

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

Oct. 23
N. 53

- ASEAFI. El 2023 que todo el mundo esperaba y nunca fue. ¿Qué esperar de 2024?
- Ranking de Fondos
- Entrevista a Javier García Díaz, BlackRock



ASSET ALLOCATION SUMMIT

La liquidez y los sectores
defensivos vuelven a imperar
en las carteras de los gestores

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



Fidelity Funds America Fund

Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.



Toda la información
del fondo en este QR



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 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.

CS1053

Vuelven a mandar los Bancos Centrales

La última reunión de la Reserva Federal volvió a evidenciar que las subidas de tipos de interés seguirán en niveles elevados durante más tiempo del previsto inicialmente y no habrá bajadas de tipos hasta mediados de 2024. El duro mensaje de Powell, aludiendo a que habrá más subidas antes de finalizar el año, sentó mal a unos mercados necesitados (y casi adictos) de la liquidez monetaria. Ahora la clave está en dónde se detendrán los organismos monetarios y cuándo. Los mercados, por naturaleza, miran hacia el futuro, y anticiparse a los puntos de inflexión en los regímenes de tipos es complicado más sabiendo que hay demasiadas variables en juego, incluida la continua rigidez del mercado laboral en EEUU y los notables riesgos geopolíticos.

La rentabilidad del bono de EEUU a 2 años, que se coloca por encima del 5%, parece reflejar que el mercado ha aceptado que la FED se está concentrando en poner fin al brote inflacionista. Ya sabemos, y Yellen lo verbalizó en reunión de septiembre, que los organismos monetarios son "data dependientes" con lo que en caso de que los datos muestren un impulso económico mayor de lo esperado se verán obligados a hacer más, algo que parece que están intentando evitar.

Ahora parece que se abren más oportunidades en el segmento de renta fija, especialmente en los bonos a corto plazo. ¿Y en renta variable? Con algunos mercados llegando a rozar los máximos históricos toca, de nuevo, mantener la prudencia. En la actualidad, los índices estadounidenses de renta variable dan fe de las altas valoraciones y, todavía quedan dudas en cuanto a la eventual desaceleración de la economía en EEUU. Eso hace que para muchos sea el momento de primar los mercados de deuda sobre los de renta variable, al menos hasta que se despeje la situación económica. Veremos... ■



Silvia Morcillo /
Directora de Asset Managers

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

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

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

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



OCTUBRE 2023 | N° 53

CONTENIDOS



Asset Allocation Summit. La liquidez y los sectores defensivos vuelven a imperar en las carteras de los gestores 6
Reportaje por Consuelo Blanco

Macroeconomía 16
Por Ramón Bermejo

ASEAFI 26
El 2023 que todo el mundo esperaba y nunca fue. ¿Qué esperar de 2024?

Ranking de Fondos 36
Por Consuelo Blanco

Fondo a examen 38
Templeton Shariah Global Equity Fund A(acc)USD

Entrevista Gestor 40
Janus Henderson

Más allá del Ibex 42
Neimor Homes

Entrevista Final a... 48
Javier García Díaz, BlackRock

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

Threadneedle (Lux) Global Focus

Énfasis en la ventaja competitiva de un crecimiento constante

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

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

Riesgos a tener en cuenta

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

Riesgos de inversión

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

Perfil tipo de inversor

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

columbiathreadneedle.es



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

ASSET ALLOCATION SUMMIT



Nordea
ASSET MANAGEMENT

Raúl Molina
Senior Investment Specialist
Multi-Asset

Vontobel

Felipe Villarroel
Portfolio Manager at
TwentyFour AM y Vontobel

M&G
Investments

Craig Moran
Portfolio Manager
Multi Asset

La liquidez y los sectores defensivos vuelven a imperar en las carteras de los gestores, con un riesgo de reinversión si se mantiene alta la liquidez

La más alta remuneración a la liquidez en 15 años tiene una influencia en la asignación de activos en 2023

Es un buen momento para revisar la asignación de activos para los próximos meses tras un verano marcado por números rojos en los mercados, llevando a cerrar un trimestre de capa caída y con menor número de transacciones. No obstante, en términos acumulados seguimos viendo rentabilidades positivas en la mayoría de los mercados a excepción de Asia.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

Empezamos en 2023 con grandes expectativas provenientes de China, especialmente debido a la eliminación de los bloqueos. Sin embargo, la situación no fue tan positiva como pensábamos debido a algunas preguntas o dudas sobre el sector inmobiliario en China que afectaron negativamente la confianza del consumidor allí. Por otro lado, también vimos el aumento de las tasas de interés en los países desarrollados. ¿Estamos próximos a finalizar la política monetaria restrictiva o nos jugarán una mala pasada algunas materias primas como el petróleo?

El FMS de BofA sugiere que los inversores siguen apostando por tecnológicas y por el mercado americano. La renta fija sigue siendo el activo con mayores suscripciones netas en el año y las letras del Tesoro siguen pagando atractivos intereses. ¿Es momento de aumentar duraciones o quizás habría que esperar que los bancos centrales den señales de bajadas de tipos? ¿Qué mercados hay que sobreponderar y en cuales hay que ser más cuidadoso? Todas estas y más preguntas las resolvieron los ponentes y los directivos presentes en la sala.

De acuerdo con la visión de **Craig Moran, Gestor de fondos multiactivo en M&G Investments**, *“al igual que el año pasado, este año ha sido de grandes sorpresas, con los inversores increíblemente pesimistas sobre la perspectiva económica, esperando una recesión en 2023”*, apuntaba el experto, quien añadía que a estas alturas se esperaba que las tasas de interés ya empezaran a ser recortadas. Sin embargo, como todos sabemos esa recesión no se ha materializado y se espera que los tipos sigan subiendo un poco más. Una de las grandes sorpresas en cuanto a la respuesta de los inversores ha sido el buen año en activos de riesgo, especialmente en áreas como Inteligencia Artificial, mientras que en el mercado de bonos se suponía que 2023 sería un año muy bueno tras la fuerte caída en 2022, pero con la rentabilidad de los bonos en ascenso, el desempeño no ha sido el esperado.

En cuanto a la valoración de los mercados, *“que tomamos de manera muy disciplinada”* para la asignación de activos, *“estamos viendo este año que las tasas de efectivo han seguido aumentando, con Europa en un nivel del 4% en efectivo, mientras que en Estados Unidos o aquí en Reino Unido, estamos cerca del 5.5%, y a medida que esas tasas han ido aumentando el efectivo ha acompañado, con el nivel más alto de rentabilidad disponible para el efectivo en casi 15 años”*.

En cuanto a las valoraciones en renta variable, tras un *“relief rally”* en realidad hemos visto revalorización que no ha estado acompañada de un crecimiento espectacular de las ganancias en 2023, sino simplemente una expansión del múltiplo PER. Mientras que los bonos se encuentran peleando con el atractivo del efectivo.

“Nuestro posicionamiento: hasta ahora no hemos tenido una posición baja en acciones, pero lo que estamos tratando de hacer es evitar los mercados de acciones significativamente más caros, como los de los Estados Unidos y partes de tecnológica. Al mismo tiempo, encontrar áreas de los mercados de acciones donde la valoración sea mucho más barata, donde no se haya producido la misma expansión de PER en lugares como China,

alguno de Europa, donde la gente es mucho más escéptica sobre la perspectiva económica”.

