, hace menos de tres meses decían

que la inflación estaría en el 6,8% y ahora dicen que en el 8,1%. No tenemos ni idea de qué será necesario para controlar los precios, pero creo que Jerome Powell tiene en mente a (Paul) Volcker que, aunque no se parece mucho la situación de entonces a la actual, tuvo que provocar dos recesiones porque levantó el pie demasiado pronto del acelerador. Y llevó los tipos al 19% con una inflación del 10%”.

Quizás porque no somos conscientes de 1) hasta qué niveles llegará la inflación y 2) en qué niveles de tipos de interés podrán manejar los bancos centrales los precios, es importante mirar la duración. Más cuando se habla de que los organismos monetarios se verán obligados a retroceder en su política de subida de tipos cuando la economía entre en recesión. **Elena Delfino, Head of Spain de Aegon AM** admite enfocarse actualmente “en la parte más corta de duración, 2-3 años, con la vista puesta en crédito Investment grade. En high yield nos atrae bastante la yield del 8%, pues lo hemos visto muy pocas veces. Es muy interesante la parte del carry con cupones muy buenos con un vencimiento que no esté cerca y en compañías sin mucha deuda”. En este»

Tenemos un colchón que nos puede amortiguar posibles amplitudes en la curva de tipos. Si nos vamos a la parte más defensiva de la deuda Investment Grade la TIR está por encima del 4%

Renta fija sin ideas fijas

Es el momento de ponerse en forma

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



Conozca más
vontobel.com/fi2022

Asset Management

» sentido, el experto de Santander Private Banking reconoce que en la construcción de cartera comenzaron con duraciones de dos años con calidad crediticia máxima y, “a medida que entendemos que los niveles de los tipos pueden estar más cerca del

Vemos cosas que no están llamando mucho la atención con retornos interesantes que quizás no haya que desdeñar y en las que merece la pena asumir el riesgo

nivel de llegada, alargamos hasta los cuatro años”. Una estrategia, en cuanto a duración, que comparte el experto de Invesco que reconoce “haber picoteado algo en financiero, en deuda subordinada, aunque estamos más negativos en high

yield y cautos en bonos híbridos. Asumimos más duración y, en la parte financiera, es donde añadimos más riesgo”.

En momentos en que vemos yields del bono alemán por encima del 2%, frente al 3,5% que ofrece la deuda de EEUU o el 4% que ofrece la deuda de una región como Italia merece la pena preguntarse si los bonos

de gobierno, tan denostados en los últimos años, pueden ser un activo más en las carteras. **Óscar Esteban, Sales director de Fidelity International** admite como interesantes los bonos del gobierno alemán “porque están descontando mucho la subida de tipos y, cuando el BCE cambie la retórica, las TIR de los bonos caerán y nos beneficiaremos por precio. Pero preferimos dejar de lado los bonos periféricos porque en esta situación de tipos pueden tener un problema de liquidez”. Y en EEUU, prosigue este experto, hay datos que muestran ralentización del sector inmobiliario que derivarán en un cambio de retórica con caídas de las yield y consiguiente beneficio en precio.

El experto de Vontobel asegura que, a través de un fondo de renta fija flexible, cuentan con una parte importante en liquidez y “mantienen duraciones cortas. Sí es verdad que vemos cosas que no están llamando mucho la atención con retornos interesantes que quizás no haya que desdeñar y en las que merece la pena asumir el riesgo”.

Con una duración neutral, la única que tienen es en la parte de crédito, desde Car-»



Un selfie
desde Marte.
¿En serio?

En serio.

Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

fondosfidelity.es/temáticas/megatendencias



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



» mignac reconocen estar cortos en Alemania, Italia, España, Francia... para adaptarse a un entorno de tipos de interés más altos durante más tiempo “porque la situación en Europa es completamente diferente a EEUU, tanto por la inflación como por la situación energética. Lo que ha hecho saltar al BCE ha sido el flujo de activos del euro al dólar. Está en una guerra de divisas contra EEUU porque la materia prima (el petróleo, principal generador de inflación) la tienes que pagar en dólar y ese carry obliga a que no se deprecie mucho más el euro. Y esto es una deriva muy peligrosa”.

El incremento en la yields de los bonos gubernamentales traerá consigo la denominada “guerra de depósitos”. Venimos de un período a nivel financiero donde se han generado anomalías como los tipos negativos en gran parte de la curva de los bonos soberanos y ha habido inversores (ahorradores) que no han podido elegir su producto estrella, que son los depósitos. “La normalización pasa porque tengamos una variedad de productos donde el cliente que esté cómo en este producto pueda recuperar esta alternativa”, admite Sánchez.

Y en la gestión de la cartera de deuda ¿en qué puesto quedan los emergentes? Un tipo de activo que no hay que desdénar, pero sobre el que hay que poner cautela y que hace necesario perfilar a aquellos clientes que se habían deslizado a estos mercados buscando yields. El experto de Fidelity ve interesante un activo como los bonos del gobierno chino “que han aguantado bien a pesar de que tenga dificultades económicas”. Y si se buscan TIRes atractivas el high yield chino ofrece una rentabilidad del 30%, poque el inmobiliario compone mucho ese índice, y el high yield asiático tiene un retorno del 18%, “pero tienes que tener el perfil de riesgo que exige para invertir, lo que para muchos es el equivalente a invertir en renta variable”.

Además, del carry de tipos, existe la posibilidad de que la sobrevaloración del dólar toco un punto de inflexión, que beneficiaría especialmente a aquellas divisas con una infravaloración importante como es el peso mexicano, apunta **Consuelo Blanco, especialista de fondos de inversión de Estrategias de Inversión.** ■

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

Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

Riesgos a tener en cuenta:

Riesgos relacionados

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

Riesgos de inversión

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

Perfil del inversor

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

columbiathreadneedle.es



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

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

01.22 | J32084_ES | 4335399



Renta fija: comienza el reajuste

Este año, la renta fija ha sufrido pérdidas muy importantes. Prácticamente ningún mercado de deuda pública ha servido de refugio para los inversores. El golpe ha sido inesperado para la mayoría. Con tan pocos sitios en los que refugiarse, ¿cómo pueden saber los inversores cuál es el camino correcto?

Las caídas han sido causadas por la sensibilidad de los bonos a la subida de los tipos de interés, lo que se conoce como el riesgo de duración, y también por el aumento percibido en el riesgo crediticio. Otro factor que ha impactado sobre el rendimiento de las carteras de obligaciones internacionales este año es el importante fortalecimiento del dólar estadounidense frente al resto de divisas. Como era de esperar, el coste de la cobertura de las fluctuaciones en los tipos de cambio frente al dólar también se ha incrementado de forma muy notable, especialmente para los inversores cuya divisa base no es el dólar y que tienen que reevaluar de forma cons-

tante en su moneda local los activos que tienen denominados en dólares.

La volatilidad de los mercados de renta fija sigue siendo elevada y muy inestable. La inflación será clave para determinar el comportamiento de los bonos. Sigue siendo muy difícil elaborar pronósticos debido a las excepcionales interrupciones que se están viviendo en la cadena de suministro, el mercado laboral y la geopolítica. Aunque los gráficos de la inflación intermensual empiezan a aplanarse, como en el caso de la inflación global estadounidense en julio, todavía queda mucho por delante. Necesitamos más gráficos consecutivos a cero o que muestren descensos antes de que la inflación interanual pueda volver a valores de un solo dígito.

Los bancos centrales parecen estar dispuestos a seguir subiendo los tipos para reducir la demanda agregada. Las cifras de desempleo en EE. UU. y Europa se mantienen en mínimos históricos y tendrían que incrementarse en varios puntos

porcentuales para generar una recesión que vaya más allá de las contracciones técnicas del crecimiento del PIB y los indicadores de la actividad económica. No podemos estar seguros de cuándo la fijación de los tipos de interés volverá a estar dominada por el miedo a una recesión en lugar de por la inflación.

Foco en el riesgo de impago

Otro motivo por el que podemos experimentar varios shocks de volatilidad en los próximos meses es que el ciclo de crédito postpandemia apenas ha empezado a cambiar. La generalización de los efectos secundarios de problemas de refinanciación podría tardar más tiempo en producirse, debido a que los emisores de deuda con mayor riesgo han aprovechado la oportunidad brindada en los últimos años para ampliar el vencimiento de sus obligaciones a tipos más bajos. El preludio al deterioro de la calidad crediticia para muchas empresas serán unos beneficios más débiles. Según algunas previsiones, en torno a la mitad de las empresas que conforman el índice S&P 500 Equity Index están experimentando un crecimiento negativo de las ventas (tras ajustarlo con la inflación) y los beneficios también podrían verse perjudicados.

Ideas

Para los inversores con un enfoque a largo plazo y de comprar y mantener, las pérdidas en renta fija han sido especialmente frustrantes, ya que el principal detonante han sido los tipos y los diferenciales, y no tanto los impagos generalizados. Sin embargo, la inflación significa que el efectivo es una opción muy cara en la que refugiarse. ¿A qué podemos recurrir?

Los bonos de alta calidad a corto plazo emitidos por gobiernos y empresas son una alternativa, pero no ayudarán mucho a amortiguar la volatilidad de la cartera. Como todavía no es el momento de incrementar de forma agresiva la beta de las carteras, creemos que merece la pena combinar bonos de tipo fijo a corto plazo con futuros y opciones sobre tipos de interés e índices de derivados de crédito, que pueden ayudar a limitar la volatilidad de los diferenciales y los tipos. Es importante tener en cuenta que puede haber costes asociados con estas estrategias de cobertura. Además, podría producirse una falta de concordancia entre los valores en cartera y los componentes de los instrumentos de cobertura disponibles.

Otra opción a los bonos tradicionales pueden ser los flotantes, que han tenido un mejor rendimiento que otros segmentos de renta fija en lo que va de año. Los denominados bonos flotantes, emitidos principalmente por instituciones financieras y empresas con grado de inversión, ofrecen cupones que se ajustan con desfases periódicos a los cambios en los tipos de referencia a corto plazo. ■



Frank Dixmier

Director de Inversiones
Global de Renta Fija
de Allianz Global Investors



¿Por qué el argumento para invertir en crédito corporativo europeo con grado de inversión sigue siendo sólido?

Los Bancos Centrales de los mercados desarrollados se vieron obligados a subir los tipos de interés en tasas superiores a las previstas para contrarrestar una inflación impulsada principalmente por la energía. Sin embargo, hay datos como las recientes previsiones de inflación, las cifras de los índices de gestores de compras (PMI), las tasas de empleo y la reducción de la demanda en Europa nos hacen creer que las subidas se suavizarán en los próximos meses. Esto, unido a unos sólidos fundamentales del crédito, indica que las oportunidades para los inversores en bonos corporativos europeos con grado de inversión están muy cerca.

El último Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sugiere que la economía estadounidense aún puede desacelerarse de forma ordenada, a pesar de haber subido su tipo de interés de referencia en 75 puntos básicos por tercera vez consecutiva. Sin embargo, el camino hacia una desaceleración suave se ha reducido, ya que la Reserva Federal ha recortado las estimaciones de crecimiento para este año. La debilidad de la ac-

tividad económica se extenderá al conjunto de la economía con algo de retraso, y por ello también debería producirse un descenso del empleo, una menor creación de dinero y, como consecuencia, una menor inflación, lo que representa nuestro escenario principal y nos permite ser optimistas y estar de acuerdo con el dicho de que "las malas noticias son buenas noticias".

Las previsiones apuntan a una posible desaceleración de la inflación a partir del último trimestre de este año. En lo que se refiere a los tipos de la FED nos encontramos en la franja inferior del territorio restrictivo, y es probable que el banco central de EE.UU. siga adelante hasta que las mejoras en el empleo empiecen a ceder de forma significativa. Durante su última rueda de prensa, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, reconoció que la debilidad en el empleo ya ha comenzado, pero no sonó demasiado preocupado, manejando bien la narrativa que justifica una tasa máxima de los tipos de interés más elevada (4,25% como promedio potencial). El BCE va por el mismo camino, con la opinión de que el 1,5% podría ser un nivel neutral para el tipo de depósito. Por supues-

to, también tendrán que pasar a ser restrictivos y se podría prever un tipo máximo en la región del 2,25% para final de año. La única diferencia con Estados Unidos es que el riesgo de una leve recesión es mayor en la zona euro. En definitiva, creemos que la hipótesis de un aterrizaje suave en EE.UU. sigue siendo vigente y es poco probable que la Reserva Federal quiera destruirla.

Euro área: Cuanto más alto sea el tipo máximo al que aspira el BCE, mayor será el riesgo de recesión

En las últimas semanas, la demanda real tanto de servicios como de bienes se ha desinflado. Por ello, hay una buena razón para que los tipos no se muevan a un territorio demasiado restrictivo, ya que la inflación está mucho más inducida por la oferta energética que por la demanda. El riesgo de una espiral salarial en la zona euro también está relativamente contenido. A su vez, una trayectoria de tipos menos agresiva en comparación con la de la Fed debería disminuir la magnitud de cualquier desaceleración. También creemos que las revisiones de los beneficios empresariales del continente deberían ser resistentes.

En resumen, este entorno insinuaría que se avecina el fin del ciclo de tipos en EE.UU. para finales de año, tal y como pone de manifiesto un tipo máximo potencial medio del 4,25%. Unas subidas limitadas en 2023, a medida que la inflación se desacelere, deberían aportar estabilidad a los tipos y supondrían un cambio importante en la tendencia al alza de los Bancos Centrales. Creemos que este importante cambio aportaría estabilidad a los diferenciales de crédito.

Los diferenciales de crédito de la eurozona han incorporado grandes primas de riesgo, están cerca de los niveles de recesión y descuentan una gran debilidad económica. De hecho, cuando los diferenciales se ajustan a los sólidos fundamentales del crédito, nos preguntamos si pueden haber alcanzado ya sus máximos para este ciclo, ya que todos los indicadores son mucho más fuertes de lo que eran durante la última pandemia de la Covid. Por ejemplo, el endeudamiento es mucho más bajo hoy en día y los diferenciales no están demasiado lejos de los niveles máximos de la Covid: los diferenciales máximos del Mid Yield se sitúan recientemente en 275 puntos básicos frente a unos 330 puntos básicos durante la Covid, respectivamente, el diferencial para una tasa de apalancamiento correspondiente a 1 vez el EBITDA (1 turn leverage en inglés) es más elevado hoy en día. Esto parece no estar justificado si se tiene en cuenta el cambio de tendencia de subidas de tipos de interés que debería producirse en un futuro próximo. Todo ello guía nuestro optimismo, apoyado también por el hecho de que las empresas europeas no han sido tan atractivas durante mucho tiempo, con rendimientos más altos y diferenciales más elevados, ofreciendo cupones atractivos. ■



**Mondher
Bettaieb-Loriot**

Responsable de bonos
corporativos de Vontobel

La UE aprueba un 8° paquete de sanciones a Rusia tras los actos de sabotaje en Nord Stream 1 y 2 y los referendos falsos de anexión

El pasado 5 octubre conocíamos un nuevo paquete de sanciones a Rusia tras los actos de sabotaje en los gasoductos Nord Stream 1 y 2 y los referendos falsos de anexión. Vladimir Putin prometió que su anexión de cuatro regiones ocupadas en Ucrania es irreversible, ya que el presidente ruso formalizó la mayor apropiación de tierras de Europa desde la Segunda Guerra Mundial y acusó a Occidente de tratar de subyugar a su país. “Se convertirán en nuestros ciudadanos para siempre”, dijo a los funcionarios en una ceremonia en el Kremlin antes de que él y los líderes instalados en Moscú firmaran los documentos de anexión. Exigió a Ucrania que dejara de luchar y comenzara las conversaciones, pero se negó a negociar sobre los territorios que está absorbiendo. “Usaremos todos los medios a nuestro alcance para defender nuestras tierras”, dijo.

Naciones Unidas ha denunciado la anexión de los territorios ucranianos invadidos por Rusia como ilegal. El presidente de Ucrania, Volodymyr Zelenskiy, lo condenó, prometiendo seguir adelante con su contraofensiva. El diálogo “es imposible con este presidente ruso”, dijo EE.UU. agregó a cientos de funcionarios rusos, incluido el principal banquero central y jefe de energía de Putin, a su lista de sanciones. “Reuniremos a la comunidad internacional para denunciar estos movimientos y responsabilizar a Rusia”, dijo el presidente Joe Biden, en un comunicado, prometiendo continuar brindando ayuda militar a Ucrania. La Unión Europea también planeó nuevas restricciones.

Con sus tropas perdiendo terreno ante los ataques de Kiev, Putin ha estado luchando

por revivir su invasión de siete meses. Ordenó la movilización de 300.000 reservistas para apuntalar a su maltratado ejército, lo que provocó un éxodo de rusos que intentaban evitar ser enviados al frente. Putin ha blandido la amenaza de usar armas nucleares para proteger la soberanía de Rusia sobre los territorios recién adquiridos, provocando advertencias de duras represalias por parte de Estados Unidos y sus aliados.

En su discurso del 30 de septiembre, Putin no mencionó las armas nucleares específicamente con respecto a la defensa de las áreas anexadas, pero denunció a Estados Unidos por usarlos en Japón en 1945. “Estados Unidos es el único país en la historia que ha usado armas nucleares”, dijo. “Creando, por cierto, un precedente”. Antes del discurso, el portavoz del Kremlin Dmitry Peskov calificó la conversación de una posible escalada nuclear como “irresponsable” y se negó a decir si los ataques en los territorios anexados pueden cumplir con el estándar para el uso de las armas establecidas en la doctrina militar rusa.

Putin reclama aproximadamente el 15% de la superficie terrestre de Ucrania, lo que convierte la medida en la mayor anexión forzada en Europa desde la Segunda Guerra Mundial. “Esto es comparable a Austria y Bélgica juntas. O Dinamarca, Bélgica y los Países Bajos combinados. O el 30% de Alemania”, dijo el primer ministro estonio, Kaja Kallas. “Rusia intenta reescribir el mapa de Europa”.

La Unión Europea, ante la suma de los acontecimientos (i.e., sabotajes de los dos gasoductos Nord Stream) aprobó el 5 de octubre un

nuevo paquete de sanciones (es el octavo paquete) contra Rusia que incluye el apoyo a un precio límite a las ventas de petróleo a otros países. El acuerdo incluye medidas para mitigar el impacto que tendrán las sanciones en países con grandes industrias navieras, como Grecia, Chipre y Malta. “Hemos aprobado un nuevo paquete de sanciones”, dijo a periodistas Andrzej Sados, embajador de Polonia ante la UE. “Incluye un precio límite para el petróleo ruso enviado a terceros países y mecanismos para evitar la elusión de las sanciones”.

Las sanciones prohibirían el transporte marítimo de petróleo ruso a terceros países por encima de un límite de precio del petróleo, dijo la presidencia checa de la UE en un tuit. La medida ampliaría la prohibición de importación de bienes, incluidos los productos de acero, y prohibiría proporcionar servicios de TI, ingeniería y legales a entidades rusas, dijo.

El paquete de sanciones más amplio apuntaría a una serie de personas y entidades, incluidos altos funcionarios del ministerio ruso y personas involucradas en la celebración de los recientes y ampliamente condenados referéndums. También restringiría el acceso a artículos de aviación, componentes electrónicos y sustancias químicas específicas para privar a los militares rusos de tecnologías importantes.

Conclusión: Nos encontramos ante el riesgo de que, más allá de la crisis energética que ha generado Putin con su invasión ilegal y su acto de terrorismo energético perpetrado mediante el corte total del flujo del Nord Stream 1 que inició el 31 de mayo y culminó el 2 de septiembre, generando una subida del precio del gas europeos en ambas agresiones del entorno del 400%, se pueda iniciar una nueva escalada de sabotajes a infraestructuras críticas de energía y/o comunicaciones por parte de Rusia como sería cortar los cables de fibra óptica submarinos que conectan EEUU y Europa -tal como señala Bloomberg-, o emitir un ultimátum nuclear más específico para frenar la contraofensiva ucraniana, lo que podría desembocar en un enfrentamiento militar entre la OTAN y Rusia, lo cual sería aterrador.

Las reiteradas promesas de la administración del presidente Joe Biden de defender “cada centímetro” del territorio de la OTAN han hecho que sea demasiado arriesgado para Putin interferir con las líneas de suministro ucranianas que atraviesan Rumania y Polonia. El poder militar estadounidense, tanto convencional como nuclear, ha disuadido a Moscú de atacar mientras Occidente entrega las armas, la información y el dinero que Ucrania necesita para destruir las»



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

» fuerzas terrestres rusas, impone sanciones financieras que están retrasando la economía de Putin por una generación y agrega dos nuevos miembros de la OTAN en la puerta de Rusia, Finlandia y Suecia.

Al anexas ilegalmente cuatro regiones ucranianas, Putin advierte a Washington y a Kiev que los ataques a esos territorios equivalen a ataques contra la propia Rusia. Y si Rusia estuvo detrás de los recientes ataques a los gasoductos submarinos a Alemania, como sostienen los funcionarios de la Unión Euro-

pea, Putin puede estar enviando un mensaje de que Moscú puede llevar la lucha a los países de la OTAN de maneras menos convencionales. Retroceda, dice Putin, antes de que las cosas se pongan realmente serias.

Los mercados europeos de renta variable, conscientes de este riesgo latente, continúan colocados en posición bajista dadas las múltiples figuras de cabeza y hombros que podemos observar por ejemplo en las series semanales del índice Dax 40, Stoxx Europe 600 y del mercado suizo (Swiss Market Index). ■



SÚMATE A LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN

INVERSIONES AL SERVICIO DEL PLANETA Y DE TU FUTURO.

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

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

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

mandg.es





Navegando por la recesión: ¿qué mercados emergentes están más expuestos?

Los activos de los mercados emergentes han disfrutado de un pequeño respiro ya que la narrativa de la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal muestra signos de cambio hacia una preocupación por el crecimiento en lugar de la inflación.

Si bien la incertidumbre es elevada, nuestra expectativa es que una fuerte caída estancionaria afecte a los mercados desarrollados durante los próximos tres trimestres, lo que refleja el fuerte endurecimiento de la política monetaria en EE.UU., la inseguridad energética europea y las continuas presiones inflacionistas en la oferta. La debilidad de los mercados desarrollados se sentirá de forma desigual en los mercados emergentes; esperamos que Europa del Este y Asia Oriental se lleven la peor parte, pero seguimos siendo optimistas con respecto a América Latina.

No vemos ninguna señal de alerta (como los valores tóxicos de 2007-08) que pueda paralizar las economías de los mercados desarrollados, lo que significa que cualquier desaceleración debería ser más bien una cocción lenta que un estallido. El factor que complica la situación son los precios de las commodities -especialmente energía y alimentos-, que prevemos que sigan siendo elevados y que alimentarán las presiones inflacionistas, aunque la demanda global disminuya.

La debilidad de China y la imprevisibilidad de Rusia constituyen riesgos añadidos para las perspectivas de las materias primas. El resultado es que la política monetaria y quizás la fiscal tendrán un margen limitado de estímulo, lo que podría conducir a un período prolongado de debilidad de los mercados desarrollados y a la aversión al riesgo de los inversores.

Primero, las buenas noticias: **América Latina parece estar bien posicionada para capear el temporal**, ya que la mayoría de sus principales economías son exportadoras de materias primas diversificadas a Asia, Norteamérica y Europa. México - con una economía manufacturera integrada en las cadenas de suministro de EE.UU. - es la principal excepción, aunque los problemas a los que se enfrenta pueden atribuirse tanto a la pésima formulación de políticas como a la exposición comercial. La región ha liderado la subida de tipos en todo el mundo, lo que deja a la mayoría de los países con una amplia ventaja sobre Estados Unidos.

Junto con unos **términos comerciales favorables y unos regímenes cambiarios generalmente flexibles**, esto ayudará a contener los riesgos externos. Las necesidades de financiación externa a medio plazo (déficits por cuenta corriente + amortización externa) son bajas para la mayoría de las principales economías

regionales; basándose en las tendencias históricas, se puede suponer que la inversión extranjera directa cubrirá la mayor parte. La inestabilidad política de la región podría socavar estas perspectivas halagüeñas, pero los resultados extremos siguen siendo poco probables.

Por el contrario, **Europa del Este parece vulnerable**. Las economías de esta región, incluso las de los países extracomunitarios, están muy integradas en las cadenas de suministro continentales, ya que sus exportaciones a países europeos representan casi el 90% del total. Además, Alemania -cuyo sector industrial constituye la mayor vulnerabilidad de Europa ante la instrumentalización de la energía rusa- es su principal destino.

El **Este de Asia** también parece abocado a un período difícil. Aunque las exportaciones a Europa y América del Norte sólo representan una media del 30% del total de la región, esta cifra subestima la complejidad de las cadenas de suministro regionales, en las que los bienes adquieren valor en varios países antes de ser enviados a los consumidores de mercados desarrollados.

El posicionamiento monetario está, en general, muy atrasado con respecto a la Fed: la mayoría de los bancos centrales no comenzaron sus ciclos de subidas hasta abril, si es que lo hicieron. Pero esto no es necesariamente un error: las economías asiáticas salieron de las restricciones sanitarias más despacio y su dinámica de inflación es más benigna. No obstante, su posicionamiento en cuanto a tipos, con indicadores que apuntan a una ralentización parecen incómodos.

La evolución de China será fundamental; el cese de las restricciones ha sido una ayuda para la demanda regional, pero también un recordatorio de que los riesgos de pandemia siguen vigentes.

Sin embargo, no todo es pesimismo. **Las métricas fiscales en Europa del Este son sólidas**, con la mayoría de los países con cargas de deuda moderadas y altos niveles de asequibilidad de la deuda, apuntalados por la UE. **Los generosos desembolsos de la UE** en el marco de la recuperación tras el COVID ayudarán a colmar las lagunas de la balanza de pagos. Mientras tanto, **Asia Oriental** se financia casi por completo a través de sus mercados locales altamente desarrollados; años de superávit por cuenta corriente limitan aún más los riesgos a la baja.

Estas conclusiones están, por supuesto, **sujetas a un alto grado de incertidumbre**; una fuerte contracción de los precios de los productos básicos produciría resultados diferentes. ■



Caleb Coppersmith

Analista de renta fija en
Mercados Emergentes
de DPAM



Poniendo el dinero a trabajar para combatir el aumento del coste de la vida

Actualmente todo parece estar algo fuera de control. Los precios de los productos básicos están subiendo rápidamente en todas partes.

Para muchos de nosotros, comprender los motivos que han llevado a esta situación y qué podemos hacer al respecto, si es que podemos hacer algo, podría ayudarnos a recuperar cierto control sobre la situación. La planificación nos permite pensar todo a nuestro propio ritmo y sentirnos más preparados para lo que pueda venir.

¿Una tormenta perfecta?

La reapertura económica mundial tras una sucesión de confinamientos ha provocado problemas en la cadena de suministro. Para empresas de todo el mundo, aumentar la producción es mucho más complicado que cerrarla: la falta de oferta, junto con un aumento de la demanda mundial, ha

provocado una subida de los precios tanto para las empresas como para los consumidores.

Como es de suponer, el conflicto de Ucrania ha agravado estos efectos. Rusia ha restringido su suministro de petróleo y gas, y Ucrania tiene dificultades para exportar una cantidad importante de alimentos básicos que abastecen la red alimentaria mundial.

Sin olvidarse de la inflación

Todos somos muy conscientes del nivel actual de inflación inédito desde hace una generación. El desafío al que se enfrentan ahora los bancos centrales es volver a controlarla y acercarla al nivel deseado del 2%, sin dañar la economía con ello.

La principal palanca con la que cuentan es la fijación de los tipos de interés. Al aumentarlos, los bancos centrales esperan alentar el ahorro en lugar del préstamo y el gasto, ralentizando así la

economía. Para aquellos de nosotros que tenemos préstamos o hipotecas, esto supondrá un aumento de nuestras cuotas, a no ser que se fijaran a un tipo específico en su momento. En cambio, los que tenemos ahorros en efectivo podemos buscar mejores tipos para nuestros ahorros.

¿Es hora de poner el dinero a trabajar?

La inflación merma el valor de los ahorros: si los precios de los bienes y servicios aumentan, a la larga el dinero permite comprar menos cosas. Pero aunque «esperar y ver» puede parecer una estrategia razonable en este momento, una de las peores cosas que se pueden hacer ante este escenario es no hacer nada. Es importante buscar los mejores tipos del ahorro, pero esto por sí solo puede no ser suficiente para mantener los objetivos financieros a largo plazo.

Pasar a la acción

En tiempos tan extraordinarios, puede parecer que no es el momento adecuado para empezar a invertir. Pero el «momento adecuado» no existe.

Los mercados de valores suben y bajan todo el tiempo, y aunque esta volatilidad puede parecer desalentadora, parte de este riesgo puede compensarse invirtiendo gradualmente, mes a mes, por ejemplo.

Invertir es una propuesta a largo plazo. Con el tiempo, las inversiones deberían tener el potencial de crecer, por lo que es más probable que se puedan sortear periodos de volatilidad, ya que los ahorros tendrán más tiempo para recuperarse de cualquier caída de valor.

Planificar para sacar más partido al dinero

Aunque el incremento diario de los precios está mermando el poder adquisitivo actual, es importante no ignorar la importancia de planificar el futuro financiero a largo plazo. Los tipos del ahorro no siguen el ritmo de la inflación. Sin embargo, al invertir una parte de tu dinero, puede ayudar a amortiguar el golpe de la situación actual y mantener tu poder adquisitivo en el futuro. ■

El valor de los activos del fondo podría tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión. No podemos ofrecerle asesoramiento financiero. Si no está seguro de que su inversión sea apropiada, consúltelo con su asesor financiero. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en cualquiera de los fondos de M&G. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.