Añade que en sus carteras han mantenido una posición bastante neutral en acciones, evitando los mercados de acciones más caros, como Estados Unidos, y en su lugar centrándonos en exposiciones en otras partes del mundo, ya sea Europa, Japón o Asia. Al mismo tiempo, a medida que los rendimientos de los bonos han estado aumentando, también han estado aumentando sus exposiciones a bonos, ya que, a estos niveles de rendimiento, ofrecen niveles razonables de retorno a medio plazo.

Los grandes desafíos para los inversores en el corto plazo en carteras multiactivos siguen siendo el hecho de que la tasa de efectivo continúa aumentando. La presión alcista que proviene de esa subida de tasas de interés, al menos en el corto plazo, y seguirá ejerciendo correlaciones positivas en la valoración de todos los activos financieros. Pero, si el entorno llegara a cambiar, también hay que estar expuesto a algunas clases de activos con precios más bajos como acciones, bonos gubernamentales de mercados emergentes y también de mercados desarrollados.

Raúl Molina, especialista senior en inversión de multiactivos de Nordea Asset Management,

comenzaba haciendo hincapié en dos factores clave que explican lo que está sucediendo en el mercado actualmente, como son la inflación y el desempleo. *“Los bancos centrales han estado tratando de pilotar la economía sin piloto automático, es decir, manualmente, algo similar a conducir tu automóvil mirando solo hacia atrás, lo cual creo que es bastante difícil de hacer correctamente”*. Molina hacía referencia a la curva en la que Phillips ha mostrado una especie de relación inversa o lenta negativa. Esto significa que cuanto más alta es la inflación, menor es el empleo y viceversa, ¿verdad? Pero la gran pregunta aquí es ¿por qué seguimos viendo un desempleo bajo en general con la inflación cayendo últimamente? La curva no es completamente lineal, como era en el pasado, sino una especie de L, lo que significa que para que el >>



» desempleo aumente se requiere que la inflación caiga aún más como sucedió en la década de 1960 o en la década de los 70's. La forma particular de la curva depende en gran medida de la rigidez del mercado laboral en EE.UU. lo que es clave para entender por qué seguimos con una inflación persistente y con políticas monetarias bastante restrictivas. Pero lo que vemos, es que la inflación ha estado disminuyendo hasta hoy, aunque la inflación subyacente sigue siendo bastante persistente y alta, llevando, como comentó Craig, a cambiar por completo las perspectivas de analistas y gestores de activos.

"En nuestro caso, estamos más en sintonía con la retórica de aterrizaje suave. Nuestro equipo de multiactivos sigue siendo bastante cauteloso ante riesgos que podrían llevarnos a un escenario más complicado. Por ello mantenemos carteras muy diversificadas entre clases de activos y regiones, prestando atención a las valoraciones, especialmente en renta variable. En EE.UU. es más difícil encontrar valores baratos que en Europa. Estamos muy enfocados a la calidad de los nombres tanto en acciones como bonos. Los bonos gubernamentales de alta calidad son ahora más atractivos con este movimiento de las curvas, con retornos muy atractivos. A corto plazo, creemos que aumentar la duración tiene un coste ya que la curva sigue con pendiente negativa. Neutrales en crédito y más positivos en deuda emergente, en el high yield o

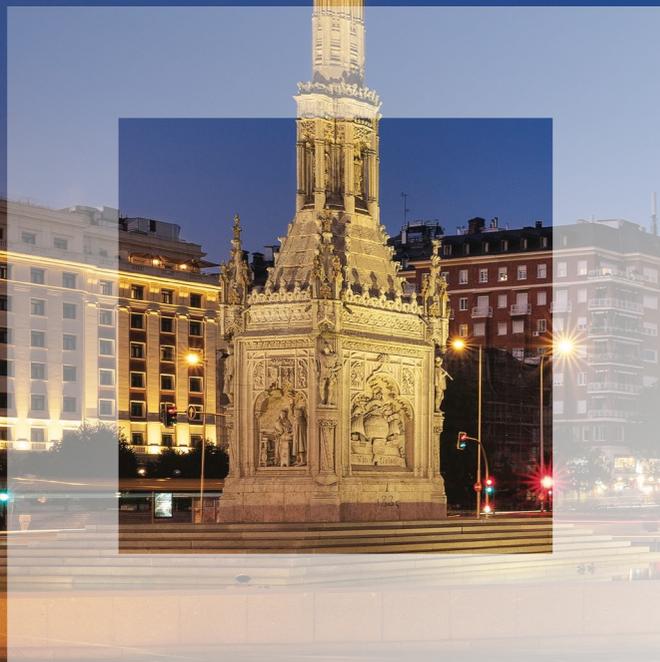
incluso en el grado de inversión. Nuestro enfoque en multiactivo es analizar el riesgo primario, un enfoque diferente y puramente bottom-up".

En cuanto a la visión macro, el gestor **Felipe Villarroel, gestor de fondos para TwentyFour AM-Vontobel**, comenta que estamos viendo los yields más altos en los últimos 15 años, y aunque el efectivo también está siendo remunerado atractivamente, se corre un riesgo de reinversión bastante alto si se incrementa el efectivo a un porcentaje demasiado grande. Además, incide en que los horizontes de inversión no deben cambiar porque cambie la forma de la curva. Es muy tentador viendo que la parte de más alta de la curva en términos de yield es la parte más corta, pero si tu horizonte de inversión es de mediano o largo plazo, eso se mantiene y correría un riesgo de inversión bastante alto de incrementar el efectivo. *"Estamos en un escenario donde nos acercamos al máximo de tipos por parte de los bancos centrales, y donde las tasas de default no se van a disparar, pero si con un par de trimestres con crecimientos de cero o un poco por debajo, con un desempleo que subirá algo, pero se mantendrá en niveles bajos. Con ello, nuestra visión de mercado pasa de ser muy optimista a bastante pesimista que el consenso. Incluso las estimaciones de la Fed siguen siendo optimistas, sin considerar que el lag de la Fed aún no se ha sentido".*



Exclusivamente para inversores profesionales.

 **M&G**
Investments



¿PRÓXIMA PARADA? RENTA FIJA

Expertos en gestión de fondos

mandg.es



Capital en riesgo.

» El experto comentó que en Europa el sistema bancario es mucho más importante para la transmisión de crédito que el de EE.UU. con tipos de interés de crédito flotantes lo que hace que la transmisión de política monetaria sea mucho más rápida y explica peores datos de crecimiento, mientras que en el último es más importante el mercado de capitales.

En cuanto al posicionamiento, Villarroel considera que los activos de crédito y en especial, el sector financiero está cotizando a unos spreads que no reflejan los fundamentales, con un caso muy aislado como el de Credit Suisse. El financiero es un sector que ha tenido más revisiones al alza a nivel global y eso no está siendo considerado. "Un sector que está incrementando su calidad crediticia a las tasas más rápidas de los últimos 10 años y el que peor desempeño ha tenido en el año dentro de la renta fija, con yields muy atractivos". Además, destacó para un portafolio muy diversificado incluir ABS a tasas flotantes, con mayor duración, y en especial los CLOs, con yields de 12% para los triple A y del 9% para triple B en euros y que pueden soportar niveles de estrés más altos.

"La renta fija en general está con los tipos más altos de muchos años y aproximándonos al final de la política monetaria restrictiva, lo que hace al activo muy atractivo".