M&G Investments



Esto no es estanflación

El entorno actual de precios altísimos de las materias primas, inflación elevada y fuertes incertidumbres geopolíticas recuerda lógicamente a la década de 1970 y, al hacerlo, plantea la amenaza de “estanflación”. Sin embargo, este entorno no presenta exactamente las características de la estanflación, que se define simultáneamente por una alta inflación, un bajo crecimiento y, sobre todo, una alta tasa de desempleo. Las tensiones en los mercados laborales de los países desarrollados no validan el escenario de estanflación. Por el contrario, el entorno actual de “reconstrucción” está más cerca de la “reflación”!

Las crisis recientes (tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, Covid, guerra en Ucrania) han llevado a una doble conciencia en Europa: la necesidad de invertir para acelerar la transición ambiental y la necesidad de acelerar la independencia estratégica (en sectores como defensa, digital, salud, energía y alimentación). Para Europa, hemos evaluado todas estas necesidades de inversión adi-

cionales en alrededor del 3 % del PIB al año durante 10 años: 2 % para transición ambiental, 0,5 % para digital, 0,4 % para defensa y 0,3 % para seguridad energética. Sabiendo que el empleo es “complementario” a la inversión, esto significa que para tener éxito en las transiciones económicas, las empresas necesitarán desarrollar capital humano. Este período de impulso a la inversión pública y privada permite incluso plantear el pleno empleo como una perspectiva ya posible. Por lo tanto, esto invalidaría la amenaza de estanflación.

Cambio de paradigma en las políticas monetarias

Finalmente, la inflación es duradera y persistirá más allá de la caída que se produzca en algún momento en los precios del petróleo y el gas. Esta nueva situación fundamental está conduciendo a un cambio de paradigma en el comportamiento de los bancos centrales. Si los bancos centrales no pueden luchar contra la inflación ligada a la subida del precio de las materias primas, su misión es intervenir si existe riesgo en el ciclo “precio-salario”. Para ello, evidentemente-



Christophe Morel

Economista Jefe de
Groupama AM

te tienen los ojos puestos en las expectativas de inflación. Pero más allá de las expectativas, existe un umbral de inflación a partir del cual cambia el comportamiento económico: los hogares y las empresas se vuelven más atentos a los cambios de precios y se ajustan de manera más sistemática, en particular con las reivindicaciones salariales. Hemos valorado este umbral en el 8%, lo que significa que, a la luz de las últimas publicaciones de inflación (+8,5% a un año en Estados Unidos y +8,9% en la Zona Euro), ese comportamiento está cambiando.

Este cambio de paradigma en la conducción de la política monetaria se refleja de tres maneras. Primero, los bancos centrales ya no pueden mantener la "forward guidance", es decir, dar una perspectiva sobre la política monetaria con gran visibilidad. Se están volviendo "dependientes de los datos" nuevamente, lo que está alimentando la incertidumbre y, por lo tanto, la volatilidad en las curvas de tipos. En segundo lugar, aprovechando la experiencia monetaria de la década de 1980, los bancos centrales no bajarán su tipo de interés de referencia en caso de recesión para no reactivar las expectativas de inflación, incluso si esto es costoso a corto plazo para el crecimiento. Finalmente, el "Put" por parte de los bancos centrales ante una corrección en los mercados financieros ya no es automático. Recientes declaraciones de los banqueros centrales muestran que la mejora en las condiciones financieras este verano no fue vista positivamente.

De este modo, los bancos centrales ampliarán su ajuste monetario, tanto elevando los tipos de referencia, que aún están»



» subestimados por los mercados, como acelerando la deflación de los balances.

Recesión a la vista

Esto cambia profundamente la metodología utilizada para elaborar un escenario económico. Ha sido costumbre hasta ahora comenzar con las perspectivas coyunturales, luego pasar a la inflación y concluir con lo que esto implica para la política monetaria. De ahora en adelante, es necesario repensar este orden: primero, es necesario alargar el horizonte presentando las perspectivas de crecimiento a largo plazo para deducir de ello lo que significa sobre el régimen de inflación y sobre la reacción de los bancos centrales. De aquí podemos deducir las perspectivas económicas. Desde esta perspectiva, las economías desarrolladas se enfrentan a dos

adversidades. En primer lugar, el pasado aumento de los precios de las materias primas provocará una recesión industrial mundial a principios de año. Entonces, las economías desarrolladas tendrán que digerir el aumento de tipos y el retiro de liquidez que necesariamente constituyen una “prueba” para la economía real. La economía de EE UU., más avanzada en la normalización monetaria, será la primera en verse afectada.

Finalmente, durante los próximos 18 meses, las economías desarrolladas se enfrentarán a una recesión, lo que dará la impresión de estanflación. Sin embargo, los programas de inversión y las necesidades de contratación permiten prever una “salida por lo alto”, icon una deseada y deseable normalización de los tipos de interés! ■

Este documento está elaborado únicamente con fines informativos. Groupama Asset Management y sus filiales declinan toda responsabilidad en caso de alteración, deformación o falsificación de que el documento pudiera ser objeto. Toda modificación, utilización o difusión no autorizada, total o parcial, está prohibida. Todo inversor debe tener conocimiento previo a cualquier inversión del Folleto o del documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) de la IIC en cuestión. Estos documentos y cualquier otro documento de publicación periódica se pueden obtener gratuitamente mediante una simple solicitud a Groupama AM o a través de la web www.groupama-am.com. Este documento no contractual no constituye de ninguna manera una recomendación, una solicitud de oferta, ni una oferta de compra, de venta o de arbitraje, y en ningún caso debe interpretarse como tal. Los equipos comerciales de Groupama Asset Management y sus filiales están a su disposición para realizar una recomendación personalizada. Editado por Groupama Asset Management - Sede social: 25 rue de la ville l'Évêque, 75008 Paris - Sitio web: www.groupama-am.com



AUDAX RENOVABLES PARA UN PRESENTE CON FUTURO

Presente en **9 países**,
gestiona más de **2.536 MW**
de **generación renovable**
en distintas fases y cuenta con
más de **518.000 clientes**

JACQUES-AURÉLIEN MARCIREAU |

Fund Manager of Edmond de Rothschild Fund Big Data

«En los últimos tres años, el porcentaje de valores no rentables en la cartera ha sido, de media, inferior al 10% del patrimonio del fondo»»

Compra empresas de alta calidad, generadoras de flujo de caja libre, poder de fijación de precios y tecnología estratégica. El Edmond de Rothschild Fund Big Data es un fondo en el que la rentabilidad de las empresas y su capacidad para generar un flujo de caja positivo es un criterio clave en la disciplina de compra, asegura Jacques-Aurélien Marcireau, Fund Manager of Edmond de Rothschild Fund Big Data.

 POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

La tecnología ha sufrido por la subida de los tipos de interés en EE.UU. ¿Cree que lo peor puede haber pasado para el sector?

No volveremos a la exuberante época en la que empresas con modelos de negocio frágiles conseguían financiación: la próxima década será más difícil. El crecimiento y el rendimiento de los fondos tecnológicos volverán siempre que (1) las valoraciones se vuelvan razonables (2) la generación de flujo de caja libre vuelva a ser una métrica clave para los inversores, que probablemente asignen su capital a empresas con tecnología real y no a productos "bonitos para tener/widgets". A corto plazo, este complejo contexto de mercado ha creado algunas oportunidades para los inversores activos y a largo plazo. Cabe mencionar el caso de algunos valores tecnológicos europeos de alta calidad, ya que todo el sector se ha visto afectado por la aversión al riesgo de los inversores mundiales en torno a la situación de Ucrania/Rusia. Este es un área que estamos considerando con mucho interés, ya que está claro que la fragmentación del ecosistema tecnológico mundial y las preocupaciones por la seguridad y la soberanía beneficiarán a algunos actores clave.

¿Por qué le gusta especialmente el Big Data frente a otras tendencias?

Consideramos que el Big Data, definido por el volumen, la variedad y la velocidad de los datos, es un tema que durará varios años y que afectará

a toda la economía, incluidos los sectores y actores tradicionales de la sanidad, la industria del automóvil, la logística y los servicios financieros, etc. Algunas compañías de estos sectores han hecho nuevas incursiones en la adopción de big data para desarrollar y mejorar sus productos. Y las empresas tecnológicas son sólo la punta del iceberg.. Nosotros lo vemos como una oportunidad que va mucho más allá de la Big tech.

¿Cuál es el proceso de selección del Fondo Edmond de Rothschild - Big Data y cómo aborda esta tendencia tecnológica?

El Edmond de Rothschild Fund Big Data ha sido gestionado desde sus inicios en 2015 buscando rentabilidades consistentes a lo largo del tiempo. Ponemos un gran énfasis en la gestión de los riesgos de concentración y en evitar centrarse al 100% en la tecnología. Nuestro estilo de inversión no tiene restricciones con respecto a los sectores, las regiones y la capitalización del mercado. Nuestro objetivo es invertir en empresas que, o bien (1) son un actor temático puro con una parte significativa de sus ingresos derivados de la analítica o la infraestructura de Big Data, o bien (2) están utilizando la temática de Big Data para acelerar la transformación digital de su modelo de negocio. Esta tendencia recurrente supone un impulso de crecimiento para la tecnología y los sectores más tradicionales, como el mantenimiento industrial, los seguros/servicios financieros, la eficiencia



energética, la medicina preventiva, la salud digital y los coches sin conductor. Nuestro objetivo es mantener un enfoque muy centrado para concentrar nuestra selección en empresas con un conjunto distintivo de atributos fundamentales: Liderazgo tecnológico/calidad del modelo de negocio, posición en el sector/cadena de valor, criterios ESG (especialmente buen gobierno corporativo) métricas de crecimiento, rentabilidad y balance).

¿Puede explicarnos algún caso de inversión?

Llevamos tiempo invirtiendo en Randstad, líder mundial en contratación y externalización de servicios de recursos humanos. La compañía tiene un excelente balance y los mejores márgenes de

su categoría. Está transformando radicalmente el sector de la contratación de personal mediante la adquisición de Monster. Además, cuenta con un fondo de inversión dedicado a invertir en tecnología e innovación de recursos humanos.

En los últimos años, varios gestores de fondos han lanzado productos vinculados a la tecnología, la inteligencia artificial y las infraestructuras tecnológicas. ¿Qué diferencia a este fondo de otros que invierten en la misma temática?

El fondo ofrece una exposición diversificada a través de factores sectoriales/estilos (con una exposición menor que la mayoría de los fondos temáticos en valores de alto crecimiento/larga duración). Nuestra disciplina de compra se centra en empresas de alta calidad, generadoras de flujo de caja libre, con tecnología estratégica y poder de fijación de precios. El fondo ha sido bastante inmune a la actual contracción de los valores de alto rendimiento, ya que sigue cotizando con un fuerte descuento respecto al mercado en general (el PER del fondo es de 13 veces, frente a las 16 veces del MSCI World). El fondo se encuentra entre los fondos más rentables de su categoría en 2021 y 2022. La cartera sigue estando muy bien posicionada a corto plazo, en un contexto de subida de tipos: El 91% del fondo tiene un flujo de caja libre positivo y 1/3 de las empresas de la cartera tienen una posición de caja neta. A largo plazo, el fondo se beneficia de fuertes vientos de cola de crecimiento, ya que la automatización, la modernización de la cadena de suministro, la ciberseguridad y la computación en nube se consideran cuestiones prioritarias.

¿Qué objetivos tiene en términos de rentabilidad?

En los últimos tres años, el porcentaje de valores no rentables en la cartera de EdR Fund Big Data ha sido, de media, inferior al 10% del patrimonio del fondo. Una empresa que actualmente no es rentable será objeto de un análisis detallado de sus elementos económicos con hipótesis muy conservadoras. Este enfoque excluye una gran proporción de empresas tecnológicas no rentables. Basaremos nuestros modelos de valoración en una previsión de beneficios de la empresa a 5 años, lo que implica necesariamente un fuerte poder de beneficios en este horizonte temporal. ■



Alternativos: nuevos activos para diversificar en un mundo en evolución

Este año, los mercados financieros han pasado de un ataque de volatilidad a otro. La guerra de Ucrania, el aumento de la inflación, las subidas de tipos de interés y, ahora, el temor a la recesión han sido, para la mayoría de los inversores, desastrosos para las carteras.

Los mercados de renta variable tuvieron su peor comienzo de año en décadas, afectados tanto por el aumento de los tipos de descuento -componente clave utilizado para valorar los futuros flujos de caja de una empresa- al aumentar los tipos de interés, como por el creciente riesgo de recesión. Por su parte, los bonos ofrecieron poca diversificación, ya que el aumento de los rendimientos de la renta fija provocó la caída de los precios tanto de bonos como de acciones.

Está claro que las clases de activos tradicionales no han estado a la altura de la tarea de proteger a los inversores cuando salimos de un entorno de inversión benigno que ha durado décadas. Las estrategias de inversión clásicas, como las carteras de 60% de acciones y 40% de bonos, han resultado insuficientes.

¿Qué pueden hacer los inversores?

Desde hace algún tiempo, hemos visto menos valor en muchas clases de activos tradicionales.

En su lugar, hemos asignado el capital a una gama mucho más amplia de clases de activo, incluidos los alternativos. Recordemos que aquí se incluyen una serie de activos que ofrecen diferentes características de riesgo y rentabilidad y, a menudo, auténticas ventajas de diversificación.

Algunas de nuestras opciones preferidas en este campo son las infraestructuras, ciertas áreas del mercado inmobiliario, los valores respaldados por activos y áreas especializadas como la financiación de litigios y los royalties sanitarios y musicales. Este año, algunos de ellos han proporcionado importantes beneficios de diversificación a los inversores.

Infraestructuras. Aquí se incluyen infraestructuras renovables, sociales y económicas. Estos activos han ofrecido un atractivo nivel de ingresos, flujos de caja vinculados a la inflación y una sensibilidad a menudo limitada a los ciclos económicos. Los inversores se han beneficiado de la alta y estable vinculación de los ingresos y la inflación en el entorno actual.

Activos inmobiliarios especializados. Aunque el sector inmobiliario como clase de activo no ha escapado a algunas de las turbulencias que hemos vivido este año, algunas áreas más especializadas de dicho mercado han sido más resistentes, por

ejemplo, los alojamientos para estudiantes, los activos sanitarios y los activos de vivienda residencial.

Valores respaldados por activos (ABS). Los valores respaldados por conjuntos de activos, como las hipotecas o los préstamos a empresas, son de tipo variable y, por lo tanto, se benefician de la subida de tipos de interés que afectó negativamente a la mayoría de las demás áreas de la renta fija. Además, la cobertura estructural que ofrecen los ABS contra el impago nos da tranquilidad en lo que respecta a sus perspectivas de rentabilidad a largo plazo.

Oportunidades especiales. Inversiones que a menudo tienen motores de rentabilidad idiosincrásicos o son de naturaleza especializada. Como era de esperar, nuestras asignaciones no han seguido el mismo camino este año. Por ejemplo, nuestra inversión en financiación de litigios viene impulsada por el resultado de los casos de litigio más que por la inflación, la recesión o la guerra. Las inversiones que incluyen los royalties musicales y la deuda respaldada por los royalties farmacéuticos tampoco se han visto afectadas por la inflación o las subidas de tipos.

De cara al futuro

Nuestras perspectivas a largo plazo para la economía mundial y los mercados financieros siguen viéndose empañadas por los riesgos que plantean la recesión, la inflación y la respuesta de los bancos centrales del mundo. Aunque esperamos que la inflación se modere a medio plazo, existe un riesgo significativo de que se prolongue el aumento de la inflación durante algún tiempo.

Al mismo tiempo, nos sigue preocupando que las medidas adoptadas por los bancos centrales para frenar la inflación puedan provocar una recesión. Por lo tanto, la renta fija por sí sola puede seguir ofreciendo menos ventajas de diversificación que en anteriores periodos de tensión en los mercados de renta variable.

¿Seguirán los activos alternativos ofreciendo buenos resultados?

Seguimos prefiriendo las clases de activos cuyos rendimientos son a largo plazo, sostenibles a lo largo de un ciclo económico y que a menudo vienen acompañados de una renta natural. Además, las clases de activo con una sensibilidad limitada a los ciclos económicos y las coberturas incorporadas contra la inflación seguirán siendo muy deseables.

Muchas de las clases de activo en las que invertimos tienen estos atributos positivos. Aunque cada clase de activos alternativos tiene sus propios riesgos, creemos que pueden seguir generando atractivos rendimientos a largo plazo y proporcionar beneficios de diversificación. ■



**Álvaro
Antón Luna**

Country Head de abrdn
para Iberia

En busca de soluciones que ofrezcan descorrelación para las carteras

La escasez en las cadenas de suministro, la invasión rusa de Ucrania, los altos niveles de inflación sin precedentes, las subidas de tipos de interés y las políticas monetarias más restrictivas han creado una tormenta perfecta de «correlaciones», sin apenas activos donde refugiarse. Dado este contexto en los mercados, los inversores podrían sentirse fácilmente perdidos en cuanto a qué camino tomar.

Aunque la renta variable aumenta el potencial de crecimiento futuro de las carteras, ese potencial se verá expuesto a más riesgos, y más aún en tiempos de incertidumbre política. Para contrarrestar ese riesgo, el Multi-Asset Team de Nordea ha desarrollado una serie de estrategias alternativas de primas de riesgo exclusivas dentro de su abanico de soluciones multiactivo. Gracias a su enfoque flexible, basado en las primas de riesgo y no en las clases de activos tradicionales, mejoran el aislamiento de riesgos analizando en profundidad las verdaderas fuentes de los riesgos inherentes de cada clase de activo. Para lograr este resultado, las primas de riesgo se aíslan por medio de la ejecución de posiciones largas y cortas en diferentes clases de activos (acciones, bonos y divisas). Por ejemplo, la prima de riesgo de las acciones «value» puede extraerse con una posición larga en una cesta de acciones y una posición corta contra el riesgo de mercado (beta).

En general, este enfoque de inversión permite un análisis fidedigno sobre las fuentes de riesgo de cada activo para así conseguir carteras más diversificadas a través del uso de primas procíclicas y defensivas. Este último grupo tiende a tener buenos resultados en fases bajistas, ya que los inversores buscan activos más seguros, lo que explica la descorrelación y convexidad posi-

tiva que históricamente ofrecen en comparación con una asignación básica por clases de activos.

Las estrategias Alpha MA de Nordea son soluciones de rentabilidad absoluta y sin restricciones (tanto por índice de referencia como por riesgos), con perfiles de volatilidad que incluyen crédito de «alto rendimiento», carteras equilibradas y renta variable. Para alcanzar este objetivo de volatilidad, las carteras complementan su universo de primas de riesgo con primas alternativas y direccionales. La asignación de estas primas se basa en la asignación de riesgo dinámico que tiene en cuenta la diversificación y el perfil de riesgo fundamental que ofrece cada prima de riesgo.

Las estrategias Alpha utilizan primas de riesgo únicas y en propiedad, con el objetivo de diversificar la duración tradicional en las carteras Multi-Asset. De esta manera, permiten captar parte del potencial alcista al incorporar renta variable y activos más riesgosos. Dicho de otro modo, estas soluciones aportan al mismo tiempo:

- **Una sensibilidad limitada a las primas de renta fija.** Se espera que la duración proteja ante subidas de tipos de interés y períodos de inflación creciente.
- **Una exposición relativamente mayor de renta variable.** Con betas y otro tipo de primas, ya que históricamente han mostrado una correlación más positiva cuando las tasas de inflación son más altas.

Normalmente, los clientes tienden a compartir nuestra visión moderadamente menos cautelosa sobre la duración e incluso con el crédito. También están de acuerdo en que el uso de la renta variable en una cartera les da acceso al potencial

de crecimiento futuro, incluso si reconocen que las valoraciones son quizá ligeramente más altas en términos absolutos, aunque igualmente atractivas en cuanto a términos de rentabilidad real. La pregunta sería entonces, **¿cómo se puede diversificar la exposición a renta variable y cómo podrían las soluciones Alpha Multi-Assets ayudar a alcanzar ese objetivo?**

Las soluciones Alpha MA tienen como objetivo ofrecer resultados esperados positivos, así como diversificación durante las caídas del mercado. Por eso se centran no solo en la exposición neta a la renta variable de la cartera, sino también en su sensibilidad. Una de las principales razones por las que las soluciones Alpha MA pueden ser una herramienta excepcional para construir carteras más equilibradas en los próximos años es que no existe una sola clase de activos tradicional que pueda ofrecer una rentabilidad esperada tan alta y atractiva al mismo tiempo que una sensibilidad tan baja o limitada a la renta variable por su beta.

Entonces, **¿cuáles son las ventajas competitivas para los inversores en la gama Alpha de Nordea de ahora en adelante?**

- Las soluciones Alpha de Nordea ofrecen una fuente diversificada de rentabilidad. Mejores resultados con menor riesgo que las clases de activos tradicionales.
- Investigación exhaustiva. Basada en la experiencia y las capacidades que componen el equipo de multiactivos de Nordea.
- Gestión de riesgos. Como punto de partida de la asignación de activos.
- Diversificación. Baja correlación con las clases de activos tradicionales y un comportamiento asimétrico de rendimientos. ■

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



Laura Donzella

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



El inversor contracorriente se beneficia del pánico bursátil

La inversión contracorriente no es una estrategia habitual pero sí una opción a tener muy en cuenta como inversores. Máxime, en un entorno de mercado como el actual. Esta práctica consiste en buscar oportunidades que no concuerdan con el sentimiento imperante en el mercado y necesita apoyarse siempre en una gran labor de análisis.

En el momento actual de tensión en los mercados, con los inversores luchando contra la inflación, el endurecimiento de la política monetaria y los obstáculos para el crecimiento, el miedo avanza y eso crea un gran abanico de alternativas con las que invertir a contracorriente.

Existen amplios factores que asustan en estos momentos y los últimos dieciocho meses han sido un tiempo que recordaremos pero que, posiblemente, también necesitemos olvidar. La pandemia quizá haya terminado y la gran mayoría de las economías han reabierto, pero las cadenas de suministro han quedado dañadas

por los confinamientos y las perturbaciones continúan, sobre todo en China.

Además, la inflación se ha disparado, debido principalmente a la política monetaria ultraexpansiva de los bancos centrales y los elevados precios de las materias primas por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, mientras que los programas de relajación cuantitativa sin precedentes y los tipos de interés reales negativos han creado burbujas en varias clases de activos. En definitiva, las condiciones económicas continúan deteriorándose, pero a pesar de que estas condiciones se lo han puesto difícil a muchas estrategias, también propician un amplio conjunto de oportunidades.

La suerte de las empresas puede variar

Los mercados a nivel global representan un estupendo mecanismo de descuento y, dado que las cotizaciones ya incorporan varias malas noticias, estoy encontrando muchas oportunidades para invertir contracorriente. Los inversores contracorriente identifican empresas que han registrado

un mal comportamiento o son rechazadas por el mercado, pero cuya suerte puede cambiar, y tratan de comprar estas empresas antes de que cambie la visión de consenso.

Dar con valores que se han quedado atrás es fácil. Más difícil es determinar si su caída en desgracia es una reacción excesiva del mercado; después de todo, muchas empresas están baratas por una razón. Esto se traduce en que es preciso dedicar mucho tiempo a analizar y evaluar posibles objetivos para desarrollar un argumentario sólido que vaya más allá del conocimiento común. Además, el sentimiento de los inversores es tan importante como los fundamentales de las empresas ya que a menudo existe una brecha entre la percepción y la realidad.

La pesca a contracorriente

Ir al revés del mundo en las inversiones no se rige por una fórmula específica. Cada idea es única y puede encontrarse en cualquier región, sector o capitalización. Las ideas surgen de las propias empresas, aunque los sucesos macroeconómicos pueden influir.

Por ejemplo, Golar LNG, una empresa que posee y explota infraestructuras marinas para gas natural licuado (GNL), es una idea de inversión que conjuga factores micro y macro. Históricamente, ha explotado varios buques de transporte de GNL, un negocio cíclico y de escaso valor añadido. Este hecho, sumado a un balance forzado que derivó en tensiones financieras y a los problemas de gobierno corporativo del pasado, generó un enorme rechazo.

Por el contrario, durante los últimos años la dirección se ha alejado del negocio de buques de transporte y lo ha transformado en una actividad de explotación de plataformas flotantes de licuefacción en alta mar. Estas plataformas son más baratas y móviles que las plantas en tierra y los clientes firman contratos a largo plazo. Golar LNG está experimentando una transformación positiva.

La inversión contracorriente también requiere flexibilidad en los planteamientos, ya que quienes la practican se enfrentan al pensamiento convencional y las oportunidades son muy variadas. Un ejemplo es la empresa de entrega de comida a domicilio Deliveroo que, pese a los obstáculos, es una de las empresas mejor capitalizadas y debería salir beneficiada a medida que el sector se optimiza.

Muchos inversores caen rendidos ante la historia que venden las empresas o los argumentos del mercado, lo que los lleva a congregarse en torno a los mismos valores. Aunque eso puede resultar más sencillo desde un punto de vista psicológico, generalmente no se traduce en un alfa duradero a largo plazo. ■



Dmitry Solomakhin

Gestor del FAST Global Fund
en Fidelity International

Un septiembre bajista que se repite en la memoria de los inversores españoles

Las suscripciones superan los 1.700 millones €

Tanto las acciones estadounidenses como las europeas terminan septiembre con una nota baja, al ceder las ganancias iniciales del último día del mes y trimestre, después de que el indicador de inflación preferido por la Reserva Federal resultara más alto de lo esperado.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

En Europa, el Ibex es el índice con mayores caídas trimestrales, del -9,9% y también mensuales del -5,63%, aunque el Dax también cierra el trimestre con las segundas mayores caídas del 5,45%. Al otro lado del Atlántico, el mes de septiembre ha sido especialmente malo, con el Nasdaq Composite descolgándose con caídas mensuales de doble dígito (-10,26%), seguido por el S&P 500 que pierde -9,61% y el Nyse Composite un -8,8%. Hasta Brasil, que había sido un mercado que resistía, cayó marginalmente en el mes, aunque en el año es uno de los pocos índices en positivo (11,2%) y atentos a esta primera y segunda vuelta electoral.

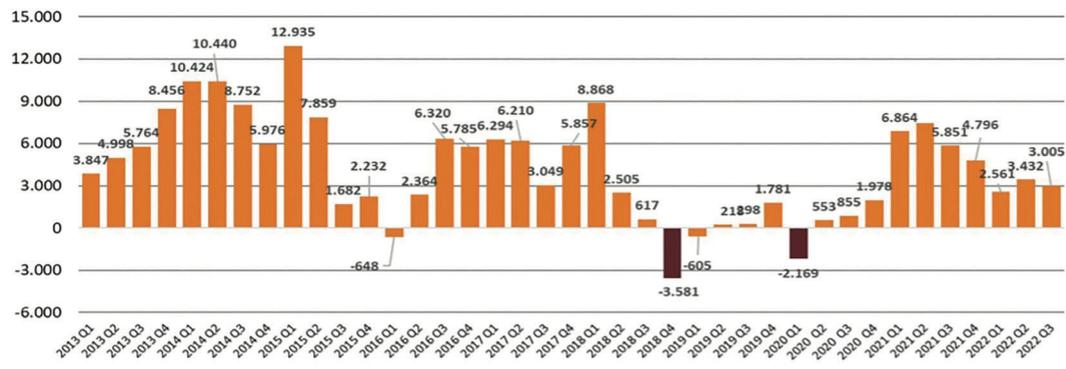
Lo anterior ha hecho que **el volumen de activos de la industria española de fondos de inversión cayera** por debajo de los 300.000 millones, situándose en los 296.731 millones de euros, un

CATEGORIA DE INVERSIÓN	SUSCRIPCIONES NETAS	
	sep-22	Acumulado 2022
RENTA FIJA	2.329.014	11.532.015
GARANTIZADOS	314.535	-764.537
GESTION PASIVA	70.275	241.472
RETORNO ABSOLUTO	-9.563	267.363
RENTA VARIABLE NACIONAL	-29.520	73.053
MONETARIOS	-64.213	-221.635
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	-84.203	2.001.942
GLOBALES	-153.823	-2.203.653
RENTA VARIABLE MIXTA	-158.539	-328.301
RENTA FIJA MIXTA	-475.179	-1.598.867
Total general	1.738.785	8.998.853

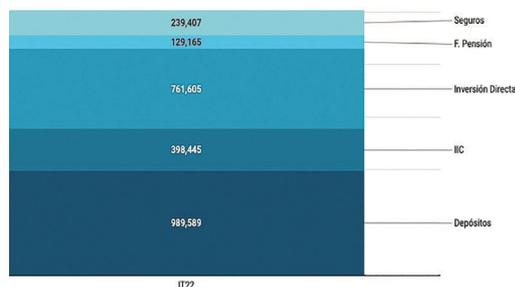
ajuste patrimonial que para el conjunto del año alcanza los 21.042 millones de euros o un 6,6% menos que el volumen a cierre de 2021.

Todo ello, a pesar del comportamiento positivo en las suscripciones netas, con **flujos netos de entrada que superaron los 1.700**

■ **Tabla 1. Suscripciones netas fondos de inversión (millones de euros)**



■ **Tabla 2. La estructura financiera de los hogares españoles sigue premiando a los depósitos** (millones €)



millones de euros en el mes y de casi 9.000 millones de euros.

En donde **la Renta Fija ha vuelto a ser el activo destacado** en flujos tanto mensuales como en el año, superando los **2.300 millones de euros en el mes y más de 11.500 millones en el año**. Sin embargo, en meses anteriores primaba la entrada a fondos de renta fija de corto plazo (que en este mes registraron salidas netas), ahora las entradas estuvieron **más dirigidas a plazos mayores**.

Mientras tanto, **la renta variable y los mixtos fueron los damnificados del mes**, con **reembolsos netos que suman 901,3 millones de euros** (entre mixtos de renta fija y variable, globales, renta variable internacional y nacional), aunque en el conjunto del año la renta variable internacional y la nacional siguen con suscripciones netas que superan los 2.070 millones de euros, no así los globales que suman más de 2.200

millones de reembolsos en el año, a los que se suman casi 1.900 millones de euros de mixtos.