Con todo esto como telón de fondo, **Miguel Uceda, director de inversiones de Welzia Management** cuestiona que, si estamos en un entorno de ciclo tardío y con alta inflación, el mayor nivel de estrés debería estar en los bonos de alto rendimiento. Sin embargo, la renta fija de alto rendimiento haya tenido tan buen comportamiento en el año, especialmente el norteamericano con rentabilidades que rondan el 7% o en europeo que superan el 6%. A ello, Villarroel hace alusión nuevamente a los fundamentales que son sólidos y favorables, con las empresas en buena forma. El apalancamiento está en el promedio a medio plazo, con ratios de cobertura de intereses razonables. Hay una cierta cautela empresarial, gastando poco de su flujo de efectivo libre en

intereses, y aunque eso se deteriorará, parte de niveles muy buenos. Añade, que además los aspectos técnicos son favorables, lo que no quiere decir que no haya habido emisión de deuda de alto rendimiento, pero menor en el europeo, pero no a niveles irracionales, y eso es favorable para los flujos a fondos de alto rendimiento. Además del carry que te da un 8% (dependiendo del bono que mires). El rendimiento de la renta fija de alto rendimiento parece estar ajustado, en especial el de EE.UU. Por ello, considera que de ahora en adelante es demasiado arriesgado en este entorno de fase tardía del ciclo económico y por tanto es más recomendable ser selectivo y buscar calidad.

Relativo a la duración de la renta fija, durante 2023 se ha apostado por la baja duración en las carteras y por tanto surge la duda por parte de Consuelo Blanco, directora de fondos de Estrategias de Inversión, ¿es momento de aumentar la duración? A lo que Moran responde que, desde el punto de vista de una cartera multiactivo, en M&G han estado aumentando la duración a lo largo de este año en bonos gubernamentales de países desarrollados, por ejemplo, en Estados Unidos hoy puedes comprar un bono gubernamental a 30 años que rinde más del 4.5%, y efectivamente estás asegurando ese rendimiento para los próximos 30 años si compras ese bono, bastante atractivo a medio plazo, aunque no necesariamente te ayuda en los próximos 3 meses ya que la curva sigue muy invertida. "Como parte de una cartera diversificada en la que tenemos algunas exposiciones al riesgo en otros lugares, creo que tiene cada vez más sentido tener una mayor exposición a algunos de esos bonos a largo plazo hoy, junto con tener algo de efectivo, por supuesto. Pero creo que las cualidades de refugio seguro y calidad de algunos de esos bonos a largo plazo son muy válidas hoy en día".

El posicionamiento de los directivos es cauteloso, con un ojo puesto en la liquidez

En cuanto a la asignación actual en **Sabadell Urquijo Banca Privada, Bernat Raventos, especialista de inversiones**, comenta que si bien la liquidez es un elemento presente en las carteras,

Experiencia climática que genera rentabilidad.

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

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



Nordea. Tu experto en inversión climática.

Nordea 1 - Global Climate Engagement Fund

nordea.es/TuExpertoClimatico

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



» especialmente en momentos donde debe imperar la cautela, para ellos están muy positivos en renta fija analizando la duración de las carteras, con una clara preferencia en deuda con grado de inversión y gobiernos, algo infraponderados en renta variable, especialmente en EE.UU. donde algunas valoraciones están demasiado altas.

Uceda comenta que algo que les caracteriza es la prudencia, con lo que están infraponderados en los activos en riesgo, con un nivel de liquidez en torno al 15%, con exposición en Europa y Japón, y aunque China apuntaba a ser un ganador este año, en realidad ha sido una equivocación, y posiblemente pase como en otros mercados cuando el problema empezó en el sector inmobiliario y posteriormente estalló en el financiero, como en España en los 90's. Mantiene cierta exposición en bonos gubernamentales, evitando la pendiente de la curva, pero con algo de duración en las carteras.

Hay ciertos indicadores principales a los que hay que prestar atención en este momento para el crédito, comenta Molina, como son el consumo y el ahorro de los consumidores, que está disminuyendo significativamente, por lo que desde Nordea son cautelosos con el crédito, siendo selectivos en deuda grado de inversión y alto rendimiento, pero también en renta variable. Con perspectiva de diversificación, vale la pena tener duración en las carteras.

"Entendemos que se necesita un enfoque muy positivo para los mercados en este momento", apunta Gonçalo Viana de Sousa, Senior Relationship Manager y director ejecutivo de Julius Baer, quien tiene unas carteras con un 5%-7% en renta variable y 52% en renta fija, con municiones para entrar en el mercado cuando haya un ajuste. Considera que hay buenas oportunidades en la parte corta de la curva, especialmente en bonos AA y AAA, y muy atractivas en comparación con los bonos BBB. Han evitado invertir en China debido a la falta de confianza en el gobierno y la poca claridad de la información financiera que reportan. Considera muy atractivos los bonos de países desarrollados a gran escala y les preocupan los mercados emergentes y de alto rendimiento en los próximos dos años por el aumento de la deuda que ha habido. Hace mención a Portugal por el impacto que podría tener el aumento de los tipos de interés en el servicio y refinanciación de su deuda. Con lo que lanza la pregunta a los gestores sobre qué pasará con la deuda de empresas y gobiernos si los tipos de interés se mantienen altos por más tiempo.

Desde Nordea comentan que con un punto de vista puramente bottom-up, los bonos de mercados emergentes parecen atractivos, con lo que han disminuido un poco la exposición a algunos nombres de tasas de inversión y han aprovechado la oportunidad para reasignar un poco en bonos de mercados emergentes ya que les parecen muy atractivos. ■

 **Santander**
Por ti, los primeros.



Si estás pensando
en startups,
nos entendemos.



Descubre más en
bancosantander.es

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

Conclusiones

Craig Moran, Portfolio Manager Multi Asset de M&G Investments: “en el último año y medio las perspectivas de las carteras multiactivos han mejorado porque hoy se puede construir una cartera con una perspectiva de rentabilidad razonablemente atractiva. Creo que lo más importante es que hoy, una vez más, se obtienen algunas fuentes plausibles de diversificación o protección que ciertamente no estaban disponibles hace un año y medio o menos, por lo que las perspectivas de rendimiento se ven mejor. Tenemos que ser muy selectivos en términos de qué mercados estamos eligiendo dentro de las diferentes clases de activos. Y, lo que es más importante, debemos esperar que persista la volatilidad. La mayoría estamos actualmente en la narrativa del tipo más alto por más tiempo en los mercados y todo el mundo está muy entusiasmado con el efectivo. No creo que sea una situación permanente. Así que en algún momento la narrativa del mercado o el pensamiento cambiará. Tal vez eso venga como resultado de la senda de crecimiento o tal vez sólo vendrá como resultado del cambio de la dinámica de la inflación, y en ese entorno el efectivo será el activo”.

Raúl Molina, Senior Investment Specialist Multi-Asset de Nordea AM: “Estoy bastante alineado con Craig, ya que desde Nordea creemos que es importante tener las carteras diversificadas. Obviamente, ya el momento de ajustar hacia un nicho u otro es dependiendo un poco de lo que veamos en cada momento, pero es importante prestar atención a la calidad, especialmente a la parte de equity, aunque también al resto de las clases, donde las valoraciones sean atractivas y prime la calidad. Estamos ligeramente más positivos en Estados Unidos que en Europa por la situación económica. En líneas generales, hay que intentar mantener portafolios diversificados y a futuro, independientemente del escenario que afrontemos, soft o hard landing”.