Debido a las correcciones provocadas en los mercados financieros durante este turbulento 2022, se ha observado un descenso en el volumen de activos financieros de las familias españolas. A pesar del apetito mostrado por los hogares españoles en los últimos tiempos por fondos de inversión, según el informe del Banco de España, al primer trimestre los fondos continuaron representando algo más del 15% del ahorro total, pero los **depósitos siguen acaparando casi 990.000 millones de euros**, es decir, más del 37% de la estructura de ahorro financiero de las familias, mientras que la inversión directa representa casi un 29%.

Las gestoras pelean por flujos y cuotas

Con este panorama, sería de esperar que las gestoras líderes del sector fueran las más afectadas en su patrimonio, pero no es así al menos para **Caixa, que en el mes logra incluso aumentar su cuota de mercado de un 24,9% a un 25,36%**, mientras que Santander pierde 14 puntos porcentuales y Kutxa unos 10 pp., cerrando el mes con una cuota del 15,1% y 5,51% respectivamente.

Caixa también destaca en el mes con unas suscripciones netas que prácticamente son las suscripciones de la industria, con unos 1.734 millones de euros, mientras que **Santander** reporta **reembolsos** por más de **330 millones de euros**.

Entre las gestoras con suscripciones netas superiores a los 100 millones destacan Sabadell y BBVA, mientras que Ibercaja y Kutxa reportan entradas superiores a los 25 millones de euros. ■

■ **Tabla 3. Gestoras Top 10 - lucha por cuota (millones euros)**

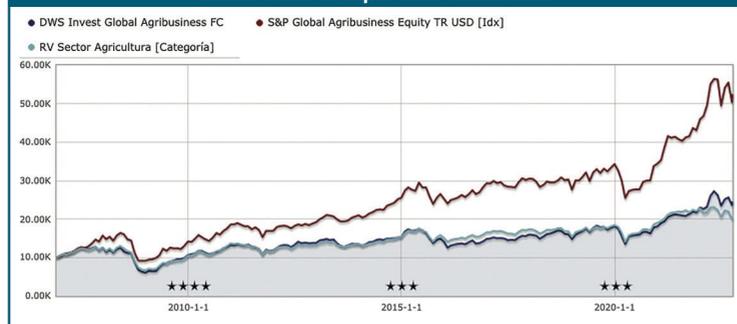
GESTORA	Susc. Netas	Patrimonio	Cuota Sep22	Cuota Ago22
CAIXABANK AM	1,735	75,242	25.36%	24.90%
SANTANDER AM	-333	44,809	15.10%	15.24%
BBVA AM	131	42,730	14.40%	14.44%
IBERCAJA GESTIÓN	26	16,989	5.73%	5.74%
KUTXABANK GESTION	28	16,336	5.51%	5.61%
SABADELL AM	189	13,783	4.64%	4.60%
BANKINTER Gº ACTIVOS	-42	10,145	3.42%	3.43%
GESCOOPERATIVO	-1	6,477	2.18%	2.18%
MUTUACTIVOS	9	6,191	2.09%	2.08%
UNIGEST	-20	5,486	1.85%	1.88%



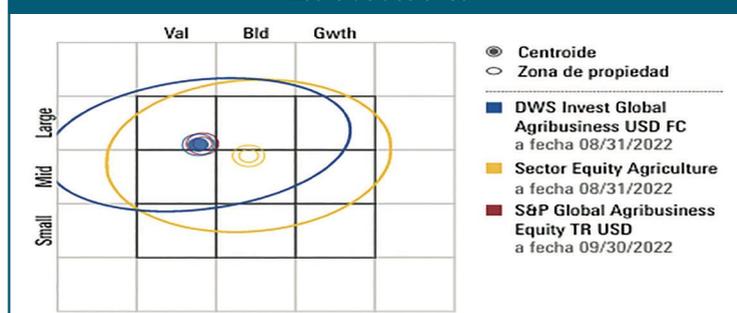
Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero
(certificado CISI). Director Académico
en FIM Institute y docente en IDD.

DWS Invest Global Agribusiness FC

Cómo se ha comportado este fondo



Estilo de acciones



Rentabilidad anual del fondo (a 30/09/2022)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	30/09
Rentabilidad %	-7,95	5,20	7,61	-7,28	22,73	-0,66	27,15	2,91
+/- Categoría	-6,27	-3,92	2,69	3,48	3,01	-3,37	4,82	13,86
+/- Índice	-7,01	-10,63	3,64	2,08	-1,29	-0,98	-6,34	-6,88
% Rango en la categoría (sobre 100)	84	75	21	26	15	58	30	8

Diez mayores posiciones

Actual Fecha Cartera	Posiciones de renta variable	Posiciones de renta fija	Otros Valores	% Activos en 10 Posiciones principales	Publicado Rotación %
31 ago 2022	61	0	52	39	-0,37
Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial	Valor de mercado EUR A fecha 31 ago 2022		
Nutrien Ltd	5,58	31 oct 2011	58.630.510		
Corteva Inc	5,31	30 jun 2019	55.782.496		
FMC Corp	4,69	31 ene 2015	49.325.079		
K+S AG	4,33	31 jul 2018	45.572.497		
The Mosaic Co	3,78	31 may 2011	39.752.642		
Archer-Daniels Midland Co	3,57	31 oct 2014	37.491.415		
CF Industries Holdings Inc	3,37	31 mar 2011	35.439.920		
AGCO Corp	3,17	31 jul 2018	33.286.926		
Deere & Co	2,87	31 dic 2021	30.194.573		
Nestle SA	2,38	31 mar 2018	24.986.158		

Tras un año muy agitado, pocos sectores han podido sobrevivir a la quema con caídas y correcciones que no han perdonado.

En ocasiones parece que los mercados y los medios se centran únicamente en índices tradicionales con foco a las compañías más populares y, posteriormente, derivar el análisis a la renta fija gubernamental. Por esa razón hoy haremos mención a un sector como es la industria agraria, que engloba no solo la materia prima en sí, sino todas las empresas que se benefician de ello.

El fondo presenta una volatilidad del 19% con una rentabilidad media a 3 años del 11%. Respecto a la distribución del fondo, EEUU y Europa suponen el foco de inversión, con un 44% y 24% respectivamente. A pesar de ser un fondo renta variable puro y presentar una volatilidad propia de este tipo de fondos, este 2022 se encuentra en positivo con unas correcciones que no han sido proporcionales a los de su misma categoría.

La gestión del fondo aprovecha las oportunidades de todos los ámbitos principales de la agricultura e invierte de forma flexible en la cadena de valor agrícola, desde las semillas hasta el supermercado. En concreto se centra sobre todo en abonos, máquinas agrarias, semillas y control de plagas, logística agraria, tratamiento y distribución.

Un dato a tener en cuenta es el riesgo divisa y deberemos tener en cuenta los niveles ya alcanzados por el Dólar.

Me parece otro básico para construcción de carteras para no centrarse únicamente en fondos de tecnología y grandes "marcas" globales. ■



Compartiendo experiencia, creando futuro.

Desde hace más de 90 años, no hemos dejado de avanzar a tu lado para transformar nuestra tradición farmacéutica en soluciones innovadoras.

Para abrir nuevas vías de colaboración en investigación, desarrollo, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos y complementos alimenticios.

Para compartir nuestra experiencia y construir, juntos, un futuro mejor para la salud de las personas.

PHARMACEUTICAL TECHNOLOGIES

Antibióticos
Inyectables estériles y liofilizados

SPECIALTY PHARMACARE

Dermatología
Osteoarticular

CONSUMER HEALTHCARE

Forté Pharma: energía, estrés-sueño,
control de peso y belleza
Marcas ORL y desinfección



reigjofre.com/es

Cotiza en el mercado de valores RJF.MC

Ningún mar en calma hizo experto a un marinero...

Por qué no empezar con una alegoría semejante escribiendo desde Vigo?. Pues sí, ese puede ser un buen resumen para este 2022. Si solamente tuviéramos en cuenta el gráfico puede resultar un año muy sencillo, bajista, mucha liquidez a principio de año, unas coberturas y listo... año hecho. Pero todos sabemos 1) que los mercados financieros y sobre todo el asesoramiento no funcionan así porque requieren de un seguimiento y un ajuste casi diario de posiciones y 2) el coste de oportunidad de "equivocarnos" ante caídas de mercado y perdernos potenciales subidas puede ser muy alto y a la vez castigado por los inversores.

En este 2022 destacan 3 factores macroeconómicos que desde Didendum consideramos que afectan (negativamente) al mercado:

- a) Los bancos centrales y sus políticas tanto con los tipos de interés como con las compras de bonos (o reducción de balance)
- b) La guerra de Rusia y Ucrania
- c) La inflación

Desde el 2008 vivimos la famosa frase "Don't fight the Fed", (no luches contra los imposibles/la Fed), pero ahora parece que sólo vale para una de las "patas", la de los Quantitative easing y las medidas de apoyo económico. Por el contrario, cuando su mensaje es abiertamente restrictivo, suben tipos de interés, y quieren tomar medidas como la reducción del programa de compra de bonos y hasta la reducción de balance (no reinvertir los vencimientos) no parece interesarnos su mensaje y consideramos cualquier aspecto positivo para tergiversar nuestros análisis y creer que al final todo será pasajero y todo volverá a arreglarse.

Realmente los ciclos económicos son así, pero es cierto que este ciclo negativo que ha

llegado este 2022, parece que puede dañar significativamente la economía. Esto viene de bastantes años atrás, de los programas de estímulo de los últimos 14 años, pero sobre todo las últimas medidas tomadas por los Bancos centrales a raíz del coronavirus. Pero no sólo por las medidas de estímulo desde el 2008, sino por hechos como la deslocalización de la producción, que en un entorno de shock de oferta como el actual y con los cuellos de botella y desabastecimientos causados por el coronavirus, alimentan fenómenos como la inflación.

Hemos llegado al tercero de los puntos sin adentrarnos en el segundo, pero sí, lo cierto es que la guerra de Rusia y Ucrania ha tenido un impacto en el coste de las materias primas, principalmente energéticas, y el hecho de haber disparado el precio del petróleo o el gas han llevado consigo un aumento de precios generalizado por trasvase en la cadena. Por ello, una inflación que ya venía al alza por los últimos paquetes de medidas de estímulo se ha visto enfatizada con el aumento de los costes energéticos y trasladados a toda la cadena, haciendo que los Bancos Centrales hayan tenido que acelerar aún más sus políticas restrictivas.

Posiblemente esta aceleración de las medidas restrictivas cause un efecto fuerte en la contracción del crecimiento previsto para 2023 y una recesión más profunda de lo que inicialmente se podría pensar, es decir un efecto más "hard" que "soft" landing.

Por todo esto, consideramos que, a pesar de encontrarnos en un mar muy ajetreado, lleno de incertidumbre, y donde ni los propios actores saben muy bien cuál es el rumbo que deben tomar cómo lo vamos a saber nosotros... surgen diferentes oportunidades en el mercado de cara a los próximos meses/ años.

Si nos centramos en temáticas que nos gustan actualmente:

i) Renta fija:

- a. algunos Bonos de emisores concretos de “investment grade” en Europa donde ya podemos encontrar emisiones con vencimiento 3-4 años con ratings por encima de A y Tir aproximada de 3-4%. Cobramos el cupón y recibimos el principal a vencimiento.
- b. Fondos con vencimiento definido. Hay productos con vencimientos 2026 y 2028 con Tir entre el 5 y el 7%, diversificados en más de 100 Emisores y cuyas gestoras tienen buen historial con dichos productos y sin apenas defaults.
- c. Por supuesto la estrella este año, los ETF de cobertura de deuda, es decir Inversos del precio de los bonos, que han permitido cubrir buena parte de la duración de las carteras.

ii) Renta Variable:

- a. Situviéramos que crear posición, aquí ahora mismo somos más escépticos porque consideramos que puede haber un tramo adicional de caída. Para las posiciones mantenidas buscar estrategias long/short, sobre todo en Europa y además de compañías fuertes, con marcas reconocidas y por tanto consumidas en cualquier tipo de circunstancia y poco endeudadas a nivel global.
- b. Consideramos que dada la elevada volatilidad este año es interesante realizar pequeñas coberturas en momentos que dicha volatilidad sea más barata, que nos permita amortiguar las carteras.

Para terminar otro dicho gallego “nunca choveu que non escampara” por lo que hay que tener también un poco de paciencia, tratar de evitar grandes sustos y contar con el asesoramiento de buenos profesionales, como todo en la vida. ■



**Pedro Matilla
Castaño**

Director del área de
asesoramiento de patrimonios
Didendum EAF



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.



El inversor 3.0 ante los retos contemporáneos

Cómo evoluciona el inversor ante los retos actuales? La transición energética y medioambiental, el desarrollo tecnológico y la reindustrialización de Europa son todos los retos estratégicos que redefinen los objetivos de los gestores de fondos. También nos invitan a repensar la responsabilidad de los ahorradores y las oportunidades de inversión que se avecinan.

De Wall Street al inversor 3.0

Tras su irrupción a principios de la década de los 2000, el universo ESG y la responsabilidad social de las empresas han ido cobrando protagonismo hasta convertirse en factores indispensables del ecosistema financiero. Hoy en día, el inversor 3.0 debe avanzar en la dirección correcta si no quiere verse arrollado por la ola del cambio. El Estado ha vuelto a cobrar un papel destacado y, en el caso de Francia, interviene activamente para lograr la independencia tecnológica, la transición climática y la reindustrialización de Europa. En este contexto, la canalización del ahorro privado debe ser una medida prioritaria en la política económica, y el mundo de la inversión debe renovarse para poder **responder a los objetivos sociales y estratégicos sin sacrificar la rentabilidad**.

La oleada de fondos climáticos

El auge de los fondos climáticos en los últimos tres años ilustra a la perfección esta evolución. Una avalancha de normativas y acrónimos ha

sepultado al sector financiero, obligando por fin a los inversores a integrar el riesgo climático en sus estrategias de asignación y a “decarbonizar” gradualmente sus carteras de activos, en línea con el camino marcado por los Acuerdos de París. El reto para las gestoras de fondos consiste en cómo participar en esta dinámica de forma realista y sin caer en el greenwashing. El enfoque de Amiral Gestion con respecto al cambio climático no consiste en invertir únicamente en empresas “verdes”, que ya tienen acceso a toda la financiación necesaria y carecen de problemas de transformación, sino también en **sectores industriales altamente contaminantes cuya transformación puede ejercer un impacto significativo**. A modo de ejemplo, podemos mencionar el sector del acero y del cemento, que representa más del 10% de las emisiones mundiales de CO₂, en comparación con el 8% que emite el conjunto de vehículos de uso privado. **La cementera francesa Vicat** es un buen ejemplo de líder de la transición en este sector; la compañía presenta una tasa de sustitución de los combustibles fósiles necesarios para alimentar los hornos de cemento del 66% en Europa, gracias al uso de biomasa y distintos residuos. Otro ejemplo es **la empresa Mersen**, que produce materiales y componentes eléctricos, pero cuya producción de grafito genera elevadas emisiones de carbono. En 2019 pusimos en marcha una iniciativa de interacción con la empresa que tuvo como resultado la publicación en 2021 de un programa para reducir sus emisiones en un 20% para 2025.

La gestión de activos y la tecnología europea

El surgimiento del liderazgo tecnológico en Francia y en Europa es, sin duda, otro gran reto a largo plazo. La reindustrialización de Occidente conllevará necesariamente una revolución tecnológica que reinvente las cadenas de producción deslocalizadas sobre las que las multinacionales han cimentado su éxito hasta ahora. Solo una industria 4.0 creativa puede brindarnos los medios para sustituir a cientos de millones de trabajadores chinos. Este es el caso de la **empresa francesa Lectra**, de la que somos accionistas. Un mejor diseño, la automatización de su herramienta de producción y la reducción de los costes logísticos le confieren ahora una ventaja competitiva que compensa con creces los mayores costes salariales de Francia en comparación con su principal competidor chino. No obstante, en esta carrera por la hegemonía tecnológica y productiva, Europa parece haberse quedado rezagada frente a Asia y Rusia, cuyas leyes proteccionistas han dado lugar al surgimiento de sendas industrias tecnológicas locales que le han arrebatado una parte del pastel a las FAANMG (véase el caso de las BATX en China o Yandex y Vkontakte en Rusia). En Francia, los responsables políticos son muy conscientes del problema y respaldan la creación de fondos específicos para impulsar el sector tecnológico local. Con el **fondo Sextant Tech**, Amiral Gestion busca ir más allá de la mera financiación de startups y acompañar a las pymes tecnológicas francesas y europeas que más financiación necesiten para pasar de la fase de startup a la de 'unicornio'. Esto es lo que hicimos al participar en el surgimiento de uno de los últimos unicornios del mercado francés, **SES ImagoTag**, una empresa que está creando una red de IoT para recopilar los mismos datos sobre el comportamiento de compra de los clientes que en el universo online, al tiempo que se consolida como líder del mercado y proveedor estratégico de WalMart.

Desafíos a los que debemos hacer frente

Interactuar con las empresas para favorecer la transición energética, invertir en el tejido de compañías innovadoras para fomentar la creación de un sector tecnológico europeo y la reindustrialización del continente, son nuevos retos para los inversores. Los equipos de gestión capaces de crear vínculos estrechos con los equipos directivos y entablar con ellos un diálogo constructivo orientado al futuro se verán favorecidos. Se trata de un largo camino por recorrer que no será lineal. Esbozarlo nos permite visualizar las nuevas misiones del gestor de activos, así como las oportunidades de inversión. Al integrar plenamente estos nuevos retos, los equipos de gestión estarán equipados para hacer frente a la destrucción creativa, identificando las empresas mejor posicionadas y evitando aquellas abocadas a desaparecer. ■



Nicolas Komilikis

Director general
de Amiral Gestion



La fusión de Ethereum

A mediados de septiembre de 2022, la red Ethereum tuvo una actualización muy esperada, y algo publicitada. Coloquialmente denominada “The Merge” (fusión), esta actualización a nivel técnico implicó la transición del mecanismo de consenso de la red a la prueba de participación. Es un paso a lo largo de una extensa hoja de ruta de desarrollo que traza cómo evolucionará la red Ethereum en los próximos años -en pos de mejoras sucesivas-.

En el nivel más básico, las redes de activos digitales son software de código abierto combinado con una base de datos distribuida (es decir, una “cadena de bloques”). Las comunidades de desarrolladores de software de código abierto realizan cambios en la forma en que se configuran estas redes a lo largo del tiempo. Esto significa que la base del código, en este caso Ethereum, es diferente a la que era hace unos años, y diferirá de lo que será dentro de unos años.

Esta dinámica a veces no es obvia para algunos gestores de activos y otros inversores institucionales. En consecuencia, para los inversores, puede ser difícil prever y gestionar las oportunidades y los riesgos que puede conllevar esta evolución tecnológica. Ahora que se ha producido la “fusión”, puede ser útil analizar los riesgos y las oportunidades tal como se percibieron antes y después del “Merge”. Esto permite a su vez na-

vegar con más éxito por los cambios futuros, y cómo podrían o no alterar el caso de inversión de Ether y el uso de la propia red.

¿Qué ha cambiado después a la fusión?

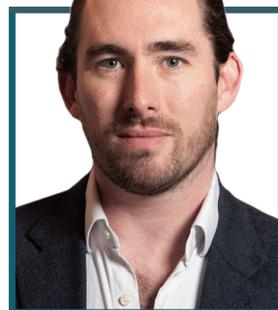
Una de las cosas más sorprendentes de la fusión fue lo bien que se desarrolló. La fusión de Ethereum fue una actualización del código que ya está “en producción” (es decir, ya se está ejecutando en un entorno que no es de prueba). De haber habido errores en el nuevo software, o haber surgido problemas de compatibilidad con las muchas aplicaciones descentralizadas (dApps) que ya se ejecutan y dependen de la red Ethereum, podrían haberse generado grandes problemas. En el día de la fusión, la capitalización de mercado de Ether se situaba apenas por encima del equivalente a los \$200 mil millones¹. El ecosistema DeFi incluye el equivalente a miles de millones de dólares en tokens y NFTs (tokens no fungibles)². La buena noticia fue que si bien en la actualización hubo muchas rondas de pruebas exhaustivas que resultaron en varios retrasos, se convirtió de todos modos en un éxito en un campo donde los incidentes de ciberseguridad son más la norma que la excepción.

Otra área en la que había mucha incertidumbre tenía que ver con las acciones de quienes anteriormente generaban ingresos en la minería y el trading utilizando la red Ethereum. Aunque los ingresos mineros totales hayan

variado con el tiempo, en términos aproximados se extrajeron alrededor de 500 mil millones de dólares de Ether por mes durante 2022³. Este flujo de ingresos se cortó para los mineros bajo la nueva red Ethereum. Algunos mineros y centros de intercambio declararon su intención de ejecutar una versión “bifurcada” del código Ethereum que conserva la prueba de trabajo (y, por lo tanto, sus ingresos), lo cual lo cumplieron⁴. Se ha lanzado un “ETH-POW” alternativo para aquellos que tenían el Ether anterior a una tasa de 1 a 1. Muchos centros de intercambio y plataformas de criptomonedas han distribuido estas tenencias a sus usuarios, y ahora este ETH-POW se negocia, aunque todavía en volúmenes bajos. Durante la última semana, el valor de este ETH-POW ha perdido más de un 33% y cotiza a 6,13 USD al 23 de septiembre⁵. Compare esto con el precio del Ether de 1273 USD en la misma jornada⁶.

Después de la fusión, el precio del Ether ha caído alrededor de un 20%⁷. Esto podría sorprender a algunos dado que la actualización se realizó con éxito. Hay muchas razones por las que esto podría ocurrir, desde un entorno macro que se ha ensombrecido hasta la sobreexposición que recibió este evento como consecuencia de la cobertura general por parte de los principales periódicos y revistas de negocios. Un elemento a considerar, es que uno de los principales beneficios de esta actualización es que el nuevo Ether se distribuirá a aquellos que realicen un staking con las tenencias de sus Ether en los nodos de validación de la red. En promedio, estos nodos ya generan un rendimiento de aproximadamente un 4% anual⁸, lo cual es una estructura de incentivos económicos muy diferente a la red anterior en la que se acumulaban nuevos Ether para los mineros. Sin embargo, uno no puede retirar los Ether colocados hasta que arribe la siguiente actualización llamada “bifurcación dura de Shanghái”. Todavía no está claro con precisión cuándo sucederá esto. Hasta entonces, al igual que el Hotel California (“Puedes retirarte cuando quieras, pero nunca puedes irte”), los inversores tendrán que esperar pacientemente a que se produzca la actualización o conformarse con un derivado como el stETH a través de la plataforma Lido, el cual normalmente cotiza con un descuento sobre el precio del Ether.

La actualización de Ethereum también ha tenido un efecto en la política monetaria que sustenta el suministro de la criptomoneda Ether. Cada año se crean 18 millones de Ether nuevos. Esto es diferente a, digamos, Bitcoin, cuyo límite en la cantidad máxima a poder crearse en algún momento es de 21 millones. En el pasado se han producido cambios en la política monetaria de la red Ethereum. En 2021 se implementó algo llamado la EIP-1559 (EIP es la abreviatu-»



Benjamin Dean

Director, Activos Digitales,
WisdomTree

» ra de la “Propuesta de mejora de Ethereum” -por sus siglas en inglés-). Esta modificación, en definitiva, cambió la forma en que se estructuraban y distribuían las tarifas que las personas pagaban por utilizar la red. En lugar de que se proporcionara una “tarifa base” a los mineros, esta cantidad de Ether se sacó de circulación (es decir, se “quemó”), lo que dio lugar a que por unos días la cantidad de Ether quemado superara a la nueva cantidad creada.

A pesar de que no estuvo del todo claro cuánto llegaría a ser el impacto en la política monetaria de la red Ethereum antes de la fusión, ni tampoco aún está del todo claro cuál será la perspectiva a medio y largo plazo, existen algunos indicios preliminares. Hasta la fecha, la cantidad neta de Ether creada sigue siendo positiva, aunque sustancialmente menor de lo que hubiese sido bajo la prueba de trabajo (prueba de participación con un crecimiento anual del 0,2% frente a una prueba de trabajo simulada del 3,79%

anual)⁹. Durante un par de días breves, la tasa de emisión fue incluso negativa¹⁰.

La hoja de ruta continúa...

La idea que debería surgir de este tema es la existencia de riesgos y oportunidades que enfrentan los inversores que desean exponerse al crecimiento del uso de la red Ethereum y el precio de la criptomoneda Ether. Algunos pasan la mayor parte de su tiempo observando la volatilidad de precio de las criptomonedas y los tokens. Si uno piensa en la volatilidad como una expresión de incertidumbre en los mercados, no debería sorprender que la haya a corto o incluso a medio plazo frente a los problemas explicados anteriormente. Mirando en retrospectiva, el precio del Ether rondaba los 48 centavos en los primeros días de la red hace siete años¹¹. La red ha evolucionado y continúa evolucionando. El precio actual del Ether es de 1.273 dólares¹². Según el creador de Ethereum, Vitalik Buterin, Ethereum sólo está completa en un 55% después de la fusión. Espere más vaivenes a medida que se desarrolla la hoja de ruta larga. ■

¹ Coingecko.com, 11 de septiembre de 2022

² Para obtener más información sobre la composición del ecosistema de activos digitales, por favor consulte: <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/other-documents/Investment-case/Private/Digital-Assets-Whitepaper.pdf>

³ <https://www.theblock.co/data/on-chain-metrics/ethereum/ethereum-miner-revenue-monthly>

⁴ <https://twitter.com/ethereumpow>

⁵ Coingecko.com, el 23 de septiembre de 2022 <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereumpow>

⁶ Coingecko.com, el 23 de septiembre de 2022 <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereum>

⁷ Coingecko.com, el 23 de septiembre de 2022 <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereum>

⁸ <https://www.stakingrewards.com/>

⁹ <https://ultrasound.money/>

¹⁰ <https://ultrasound.money/>

¹¹ Coingecko.com, el 23 de septiembre de 2022 <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereum>

¹² Coingecko.com, el 23 de septiembre de 2022 <https://www.coingecko.com/en/coins/ethereum>

This material is prepared by WisdomTree and its affiliates and is not intended to be relied upon as a forecast, research or investment advice, and is not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. The opinions expressed are as of the date of production and may change as subsequent conditions vary. The information and opinions contained in this material are derived from proprietary and non-proprietary sources. As such, no warranty of accuracy or reliability is given and no responsibility arising in any other way for errors and omissions (including responsibility to any person by reason of negligence) is accepted by WisdomTree, nor any affiliate, nor any of their officers, employees or agents. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Past performance is not a reliable indicator of future performance.

The background of the advertisement is a dark, textured surface with a green, glowing, wavy line that flows from the top left towards the bottom right. On the left side, there is a faint, grayscale profile of a person's head and shoulder, looking towards the right. The overall aesthetic is futuristic and digital.

gigas

**SIEMPRE
CONECTADO
A LO MÁS
IMPORTANTE**

Acceso privado directo desde tus oficinas a los servidores en la nube de Gigas

**HAZLO CONECTADO,
HAZLO GIGAS**

gigas.com



Bonos verdes, un mercado con proyección y atractivo para los inversores

Las cuestiones relacionadas con el cambio climático se consideran de forma casi universal de una importancia crucial, y el papel que desempeñan las finanzas sostenibles es fundamental para canalizar los recursos disponibles hacia la mejora de las condiciones del planeta. Además del rendimiento financiero del capital invertido, las herramientas de financiación sostenible, como los bonos verdes, también pueden generar externalidades positivas en beneficio del medio ambiente y la sociedad.

Los bonos verdes son instrumentos de deuda cuya inversión se dirige principalmente a financiar proyectos nuevos o existentes que tengan un impacto positivo en el medio ambiente. Un mercado en el que, según los datos de la Iniciativa de Bonos Climáticos, la deuda con etiqueta verde, social, sostenible vinculada a la sostenibilidad y de transición (GSS+) alcanzó un volumen combinado de 417.800 millones de dólares en el primer semestre de 2022, lo que representa un descenso interanual del 27% frente al primer semestre de 2021. Sin embargo, han aparecido signos de reactivación, ya que la emisión verde se ha recuperado en el segundo trimestre, aumentando un 25%

respecto al volumen del primer trimestre, con un total de 121.300 millones de dólares.

Los factores que impulsan el crecimiento están en el lado de la demanda -cada vez más actores del sector de la gestión de activos adoptan estrategias ASG/ISR para invertir en renta fija-, así como el aumento de las inversiones por parte de emisores privados, gobiernos y organismos supranacionales, para la transición hacia una economía Net Zero.

A lo largo del año, las políticas de subida de tipos de los bancos centrales y la incertidumbre económica, acelerada por la crisis entre Rusia y Ucrania, han provocado un bajo rendimiento general del mercado de bonos. El movimiento del segmento de los bonos ha sido extremadamente grave y concentrado en un corto periodo de tiempo, pero los niveles alcanzados por los bonos suponen actualmente un punto de entrada más atractivo para los inversores. En este contexto, el mercado de bonos verdes sigue siendo atractivo para los inversores que tienen interés en aumentar el porcentaje de instrumentos sostenibles en sus productos, teniendo en cuenta también las cuestiones de energías renovables y

ahorro energético que estallaron con la reciente crisis. Además, el mercado verde ha experimentado un rápido crecimiento de su tamaño en los últimos años, lo que ha llevado a una mayor eficiencia en términos de diversificación tanto a nivel de emisor, como de zona geográfica. A pesar de la reducción global de las nuevas emisiones, las cifras de este año para el mundo verde confirman el interés de los emisores por emitir bonos verdes y, al mismo tiempo, el continuo interés de los inversores por aumentar el porcentaje de inversiones verdes en sus carteras.