Felipe Villaroel, Portfolio Manager at Twenty-Four Asset Management de Vontobel: “La renta fija está a los niveles más atractivos, un hito en los últimos 15 años. Obviamente, el proceso de ajuste de tipo de interés de 0 a 4 o 5 ha sido bastante doloroso, como hemos visto durante los últimos 18 meses. Típicamente estos no ocurren tan rápido. Cuando te ocurre todo en un espacio tan corto, el carry

no se salva y eso creo que es lo que hemos visto en los últimos trimestres, desde el 2022 hacia adelante. Pero creo que ya estamos a ese nivel en el cual los bancos centrales están terminando o les queda un alza más, lo que es una gran noticia para la renta fija. Creo que para la renta fija los retornos futuros ajustados por riesgo son bastante atractivos y el sentido común diría que la caja está bien, pero esto no es una asignación de largo plazo, y cuando acumulas mucha liquidez es por ahí donde tienes un riesgo muy importante y que no es el riesgo de crédito sino el riesgo de reinversión”.

Bernat Raventos, Especialista en Inversión de Sabadell Urquijo Banca Privada: “Teniendo en cuenta la corrección en el verano, no hemos entrado en nivel de sobreventa. El mercado ya está poniendo un precio de soft landing, pero todavía estamos muy lejos de alcanzar los niveles que sean atractivos en cuanto a las valoraciones en múltiplos de las propias empresas. Por tanto, nos mantenemos cautelosos en renta variable, ligeramente infraponderados y en cuanto a la renta fija sí que estamos más positivos y sobreponderados, especialmente gobiernos y grado de

inversión, dejando a un lado el alto rendimiento y positivos en monetarios”.

Miguel Uceda, Director de Inversiones de Welzia Management: “Sigo pensando que estamos en un escenario del final del ciclo, y por tanto debemos tener cuidado con los activos de riesgo. Las valoraciones en algunas acciones no están reflejando esto en absoluto, con lo que pensamos que es mejor tener activos de calidad, con deuda grado de inversión más que alta rentabilidad, incrementando la duración. No está siendo el año de la renta fija”.

Alberto García Fuentes, Head of Asset Allocation de ACCI Capital Investments: “Seguimos positivos en todo el espectro de renta fija. Hace un mes hubiera dicho que la deuda de alto rendimiento era nuestro activo preferido, incluso con diferenciales bajos, y unas compañías que ya se habían refinanciado a tipos negativos o casi cero. La subida de los tipos reales a niveles más estables ha hecho que traslademos esa posición más hacia duración, a través de grado de inversión y en gobiernos. Vemos la economía de EE.UU. robusta y la gran cuestión es si la inflación se seguirá desacelerando lo que provocará que ese higher for longer no sea tan estable y no dañen tanto a la parte de renta variable. En renta variable los portafolios

están denominados en dólares y ligeramente positivos en EE.UU. a pesar de que la valoración no sea tan atractiva. Y en Europa y Emergentes, pequeñas posiciones porque si no anterior se da el dólar se debería devaluar”.

Victoria Torre, Responsable de Oferta Digital de Selfbank by Singular Bank: “Los mercados asumen ahora que la Reserva Federal será capaz de controlar la inflación sin provocar un estancamiento o una recesión. Las valoraciones bursátiles, en especial en EE.UU., anticipan que los beneficios empresariales seguirán siendo robustos, lo cual nos parece un escenario algo optimista. Pensamos que se han acentuado los factores que podrían desembocar en una desaceleración de la economía mundial, motivo por el cual mantenemos la infraponderación en la renta variable, dada su peor rentabilidad-riesgo frente a una renta fija que ha ganado atractivo tras las subidas de los rendimientos. En un escenario de economía más débil, los bonos de más calidad podrían proporcionar diversificación y retornos atractivos. En este contexto, una de las decisiones adoptadas por nuestros expertos en las carteras de asesoramiento recurrente es alargar los vencimientos en la deuda de EE.UU, a costa de reducir el crédito en Europa. Partiendo de valoraciones exigentes (en

especial frente a los bonos y en EE.UU), el potencial alcista de las bolsas parece limitado, y esto podría mantenerse así hasta que el ciclo económico haga finalmente suelo y se aproximen los recortes de la Fed. Con vistas a una posible corrección de las bolsas, nuestros expertos han adoptado un sesgo sectorial más defensivo, aumentando la exposición a los sectores de Salud y Utilities, reduciendo el peso en Industria y Consumo Básico. Asimismo, seguimos reiterando el atractivo de algunas megatendencias por su mayor crecimiento estructural potencial”.

Gonçalo Viana de Sousa, Senior Relationship Manager y Executive Director de Julius Baer: “Nosotros estamos algo más positivos. No hemos cambiado mucho las carteras, tenemos calidad en renta variable y en agosto fue un momento de entrada en riesgo, es decir, renta variable. En renta fija tenemos gobiernos largos y corto plazo de grado de inversión. Alta rentabilidad no tenemos por riesgo y los spreads que no pagan. Siempre buscando la calidad en todo momento. No creemos que estemos al final del secular bull market, sino más en un soft landing, con la economía EE.UU. muy resiliente, Europa un poco diferente y Asia, excepto China, bien. Tenemos sectores como tecnología - IA y health care”.

La historia económica reciente sugiere que no habrá aterrizaje suave en EEUU sino Recesión

Cuando todo el mundo espera un aterrizaje suave (“soft landing”), debemos prepararnos para el impacto de un “hard landing” (aterrizaje duro). Ésa es la lección de la historia económica reciente para EEUU según un estudio realizado por Bloomberg Economics.

Un verano en el que la inflación tuvo una tendencia a la baja, continuó creándose empleo y los consumidores siguieron gastando ha reforzado la confianza -sobre todo en la Reserva Federal- de que la mayor economía del mundo evitará la Recesión (de acuerdo con los criterios de la NBER).

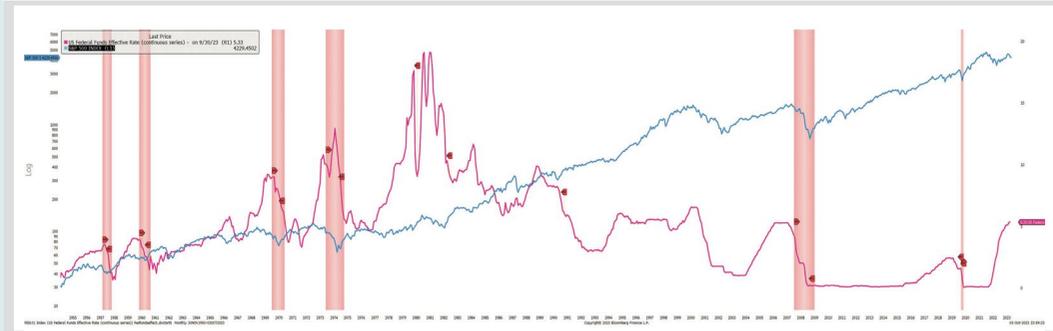
Un acuerdo de último minuto ha evitado, ayer domingo 1 octubre 2023, un cierre del gobierno, pero lanza un riesgo para el 17 de noviembre, es decir en 45 días. Adicionalmente una importante huelga automovilística, la reanudación de los pagos de préstamos estudiantiles y un cierre que aún podría reanudarse después de que expire el acuerdo de gasto provisional podrían fácilmente reducir en un punto porcentual el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre.

Si a eso le sumamos otras fuerzas poderosas que actúan sobre la economía (desde la disminución de los ahorros pandémicos hasta el aumento de las tasas de interés y ahora también de los precios del petróleo), el impacto combinado podría ser suficiente para llevar a Estados Unidos a una recesión ya este año.

He aquí seis razones por las que una recesión sigue siendo el escenario base de Bloomberg Economics. Van desde el funcionamiento del cerebro humano y la mecánica de la política monetaria hasta huelgas, precios más altos del petróleo y una inminente restricción crediticia, sin mencionar el final de la gira de conciertos de Taylor Swift y Beyoncé.

Conclusión preliminar: según Bloomberg Economics la historia y los datos sugieren que el consenso se ha vuelto demasiado complaciente, tal como sucedió antes de cada crisis económica en Estados Unidos en las últimas cuatro décadas, ya que un uso persistente y reiterado del término soft landing ha precedido a las Recesiones,

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS FASES DE EXPANSIÓN Y RECESIÓN (NBER) Y TIPO DE INTERÉS DE LA FED (FED FUNDS TARGET RATE - UPPER BOUND) E ÍNDICE S&P 500 DESDE 1954



Veamos un ejemplo: “El resultado más probable es que la economía avance hacia un aterrizaje suave”. Eso dijo la entonces presidenta de la Reserva Federal de San Francisco, Janet Yellen, en octubre de 2007, apenas dos meses antes de que comenzara la Gran Recesión. Yellen no estaba sola en su optimismo. Con alarmante regularidad, los continuos y persistentes llamamientos a aterrizajes suaves alcanzan su punto máximo antes de que se produzcan aterrizajes bruscos.

¿Por qué a los economistas les resulta tan difícil anticipar las recesiones? Una razón es simplemente la forma en que funcionan los pronósticos. Por lo general, se supone que lo que sucederá a continuación en la economía será una especie de extensión de lo que ya sucedió: un proceso lineal, en la jerga. Pero las recesiones son acontecimientos no lineales. La mente humana no es buena para pensar en ellos.

He aquí un ejemplo que se centra en el desempleo, un indicador clave de la salud de la economía. El último pronóstico de la Reserva Federal es que la tasa de desempleo aumentará del 3,8% en 2023 al 4,1% en 2024. Se trata de una continuación de la tendencia actual, que haría que Estados Unidos bordeara una recesión.

La fuerza de los aumentos de la Reserva Federal (525 puntos básicos desde principios de 2022) no se sentirá hasta finales de este año o principios de 2024. Cuando eso suceda, proporcionará un nuevo impulso para que las acciones y la vivienda bajen. Es prematuro decir que la economía ha capeado esa tormenta. Y es posible que la Reserva Federal ni siquiera haya terminado todavía de subir sus tipos. En sus últimas proyecciones, los banqueros centrales prevén un aumento más de las tasas debido a la subida del precio del crudo generado por los recortes de producción acordados por Putin (Rusia) y MBS (Arabia Saudita).

En el contexto de esa restricción monetaria, no sorprende que algunos indicadores ya estén dando señales de advertencia. Bloomberg Economics examinó más de cerca las medidas que son especialmente importantes para los eminentes académicos que declararán oficialmente si Estados Unidos está en recesión o no.

Esa determinación, por parte de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), normalmente no se toma hasta varios meses después de que realmente comenzó la recesión. Pero el comité de la NBER identifica seis indicadores que pesan mucho en la decisión, incluidas medidas de»



Ramón Bermejo Climent

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

» ingresos, empleo, gasto de los consumidores y producción fabril.

Si nos fijamos en los indicadores que más importan a quienes deciden si hay Recesión (es necesario aclarar que lo deciden con carácter retrospectivo y no prospectivo, es decir lo hacen post-mortem) en Estados Unidos ya se vislumbra una desaceleración para los últimos meses de 2023 de acuerdo con un modelo creado por Bloomberg Economics.

Y todo esto sin tener en cuenta algunas nuevas amenazas que podrían menoscabar la economía:

Huelga automovilística: El sindicato United Auto Workers ha convocado una huelga en las tres grandes empresas automotrices de Estados Unidos, la primera vez que todas ellas han sido atacadas al mismo tiempo que afecta a 25.000 trabajadores. Las largas cadenas de suministro de la industria significan que las paralizaciones pueden tener un impacto enorme. En 1998, una huelga de 54 días de 9.200 trabajadores de GM provocó una caída del empleo de 150.000 personas.

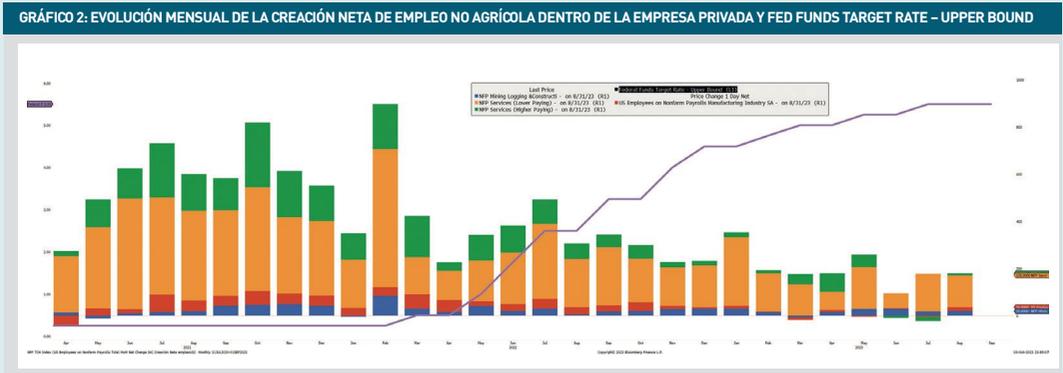
Facturas de estudiantes: Millones de estadounidenses comenzarán a recibir facturas de préstamos estudiantiles nuevamente este mes, después de que expiró el congelamiento pandémico de tres años y medio. La reanudación de los pagos podría recortar otro 0,2-0,3% del crecimiento anualizado en el cuarto trimestre.

Subida del precio del petróleo: Un aumento en los precios del crudo, que afecta a todos los hogares con dinero de bolsillo, es uno de los pocos indicadores verdaderamente confiables de que se avecina una recesión. Los precios del petróleo han subido casi 25 dólares desde sus mínimos del verano, superando los 95 dólares el barril.

Recesión global: El resto del mundo podría arrastrar a Estados Unidos hacia la Recesión. La segunda economía más grande, China, está sumida en una crisis inmobiliaria. En la zona del euro, los préstamos se están contrayendo a un ritmo más rápido que en el punto más bajo de la crisis de deuda soberana, una señal de que el crecimiento, ya estancado, disminuirá.

Cierre del gobierno: La oferta de 45 días de mantener abierto al gobierno sólo ha trasladado el riesgo de octubre a noviembre: un punto en el que podría terminar causando más daño a las cifras del PIB del cuarto trimestre. Bloomberg Economics ha estimado que cada semana de cierre resta alrededor de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento anualizado del PIB, y que la mayor parte, aunque no la totalidad, se recupera una vez que el gobierno reabre.