El mercado de bonos verdes es un mercado relativamente joven y todavía en fase de desarrollo desde el punto de vista normativo, pero sobre todo en lo que se refiere al crecimiento del tamaño y la diversificación de sectores. Los bancos centrales, como el BCE, han mostrado un creciente interés por el tema de las finanzas sostenibles y los riesgos asociados al sistema financiero si no se realiza una transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible. Por lo tanto, creemos que esto cambiará las reglas del juego en la reasignación de los inversores de capital dentro del mercado de bonos. Además, el mayor interés de un número creciente de actores, junto con la presencia de inversores con horizontes de inversión a medio y largo plazo, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, pueden ser elementos de crecimiento dimensional y de mejora del mercado de financiación sostenible. Estos factores están estimulando a los emisores, tanto gubernamentales como corporativos, a construir una curva verde, haciendo que los instrumentos verdes sean más eficientes y atractivos para los inversores.

En 2018, Eurizon fue la primera gestora de activos italiana en lanzar un fondo especializado en el mercado de bonos verdes, Eurizon Fund - Absolute Green Bonds, caracterizado por una gestión activa mediante la modulación del nivel de duración y la gestión del riesgo de la cartera.

Además, el fondo utiliza un proceso específico complementario al proceso de inversión de Eurizon AM para minimizar el riesgo de "greenwashing". Se diferencia de otros fondos principalmente por la gestión activa de las distintas palancas de rendimiento y la construcción de la cartera sin índices de referencia. La gestión activa también incluye, por ejemplo, que no sólo examinamos de cerca los propios bonos verdes y sus emisores, sino también los proyectos que se van a financiar con los bonos. Por otro lado, gestionamos activamente el componente de duración de la cartera, principalmente mediante el uso de derivados. Esto nos permite reaccionar inmediatamente con el fondo en las fases de un aumento repentino de los rendimientos o una ampliación de los diferenciales: en el primer caso, reduciendo la duración y, en el segundo, disminuyendo el riesgo. ■



Matteo Merlin

Head of Green and Sustainable Finance en Eurizon



Punto de partida sobre las finanzas sostenibles: La revolución de la oferta de productos financieros

El Reglamento SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) relativo a la transparencia en materia de finanzas sostenibles ha transformado el mercado de la inversión sostenible tanto entre los ahorradores como entre los agentes financieros, ya sean productores o distribuidores.

En efecto, el Reglamento SFDR, que pretende regular in fine la oferta de productos financieros, entró en vigor en marzo de 2021 a nivel de los agentes de los mercados financieros, para llegar después a los productores en los compromisos y obligaciones de sus productos financieros y, por último, influir en los distribuidores en sus obligaciones de conocimiento de su cliente.

Aunque siguen existiendo dificultades de aplicación, cada uno de ellos es adecuado y ahora es necesario que el trabajo de las sociedades de gestión coincida con las preferencias ESG de los clientes. Esto comienza con una buena explicación de la lógica de la regulación con las definiciones asociadas.

Entender la normativa SFDR

Cabe recordar que la reglamentación SFDR está concebida para desempeñar un papel esencial orientando el capital hacia inversiones sostenibles y la financiación de la transición hacia la neutralidad climática. Establece normas

armonizadas de transparencia en materia de sostenibilidad, así como una granularidad en las prácticas para poder comparar lo que es comparable. Al imponer normas de transparencia detalladas, el Reglamento SFDR también pretende luchar contra el green washing.

Una inversión sostenible es una inversión en actividades económicas que contribuyan a un objetivo medioambiental o social en la medida en que dicha inversión no perjudique a otro objetivo social o medioambiental (consideración de los Principle Adverse Impact o PAI) y que la empresa en cuestión siga buenas prácticas de gobernanza: Este es el principio de la doble materialidad.

- Todos los fondos deben ajustarse al artículo 6 del Reglamento SFDR, que establece las bases de la transparencia.
- Para ir más lejos y ser elegible en el artículo 8, el fondo debe promover las características medioambientales o sociales.
- Por último, si el fondo tiene un objetivo mensurable de inversión sostenible, entrará en el ámbito del artículo 9.

La otra parte de la nueva reglamentación se refiere a la Taxonomía. Se refiere a la clasificación de las actividades económicas que tienen un impacto favorable en el medio ambiente. La

Comisión Europea ha ultimado la taxonomía de los criterios medioambientales, y ahora obliga a los agentes económicos (empresas y sociedades de gestión) a traducir en cifras estas limitaciones cualitativas.

Un fondo que contribuye a combatir el calentamiento global

Entre la gama de fondos que distribuimos, el CM-AM Global Climate Change es un fondo de impacto (categoría artículo 9 SFDR). La lucha contra el calentamiento global es el desafío del siglo. Se trata de un desafío mundial que exige invertir no menos de 4.000 mil millones de dólares estadounidenses al año en la próxima década. El CM-AM Global Climate Change es un fondo global que invierte en empresas que participan activamente en la transición climática, en torno a 4 temas de inversión: (i) energías renovables y eficiencia energética, (ii) movilidad sostenible, (iii) conservación de los ecosistemas y (iv) agentes del cambio.

La selección de las empresas en cartera combina análisis financiero y extra financiero. Para cada empresa se realiza una estimación del volumen de negocios verde con el fin de validar su pertinencia, es decir, el volumen de negocios eco actividad o también llamada actividad ecológica.

Nuestra ambición es acompañar a las empresas internacionales mejor posicionadas, pero también a las que aportan soluciones innovadoras. El objetivo del fondo es conseguir una mayor intensidad de carbono que la de su índice, el MSCI All Country World.

El fondo es uno de los pocos fondos de renta variable internacionales que han recibido esta etiqueta.

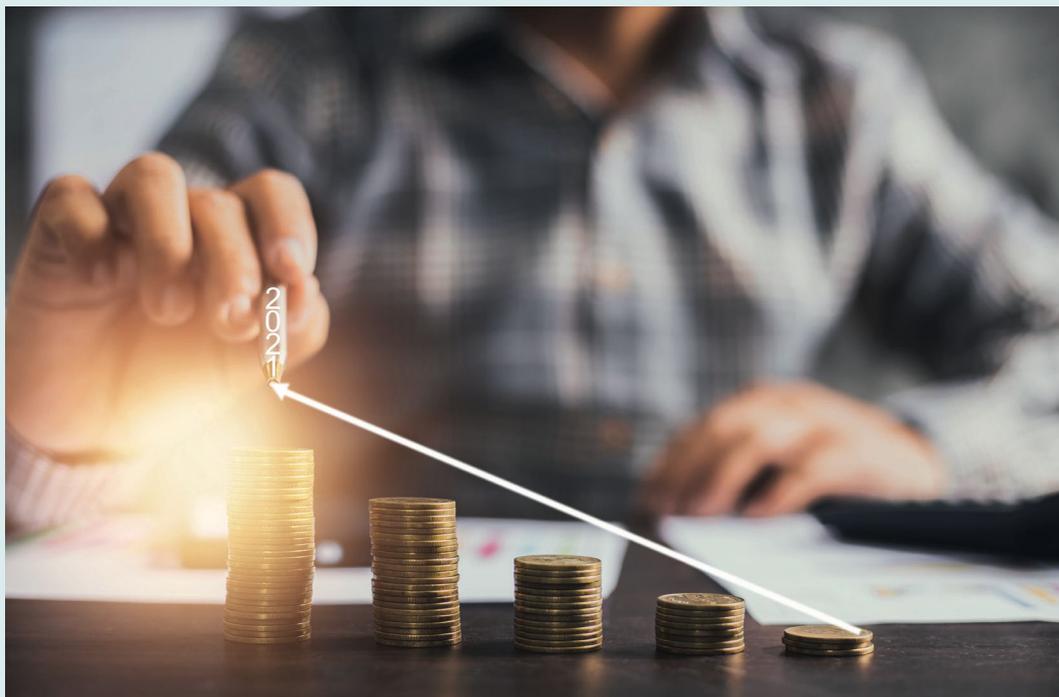
Además, cada año, un auditor independiente autorizado por el Ministerio de la Transición Ecológica audita al fondo para comprobar que cumplimos los requisitos de la etiqueta Greefin. Nuestra etiqueta acaba de renovarse en septiembre.

De conformidad con los criterios de la etiqueta Greefin, las empresas de la cartera deben realizar una parte de su volumen de negocios en al menos uno de los 8 ámbitos de actividad definidos. La etiqueta excluye prácticamente todos los sectores de la energía nuclear y los combustibles fósiles. Por último, es también estructurador en la construcción de la cartera fijando umbrales de composición. La cartera debe estar compuesta, como mínimo, por un 20% de empresas que realicen más del 50% de su volumen de negocios en eco actividades y, como máximo, por un 25% de empresas que realicen entre el 0% y el 10% de su rentabilidad en eco actividades. ■



David Cordoba

Head of Sales (Spain),
Crédit Mutuel



Threadneedle (Lux) European Social Bond

Cinco años de rentabilidad financiera y social en Europa

Threadneedle (Lux) European Social Bond celebra cinco años de contribución social positiva en toda Europa. Ahora que el gestor de carteras Simon Bond va dejando la gestión diaria, él y su sucesora, Tammie Tang, reflexionan sobre el éxito que han cosechado, las ideas en las que se basa la estrategia y el papel que han desempeñado en el crecimiento de los mercados de bonos sociales orientados a la sostenibilidad, los cuales evolucionan con rapidez.

Threadneedle (Lux) European Social Bond se basa en un proceso ya establecido de resultados sociales positivos¹ acompañados de rentabilidad financiera, y Tammie ha estado al lado de Simon durante todo este periplo.

Tammie Tang

Estoy encantada de estrenarme en el cargo de gestora principal del Threadneedle (Lux) European Social Bond, de trabajar con un equipo fantástico y de continuar la magnífica tarea iniciada por Simon en Columbia Threadneedle Investments. Nuestros clientes se beneficiarán de un periodo de transición bien planificado durante el cual Simon ofrecerá asistencia al conjunto de fondos de bonos sociales de la firma antes de incorporarse oficialmente a nuestro comité asesor en materia de renta fija social en marzo de 2023. También hemos obtenido éxito en la «prueba de concepto» de nuestra oferta de estrategias de bonos sociales, como ponen de manifiesto la función y la fuerza que han demostrado los mercados de deuda pública a la hora de generar un impacto social positivo y una rentabilidad financiera acorde con la de la

deuda corporativa generalista. Con las estrategias de bonos sociales británicos, estadounidenses y mundiales ahora gestionamos activos valorados en más de 1.000 millones de EUR para clientes de todo el mundo².

Simon Bond

Aunque he traspasado la gestión diaria a Tammie, a quien contraté para la firma hace una década, seguiré ayudando con la gestión de nuestras estrategias de bonos sociales, así como a nuestros clientes y con iniciativas sectoriales más amplias, por lo que mi retirada de la gestión de carteras no supone en absoluto mi retirada del segmento de impacto social.

Como dice Tammie, hemos probado el concepto con más de 1.000 millones de euros en activos de bonos sociales, y estoy increíblemente orgulloso de lo bien que lo hemos hecho con la evolución y la expansión de la oferta de productos. Lanzamos la primera estrategia de bonos sociales con liquidez diaria en 2013, el Threadneedle UK Social Bond Fund³, cuya finalidad era generar un resultado social positivo acompañado de rentabilidad financiera. En 2017 le siguió el Threadneedle (Lux) European Social Bond Fund como una extensión y una evolución de este concepto de eficacia probada. Al igual que la versión británica, la versión europea supuso toda una innovación. Después de haberla probado (fundamentalmente) en un único país, la diferencia radicaba en cómo la replicaríamos en todo un continente. Desde el punto de vista geográfico y económico, Europa es una región grande y variada, y queríamos mantener la diversificación al mismo tiempo que el impacto social.

Nos aseguramos de que el 80% de los resultados del fondo se produzcan en la región geográfica de Europa, y contamos con un colaborador social radicado a nivel local, INCO, un consorcio de organizaciones cuyo objetivo es construir una economía ambientalmente sostenible y socialmente responsable. ■

-
- ¹ Antes de invertir, los inversores deben tener en cuenta todas las características y los objetivos del fondo promocionado que se describen en su folleto. Toda la información sobre la sostenibilidad del fondo puede encontrarse en nuestro sitio web: columbiathreadneedle.com.
 - ² Desglose de activos gestionados: Threadneedle UK Social Bond Fund, 452,5 millones de dólares; Threadneedle (Lux) European Social Bond Fund, 383,2 millones de dólares; VBV VK Global Bonds ESG Fund, 136,6 millones de dólares; Columbia US Social Bond Fund, 71,8 millones de dólares. Total: 1.044,1 millones de dólares. Todas las cifras a junio de 2022.
 - ³ El Threadneedle UK Social Bond Fund no está disponible para su venta en la Unión Europea.



Tammie Tang

Gestora del fondo Threadneedle (Lux) European Social Bond



Simon Bond

Director Ejecutivo de Renta Fija ESG de Columbia Threadneedle Investments

MIKEL BARANDIARAN | CEO de Global Dominion

«Hemos alcanzado una posición más que relevante en el segmento de Energía, añadiendo clientes como Enel»

Global Dominion es un proveedor global de servicios multi-tecnológicos y de soluciones de ingeniería especializada. La digitalización está en el ADN de la compañía que lleva a cabo proyectos tecnológicos y servicios digitales para mejorar la eficiencia de las compañías. Hablamos con Mikel Barandiaran, CEO de Dominion sobre los próximos planes de la compañía.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

Global Dominion enfoca su actividad en tres segmentos de actividad. ¿Cuál es el peso de cada uno de ellos? ¿Seguirán diversificando su negocio?

Si vemos cuánto supone cada segmento del margen de contribución total, que es, al fin y al cabo-junto con la generación de flujo de caja-nuestro elemento principal de gestión, el 85% de nuestro negocio es B2B: un 40% son Proyectos y un 47% Servicios. Y el resto, cerca de 15%, agrupa toda nuestra oferta de servicios para el hogar para el cliente final (el B2C). Mantene-mos un buen equilibrio entre B2B Servicios -que agrupa toda nuestra oferta de servicios Tier 1 en los sectores de Tecnología y Telecomunicaciones, Energía e Industria- y B2B Proyectos -donde situamos nuestra concepción 360º de proyectos, tanto en infraestructuras, como hospitales o estructuras altas, como lo relacionado con nuestra área de energías renovables-.

En los próximos tiempos la diversificación que llevemos a cabo buscará aumentar la recurrencia de nuestro negocio, fortalecer una base de margen recurrente que nos permitirá seguir creciendo a pesar del contexto económico actual.

¿Qué aporta Global Dominion al proceso de Transformación Digital que estamos viviendo en los últimos años?

La digitalización está en el ADN de nuestra cultura. Somos una compañía que lleva a cabo proyectos tecnológicos y servicios integrales para mejorar la eficiencia de los procesos de negocio de nuestros clientes. Pero nos diferencia que ve-

mos la tecnología como un medio de mejora y no como un fin en sí mismo. Hasta ahora muchas empresas han invertido grandes cantidades en tecnología que no se han traducido necesariamente en mayor eficiencia. Nosotros entendemos la digitalización como una herramienta que hace posible la definición de modelos de negocio más eficientes y disruptivos. Esa visión y experiencia, sumada a nuestro conocimiento sectorial y nuestra visión 360, nos permite incorporar la digitalización como valor añadido de los servicios y proyectos que ofrecemos a nuestros clientes.