En el centro del argumento del aterrizaje suave está la fortaleza del gasto de los hogares. Desafortunadamente, la historia sugiere que esa no es una buena guía para saber si una recesión es inminente o no: normalmente el»»





sacyr



Sumamos retos,
creamos valor.



sacyr.com



» consumidor estadounidense sigue comprando hasta el borde del abismo.

Es más, los ahorros adicionales que los estadounidenses acumularon durante la pandemia (gracias a los controles de estímulo y los confinamientos) se están agotando. Hay un debate sobre qué tan rápido se están agotando pero la Reserva Federal de San Francisco calculó que todos habrían ya desaparecido a finales de septiembre 2023.

Los cálculos de Bloomberg muestran que el 80% más pobre de la población ahora tiene menos efectivo disponible que antes de Covid. El verano pasado, los estadounidenses derrocharon dinero en una ola de entretenimiento exitoso. Las películas de Barbie y Oppenheimer, y las giras de conciertos de Beyoncé y Taylor Swift, con entradas agotadas, agregaron la notable cifra de 8.500 millones de dólares al PIB del tercer trimestre. Eso parece un último hurra. Con los ahorros agotados y los conciertos terminados, los poderosos impulsores del consumo han sido reemplazados por un espacio en blanco.

Por otro lado, las tasas de morosidad en las tarjetas de crédito han aumentado, especialmente entre los estadounidenses más jóvenes, y partes del mercado de préstamos para automóviles también están empeorando.

Un indicador que tiene un buen historial de anticipación de desaceleraciones es la encuesta de la Reserva Federal a altos funcionarios de

crédito de los bancos. La última lectura muestra que aproximadamente la mitad de los bancos grandes y medianos están imponiendo criterios más estrictos para los préstamos comerciales e industriales. Aparte del período de la pandemia, se trata del porcentaje más alto desde la crisis financiera de 2008. El impacto se sentirá en el cuarto trimestre de este año, y cuando las empresas no pueden endeudarse tan fácilmente, esto generalmente conduce a una inversión y contratación más débiles.

Por otro lado, la utilización de técnicas de market timing observadas en la certificación CFA para el Level I nos permiten ser optimistas, nótese en los Gráficos 3 y 4 las figuras alcistas de cabeza y hombros bajistas que muestran ambos mercados y que permiten estimar unos objetivos teóricos mínimos del 3,54% y 8,20 %, respectivamente. No obstante, la duración de las figuras (3 meses para formarse) junto con el hecho de que aún no se haya llegado a destruir empleo, es decir los despidos aún no superan a las contrataciones, aunque la tendencia es decreciente tal como muestra el Gráfico 2 desde que la Fed inició este ciclo de endurecimiento de su política monetaria en marzo 2022, nos permiten señalar que se trata de una corrección y no de un cambio de tendencia. No obstante, el acuerdo de MBS con Putin de reducir la producción de crudo está poniendo las reducciones de la inflación de los últimos meses por lo que este podría llegar a ser un factor crucial capaz de desencadenar nuevas subidas de tipos de la Fed y por tanto una Recesión. ■

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN SEMANAL DEL ÍNDICE S&P 500

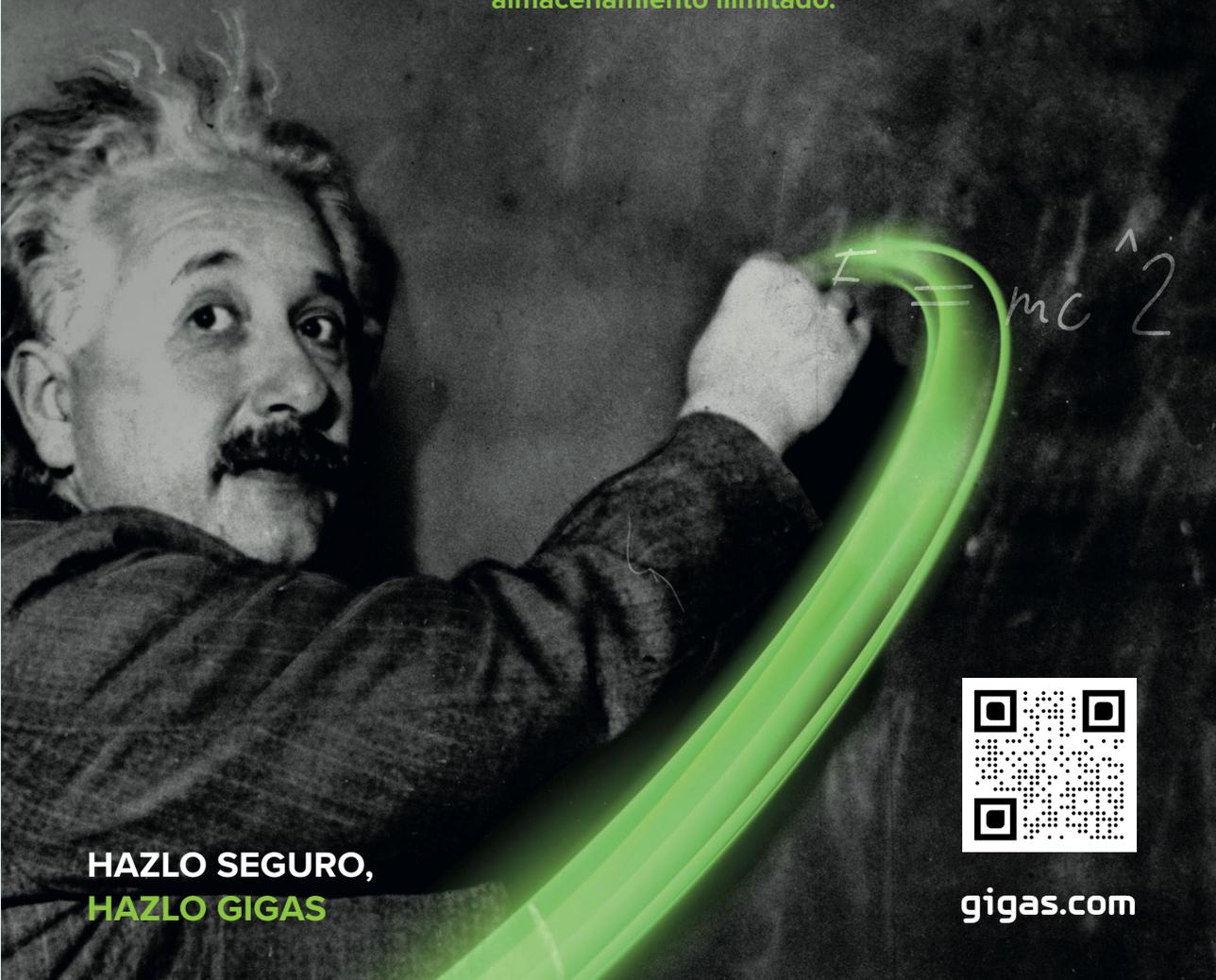


gigas

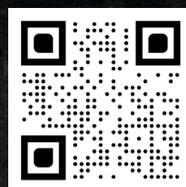


Más espacio y más tiempo

g-Backup 365 asegura que tus archivos de **Microsoft 365** no caigan en un agujero negro, con una **retención de datos de tres años** y **almacenamiento ilimitado**.