La Sostenibilidad se ha convertido en un aspecto fundamental y en una exigencia para las compañías. ¿Cómo lo está abordando DOMINION?

Nuestra Estrategia en el ámbito de la Sostenibilidad se basa en tres vectores: ser, hacer y comunicar. Por un lado, nos esforzamos por ser una empresa más sostenible, poniéndonos objetivos de mejora, midiendo y mitigando nuestro impacto. Ponemos el foco en la mejora continua para garantizar la seguridad de nuestros equipos, fomentamos la igualdad de oportunidades y adoptamos las mejores prácticas de gobernanza. Por otro, trabajamos para que nuestros clientes sean más eficientes y, por tanto, más sostenibles. Contamos con una unidad de servicios medioambientales dedicada a la limpieza y gestión de los residuos favoreciendo la economía circular, servicios de automatización y mantenimiento predictivo para alargar la vida útil de los activos, así como soluciones para la reducción de emisiones y para mejorar



la eficiencia energética de nuestros clientes. También llevamos a cabo proyectos de energías renovables y desarrollamos proyectos de equipamiento hospitalario o de redes de protección civil. Y, por último, nos ocupamos de reportar y comunicar todos estos esfuerzos a través de nuestro Estado de Información No Financiera (EINF), rankings y certificaciones.

Global Dominion tiene ya una sólida presencia en Europa y América. ¿Se plantean seguir expandiendo su negocio hacia nuevas zonas?

Indudablemente América y Europa son mercados importantes para nosotros. En el primero llevamos a cabo grandes proyectos energéticos y de infraestructuras y mantenemos relaciones de largo plazo con clientes en nuestros tres sectores: energía, telecomunicaciones e industria. En Europa es donde está presente la totalidad de nuestras

actividades y seguimos creciendo en todas ellas: con el despliegue de fibra óptica en países como Alemania -que ha puesto en marcha un ambicioso plan de expansión para los próximos años-, en el sector industrial -que se encuentra en proceso de descarbonización-, y en energía, con un pipeline de más de 1GW de proyectos renovables en España e Italia. Pero no nos olvidemos de Asia, un mercado de más de 4.000 millones de personas con un perfil demográfico joven y digital, donde ya tenemos presencia histórica, que reforzamos desde 2019 en India, y en el que aspiramos a incorporar todas nuestras actividades y a seguir creciendo en el futuro.

¿Qué objetivos se ha marcado Dominion en su Plan Estratégico a 2023?

En nuestro plan estratégico nos fijamos objetivos tanto cualitativos como cuantitativos, y la realidad es que durante estos 4 años estamos cumpliéndolos con creces: hemos afianzado nuestro posicionamiento como Tier 1 de servicios B2B, hemos alcanzado una posición más que relevante en el segmento de Energía, añadiendo clientes como Enel con quien a día de hoy trabajamos en 4 países, hemos desarrollado el potencial del negocio de Energías Renovables, y hemos generado valor para el accionista vía crecimiento, dividendo y recompra de acciones. Todo esto, mientras crecemos año tras año y logramos niveles de margen récord en nuestros dos segmentos B2B: los Servicios y los Proyectos.

El objetivo cuantitativo fundamental del plan era duplicar el beneficio neto, manteniendo nuestra fuerte generación de caja. Y, a pesar del contexto complejo, hemos demostrado que cumplimos año tras año para alcanzar ese objetivo al final de 2023. Eso significa que ya estamos perfilando el nuevo estratégico para la compañía, que nos lleve al siguiente nivel. Tenemos claro que una pieza angular de ese nuevo estratégico será aumentar los niveles de recurrencia con los que ya contamos, porque es más importante que nunca en un mundo tan incierto, y, por supuesto, profundizar en el negocio de renovables y su desarrollo futuro. Será un plan estratégico construido en torno al concepto “los clientes en gestión y los activos en concesión” como ya adelanté en la pasada Junta General de Accionistas. ■



Para un presente con futuro

La protección del planeta y el medioambiente han pasado de ser una opción para convertirse en una necesidad, lo que convierte a Audax Renovables en **una inversión de futuro**.

La **energía renovable** es la solución y su crecimiento es imparable. Y el panorama energético mundial hoy en día ha impulsado todavía más esta tendencia, convirtiendo la energía renovable en una **prioridad** a todos los niveles, tanto sociales y económicos. El futuro del planeta pasa por actuar en el presente y en **Audax Renovables** tenemos definido un Plan Estratégico para **liderar el cambio hacia la energía limpia**.

A lo largo de estos últimos años, el interés general sobre la mejora de las condiciones de nuestro planeta ha aumentado de forma exponencial. La concienciación sobre la importancia de mantener el equilibrio en el ecosistema del planeta es esencial para proteger el futuro de las nuevas generaciones, por esta razón, **inver-**

tir en compañías que cuidan y protegen el **medio ambiente** es una tendencia en auge cada vez más seguida por todo tipo de inversores, instituciones y empresas.

Audax Renovables (ADX.MC) es un grupo energético español integrado verticalmente que genera y suministra electricidad 100% renovable y gas, con presencia en 9 países y en continuo crecimiento. Y crecer significa estar más cerca para poder alcanzar la misión de **frenar el cambio climático** y recuperar la mejor versión del planeta.

La compañía está focalizada en la **generación de energía renovable** y cuenta con uno de los pipelines con más calidad del sector, al situar sus proyectos en aquellas zonas con mejor recurso en las tecnologías en las que está presente: eólica terrestre y fotovoltaica. Audax Renovables cuenta con una cartera de parques eólicos y fotovoltaicos en operación, en construcción y en distintas fases de desarrollo que asciende a 2.536 MW.

Para impulsar el crecimiento en generación de energía renovable, el pasado mes de junio de 2022 Audax Renovables incorporó al fondo internacional IKAV como socio de su cartera de proyectos fotovoltaicos, dando así visibilidad al valor de sus activos en el mercado y obteniendo los recursos necesarios para seguir con su **ambicioso plan estratégico a medio y largo plazo**.

La empresa está priorizando las instalaciones fotovoltaicas en el sur de Europa y muy especialmente en España, que posee un potencial enorme para ser el referente energético de Europa, donde la autonomía e independencia energética son posibles.

Además, Audax Renovables siempre ha apostado por el **Autoconsumo** que se ha visto impulsado gracias a la mayor concienciación social por la defensa del planeta y el medio ambiente, al aumento de los precios de la energía eléctrica que hace más rentables las instalaciones, a los cambios en la legislación y a las subvenciones existentes, entre otros factores. Una opción ecológica, económica y de futuro porque la energía que nos proporciona el sol es un **recurso inagotable** y ecológico.

La **energía renovable es la solución y el futuro**, tanto a nivel medioambiental como a nivel industrial, económico y social. Desde Audax Renovables se quiere liderar el cambio hacia la energía renovable como única alternativa. Para lograr este ambicioso objetivo la compañía se focaliza en el incremento de la capacidad instalada, al uso eficiente de la energía, a una mayor investigación en el desarrollo de nuevas tecnologías y al avance en las tecnologías de almacenamiento. En definitiva, avanzar con paso firme para **un presente con futuro**. El crecimiento de las energías renovables es imparable.

La compañía, fiel a su **compromiso** con el **medioambiente**, se adhirió desde el año 2013 a la Red Española del Pacto Mundial de Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible. Asimismo, cuenta con la máxima calificación por parte de Vigeo Eiris como experto independiente, cumpliendo los requerimientos establecidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) en su emisión de financiación verde, y obteniendo el mayor nivel de garantía en su calificación en su Marco Normativo de Referencia para Financiación Verde aprobado por la compañía el pasado mes junio de 2020.

Audax Renovables representa una auténtica **inversión de futuro**. Está presente en 9 países (España, Portugal, Italia, Polonia, Alemania, Holanda, Hungría, Francia y Panamá) con sus actividades de generación y comercialización de energía de origen 100% renovable, con más de 518.000 clientes y cotiza en el Mercado Continuo español, en el que pasó a formar parte del índice IBEX SMALL CAP® en marzo de 2020. ■



José Elías

Presidente de
Audax Renovables

IGNACIO DE LA MAZA |

Director de Europa Continental y América Latina de Janus Henderson

«Tenemos el expertise y las capacidades para navegar en los distintos mercados y ciclos para generar alfa»

Cordobés de nacimiento, pero malagueño de crianza y corazón. Estudió en Madrid la carrera de Administración y Gestión Empresarial en el CEU. Trabajó durante un año en un Family Office en Madrid, pero el destino le llevó a trabajar en Londres, donde pensaba permanecer un par de años, que se han transformado en más de quince. Comenzó su andadura en Janus Henderson en 2009 como jefe de ventas para América Latina, asumiendo mayores responsabilidades con el paso del tiempo hasta llegar a su posición actual. Comenta que han sido años muy buenos y aunque este año esté siendo más interesante, con correcciones naturales, pero con valoraciones que aún se encuentran, en algunos casos a niveles de pre-pandemia, y un escenario donde el precio del dinero está cambiando. Es padre de cuatro hijos, tres niñas y un pequeño de casi un año. Tanto su esposa como el procuran que sus hijos mantengan las raíces españolas.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

Janus Henderson EMEA y Latam gestionaban unos 74.000 millones de dólares al cierre de 2021, cuando en diciembre de 2019 eran unos 57.000 millones, gracias al movimiento del mercado en dicho periodo, así como a la fuerte contribución de estrategias multi activos (como el *balanced fund*), fondos temáticos, alternativos líquidos y fondos de alto rendimiento que han ido ganando penetración de mercado. Han logrado una gama de producto más amplia y que los clientes europeos han reconocido en estos años. "El tener una gama de producto más diversificada nos hace ser más resilientes", comenta.

El **balanced fund** es un producto multi activo, donde han podido captar más de 5.000 millones de dólares en los últimos 5 años en Europa y Latinoamérica. Se trata de un fondo de 5 estrellas Morningstar y que también, de acuerdo con los datos de Citywire, se posiciona en el lugar 4 de 47 fondos de su categoría por ren-

tabilidad y en lugar 1 a 5 años con una rentabilidad del 63,9%, superior en 8,4 puntos porcentuales a su competidor más cercano.

Otro de los productos estrella es el **Janus Henderson Global Multi-Strategy**, que logra rentabilidades positivas en el año. Es un producto que estaba registrado en Caimán y que lo han traído a Luxemburgo y como dice el directivo, "es un vehículo que se está comportando muy bien en el año, en terreno positivo y que, junto con el *balanced fund*, complementan muy bien y diversifican las carteras de nuestros clientes, y en los que esperamos seguir captando dinero porque hay interés".

Un factor diferencial de Janus Henderson según De La Maza es que cuentan con un equipo de inversiones extremadamente sólido y con muchos años de experiencia, "capaces de navegar los distintos mercados para ofrecer a nuestros clientes la mejor rentabilidad ajustada por riesgo que algunos de nuestros com-



petidores. Pero también el tener la ambición de ser global y con productos estructurados que ayuden a dar el mejor servicio a nuestros clientes y seguir ayudando a educar a nuestros distribuidores para entender mejor nuestros productos”.

La democratización financiera es algo excepcional para la industria y los inversores

Pero el directivo puntualiza en la necesidad de que al inversor se le expliquen claramente los riesgos que existen a la hora de tomar posiciones en inversiones líquidas e ilíquidas, los escenarios que se podrían dar, la posibilidad de pérdida y un buen ejercicio de educación financiera.

Considera que, en los últimos años, tanto en la industria española como en la europea, ha habido gestoras que han dedicado mucho esfuerzo a ese ejercicio de educación, al igual que los distribuidores. Además, hay un regulador que claramente sigue supervisando y haciendo un buen trabajo al “exigirnos ciertos baremos para poder dar servicio al cliente”.

Comenta que entre los clientes que cubre, han conseguido lograr un “*approach* más local combinado con uno más global”. Añade que no hay mucha diferencia entre los productos que demandan sus clientes españoles con respecto a los del resto de Europa, “posiblemente sí en Latinoamérica, debido a los altos rendimientos que ofrecen sus bonos locales”, pero en cuanto a productos globales los clientes han tendido a posicionar bien los productos de Janus Henderson *flagship*.

Mercado que seguirá por un tiempo muy volátil, afectado por subida de tipos y el impacto de la guerra, pero es importante la diferenciación

La inflación cambia las reglas del juego y es algo que inversores, gestores y asesores deben tener presente. El mercado seguirá marcado por la volatilidad y mucha dispersión, y en el que “creemos que el *active management* genera una oportunidad más amplia para»



Un factor diferencial de Janus Henderson es que cuentan con un equipo de inversiones extremadamente sólido y con muchos años de experiencia, “capaces de navegar los distintos mercados para ofrecer a nuestros clientes la mejor rentabilidad ajustada por riesgo que algunos de nuestros competidores”

» los clientes, y es ahí donde realmente debemos diferenciarnos en un entorno como este”, puntualiza.

Ante un entorno de comisiones cayendo y mayores presiones regulatorias, la pregunta natural es si ellos van a participar de un mercado creciente como es la inversión pasiva, a lo que De la Maza comenta que ellos están muy posicionados en ETFs de gestión activa o active ETF, que es donde está su fortaleza de **generar una rentabilidad por encima del índice de referencia ya sea vía fondos mutuos o ETFs activos**. Y estos ETFs activos compiten en comisiones con los fondos mutuos, ya que en muchos casos cobran casi lo mismo en comisiones en uno y otro vehículo. Por ahora esos active ETFs están centrados en Norteamérica, aunque analizan la posibilidad de tenerlos en Europa, pero en nichos muy determinados debido a las clases de activos y también las limitaciones específicas del fondo mutuo.

La **industria** está experimentando una **reducción significativa de las ventas brutas** (por encima del 30%), lo que significa que **los clientes no están invirtiendo**. Además, la gestión activa ha experimentado flujos de salida que hacen que las ventas netas caigan. Hay gráficos que muestran que la industria europea está con reembolsos netos. Por su

parte, la gestión pasiva y ETFs también están viendo una reducción en las ventas brutas, pero algo que les ayuda marginalmente en las ventas netas son que no hay reembolsos o que son menores.

Por tanto, los principales retos a los que se enfrenta la industria en palabras de Jaime De La Maza son:

1. Hemos visto una tendencia en reducción de márgenes en muchas estrategias, pero si tienes una cartera diversificada de productos el margen será más resiliente.
2. Los ETFs han traído mucha presión en mercados bajistas, pero ahora active debe generar la diferencia.
3. La regulación cada día es más estricta y requiere de mayores recursos para satisfacer esos requisitos, aunque busca un impacto positivo para el inversor final.

*En Janus Hendersn buscamos áreas o clases de activos en las que podamos diferenciarnos como CLOs, MBS, REITS, fondos multiestrategia, deuda en mercados emergentes de divisas duras y estrategias CTA entre otras, y que son una extensión de lo que ya se gestiona en fondos de inversión, pero **siempre con el foco puesto en gestión activa.*** ■



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos nuestra sociedad.

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



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

Conozca nuestra labor de interacción activa en robeco.com/es/interaccion

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*

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



ROBECO
The Investment Engineers

Con los expertos en inversión sostenible
ROBECOSAM

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