HAZLO SEGURO,
HAZLO GIGAS



gigas.com



Asignación de activos: Por qué nos sigue gustando la renta variable japonesa

Japón lleva bastante tiempo siendo una de nuestras regiones de renta variable preferidas. Un elemento central de esa opinión ha sido la mejora del gobierno corporativo iniciada hace ya mucho tiempo y el aumento del énfasis de las empresas japonesas en sus accionistas. En un mundo globalizado en el que vincular las rentabilidades bursátiles a los resultados económicos regionales puede inducir a error, este representa un catalizador idiosincrático que debería beneficiar especialmente a las empresas cotizadas en Japón.

Al inicio de la década de 1990 estallaron las burbujas de la renta variable y el sector inmobiliario japonés. Esa situación generó una mentalidad empresarial cautelosa en las compañías japonesas, que mantenían saldos de efectivo excesivos con la consiguiente reducción de los niveles de rentabilidad de los recursos propios. Desde 2012, con el programa «Abenomics» del por entonces presidente Shinzo Abe, se han emprendido numerosas iniciativas de reforma dirigidas a mejorar la rentabilidad y la eficiencia del capital de las empresas japonesas.

En abril de este año se adoptó la última medida de política monetaria dirigida a aumentar la rentabilidad japonesa. Con ella se creó el «Plan de acción para la comprobación de la reforma del gobierno corporativo». Uno de sus elementos esenciales estriba en el requisito impuesto por la Bolsa de Tokio a las empresas para que revelen sus planes de asunción de riesgos y las medidas adoptadas para conseguir crecimiento sin perder de vista la rentabilidad. En concreto, se identificarán las empresas cuyo ratio P/VC sea inferior a 1x y se les pedirá que «indiquen adecuadamente» su coste y eficiencia del capital.

A finales de julio, la renta variable japonesa había repuntado casi un 16% desde su anuncio, y tomó la delantera frente a la renta variable mundial en divisa local en un 5%. Evidentemente, han surgido preguntas en el sentido de si el potencial alcista ya está descontado en los precios.

Nuestro equipo de renta variable mundial señala que el volumen de efectivo de los balances de algunas firmas japonesas ofrece posibilidades claras de aumentar el ROE en torno



a un 5%. Así las cosas, en este momento no nos parece que el avance japonés se revele desmesurado.

Además del potencial alcista a largo plazo de la renta variable japonesa impulsado por las reformas, también apreciamos vientos favorables a medio plazo procedentes tanto del entorno interno como del exterior. En el entorno interno, la prolongación de las restricciones de la COVID en 2022 determinó un punto de partida de la actividad bajo en relación con el de otras regiones. Hoy, la confianza del consumidor se ha recuperado, los balances de los hogares son saludables y el consumo interno exhiba margen de mejora antes de alcanzar los niveles anteriores al COVID. También resulta notable el margen de mejora del sector turístico de Japón respecto a los niveles de 2019.

Desde una perspectiva externa, es posible prever un periodo inminente caracterizado por un cambio de la habitual relación inversa entre el JPY y los beneficios japoneses. El aumento de los tipos de referencia de los bancos centrales de mercados desarrollados distintos de Japón ha supuesto una reducción de las expectativas de crecimiento mundial y de las expectativas de beneficios cíclicos japoneses asociadas, al tiempo que el JPY se deprecia por el aumento de los diferenciales de tipos. A partir de aquí, dada la previsión de reducción gradual de los diferenciales de tipos desde ambos lados, además de un posible toque de fondo del ciclo mundial, puede esperarse una apreciación del JPY unida a un aumento de los beneficios japoneses. Esa situación ofrece un escenario atractivo para inversores en divisas distintas del JPY, como es nuestro caso. ■



Ben Rodríguez

Gestor de fondos, multiactivos
de Columbia Threadneedle
Investments

¹ Agencia de Servicios Financieros de Japón, Programa de acción para acelerar la reforma del gobierno corporativo: de la forma al fondo, 26 de abril de 2023

Los ABS Europeos frente a la incertidumbre de mercado

Perspectivas de mercado para 2024

Desde el punto de vista de valoración, seguimos viendo valor relativo en los ABS de grado de inversión frente al crédito corporativo de la misma calidad crediticia (actualmente 200pbs frente a una media histórica de 50pb), con un carry mayor y con un activo que tiene una menor sensibilidad a los tipos de interés.

Con las curvas de crédito de ABS empinadas, invertir en tramos no senior aporta oportunidades convincentes para generar rentas. Las rentas suelen generar una rentabilidad mayor en el largo plazo que los movimientos de los diferenciales.

A lo largo del tiempo, cuando la volatilidad disminuye y los tipos de interés se estabilizan, las valoraciones actuales de los ABS Europeos tienen posibilidades de recuperarse y generar rentabilidades mayores que el carry.

Qué decir a un inversor que no piensa en los ABS como una inversión atractiva

Con unos diferenciales de crédito que se mantienen ampliados en el mercado de los ABS, a los que sumamos un carry elevado y una baja sensibilidad a los tipos de interés, consideramos que los ABS son un buen complemento a la cartera de un inversor para generar retorno y diversificar el riesgo.

Considerando los últimos movimientos en los tipos de interés, el componente flotante de los ABS Europeos, vinculados al Euribor y Sonia han proporcionado y proporcionarán un componente positivo y en incremento para el cupón. Además, los diferenciales se están ampliando más que los del crédito

corporativo, lo que hace que las valoraciones para este tipo de activo sean aún más atractivas.

Las estructuras de los ABS pueden soportar escenarios con condiciones sustanciales de estrés.

No tenemos ninguna preocupación inmediata en cuanto a los fundamentales de los ABS, y seguimos con nuestra visión de que los fundamentales para el mercado de ABS Europeos permanece fuerte. Las disrupciones en los pagos van a ser mínimas debido a la protección que ofrecen elementos estructurales como la liquidez de los fondos de reserva, el excedente de diferencial, la subordinación y los desencadenantes de desvío de flujo de efectivo, que han incrementado en las nuevas emisiones de ABS.

Desde el punto de vista de valoraciones, aún vemos valor relativo comparado con el crédito corporativo: carry elevado y baja sensibilidad a los tipos de interés. Con las curvas de crédito empinadas, invertir en tramos no-senior también generan oportunidades para cosechar rentas. Estas ayudan más en la rentabilidad total a largo plazo que los movimientos de los diferenciales de crédito a lo largo del tiempo.

Cuando la volatilidad disminuye y los tipos se estabilizan, las valoraciones actuales en los ABS Europeos tienen posibilidad para rebotar y generar rentabilidades más elevadas que el carry.

Cómo define el equipo gestor la asignación de activos de la cartera

El proceso de inversión para los ABS Europeos se divide en cuatro pasos:

- Análisis top- down del mercado de ABS resultando en una asignación del nivel de riesgo y de los sectores relativa al índice de referencia.
- Selección de los títulos mediante un análisis bottom-up, donde nuestras capacidades de stress-testing y nuestro modelo de análisis de escenarios marcan la diferencia.
- Construcción de la cartera: es donde definimos las transacciones que deben ser implementadas y su tamaño.
- Finalmente, monitoreamos nuestra cartera cada mes con un escrutinio exhaustivo sobre el subyacente, el emisor y los sectores de pertenencia.

La gestión del riesgo está ampliamente integrada a lo largo del proceso de inversión, así como los factores ESG.

Consideramos que los mercados de capitales en general y el mercado de ABS en particular son ineficientes. Los precios tienden a desviarse del precio justo. Explotar las disparidades nos permite generar rentabilidades independientemente de la tendencia y dirección del mercado.

Para capturar las ineficiencias en el mercado de ABS, es esencial tener conocimientos genuinos y comprometidos con el tipo de activo, unido a una actitud de inversión dinámica, pero a la vez conservadora.

Liquidez del fondo

Nuestro fondo UCITS tiene liquidez diaria.

Tenemos de media entre el 3 y el 5% de efectivo en la cartera, especialmente en periodos de alta volatilidad, cuando aprovechamos para invertirlo en nuevas oportunidades. El efectivo suele generarse o bien por las amortizaciones de los bonos ABS o por los flujos de entrada de nuevos inversores en el fondo.

Consideramos que tenemos capacidad para invertir suscripciones anuales en el fondo de entre 1.000 y 3.000 millones de euros. Se puede realizar una aproximación más específica dependiendo de los procesos de inversión, los objetivos de asignación de activos y la liquidez del mercado. Bajo condiciones normales de mercado, no experimentamos problemas de liquidez a la hora de gestionar nuestra estrategia. ■



Elena Delfino

Country head Aegon
Asset Management

El 2023 que todo el mundo esperaba y nunca fue. ¿Qué esperar de 2024?

El año 2023 ha sido caracterizado en numerosas crónicas como “el año más odiado por los gestores”, con los Bancos Centrales subiendo 2 y hasta 3 puntos básicos por reunión desde 2022, todo parecía indicar que una recesión estaba a la vuelta de la esquina, empezando por Estados Unidos y siguiendo por Europa. No obstante, dicha recesión de momento aún no ha llegado y en cambio desde octubre de 2022 los mercados han ofrecido un rally alcista de más del 20-30% hasta sus máximos en todos los índices generales y hasta un 50% en los principales índices tecnológicos.

Es importante tratar de entender las causas que han llevado a dicho rally, así como la ausencia de recesión para valorar cómo pueden afectar de cara al 2024 y poder afrontarlo.

En primer lugar, hay que tener en cuenta que la subida de la inflación fue el principal causante de las subidas tan fuertes de tipos de interés. Cuando hay una elevada inflación, la subida de tipos de interés, eleva los costes de crédito e impulsa el ahorro, bien porque postpone consumo o porque los atractivos tipos de interés incitan al mismo.

Estas subidas de interés esperaban ser las causantes del inicio de la recesión, pero no se estaban teniendo en cuenta 3 aspectos que jugaban a favor de los mercados frente al hecho negativo de la subida de tipos:

- **Consumo y demanda.** Hechos como la eliminación del pago de los préstamos estudiantiles en Estados Unidos (prorroga hasta octubre 2023) han llevado a los consumidores americanos a tener más recursos disponibles para el consumo. Además, los datos

de empleo han mostrado que aún hay fortaleza en el sector. Todo ello unido a una inflación pegajosa que produce un efecto “consumo hoy” para no hacerlo a un coste mayor el día de mañana.

- **Liquidez aún en aumento.** Aunque los tipos de interés hayan continuado al alza por parte de los Bancos Centrales hechos como la crisis vista en marzo de 2023 con los Bancos Regionales y en Europa con Credit Suisse llevaron a inyecciones extraordinarias de liquidez que beneficiaron a la estabilidad del mercado. Por último, pero quizá más importante,

- **La financiación.** La mayoría de las empresas cotizadas grandes obtuvieron elevadas cantidades de financiación en momentos de COVID a bajos o nulos tipos de interés y con vencimientos entre 2023 y 2025 en su mayoría, por lo que aún no ha afectado la subida de tipos. De hecho, este año a pesar de las subidas de tipos de interés, el coste financiero para estas empresas (Las 7 grandes del S&P500 suponen casi el 25% de su cotización), se ha reducido, generando nuevamente un oasis de tranquilidad dentro de una marejada financiera.

Teniendo en cuenta todos estos aspectos, y por otro lado los principales indicadores de mercado (sentimiento, PMI, empleo, evolución de PIB y deuda), consideramos que un descarrilamiento económico es difícilmente evitable. Los indicadores de sentimiento y PMI en Europa ya están en zonas de contracción y los datos de PIB ya han sido negativos en varios de los países de la eurozona. En el caso de Estados Unidos, aunque las lecturas de PIB han sido satisfactoria y sorpresiva-

mente positivas, y los indicadores de empleo aun se mantienen fuertes, estos suelen ser indicadores atrasados, y solamente reflejan malos datos cuando ya se han visto caídas en los mercados. Los indicadores adelantados por otra parte, sí están indicando por primera vez que pueden estar llegando problemas a la economía.

A pesar de todo lo anterior, el evento más importante de 2024, lejos de aspectos como la inflación, las subidas o bajadas de tipos, la recesión China etc... son las elecciones en Estados Unidos. La lucha entre Demócratas y Republicanos está más intensa que nunca, y el votante americano suele medir a un buen o mal presidente por la evolución de su patrimonio, por lo que después del siempre complicado septiembre para los mercados, será difícil ver caídas desde el último trimestre del año hasta las elecciones de 2024. ¿Quiere esto decir que afrontamos un 2024 abiertamente alcista? Pues obviamente no podemos dar certezas de ello, pero si esto se tratase de una apuesta, las probabilidades jugarían a nuestro favor en cuanto a % de mercados alcistas en años preelectorales y electorales.

En conclusión, aunque vivamos un espejismo los últimos meses de 2023 y el comienzo de 2024, no nos olvidemos de todo lo dicho anteriormente. Posiblemente veamos una reducción significativa de la inflación, pero puede no ser positiva, ya que será causada por una contracción del consumo, un consumo que se habrá visto reducido por la falta de poder adquisitivo causado por una reducción de efectivo por parte de los consumidores por un mayor coste de los créditos causado por las subidas de tipos de interés y también en algún momento cuando vaya trasladándose a las empresas, veremos un mayor número de empresas Zombi o reestructuradas que reduzcan su plantilla e ingresos de los trabajadores, impulsando ese círculo vicioso de, menos renta disponible, menos consumo, peores resultados empresariales. ■



**Pedro Matilla
Castaño**

Director Asesoramiento
de Patrimonios
de Didendum EAF S.L.U.



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.

Por qué un enfoque temático diversificado puede mejorar el rendimiento

Al invertir en temáticas los objetivos suelen ser:

- Adaptar las inversiones a las nuevas tendencias y cambios estructurales desde el principio y mientras evolucionan
- Maximizar el potencial de crecimiento a largo plazo optimizando el perfil de riesgo-rentabilidad.
- Maximizar la diversificación entre temáticas, acciones y carteras multitemáticas y exposiciones a renta variable básica.

Maximizar el potencial de crecimiento diversificando la cartera

Lo que usualmente se entiende por maximizar el crecimiento es que, cuanto más concentrada esté una cartera, más diferente será del índice de referencia y mayores serán los errores de seguimiento y las posibilidades de obtener un rendimiento superior. Esto no sucede en las estrategias multitemáticas/megatendencias. Para probar esta premisa, comparamos las correlaciones y los errores de seguimiento con los del MSCI All Country World:

1. La media de todos los fondos de Temáticas diversificadas en la Clasificación Temática WisdomTree, que suelen denominarse multitemáticos o megatendencias. Se gestionan mayormente de forma activa y están muy concentrados (una media de 99 acciones)
2. 10.000 cestas diversificadas simuladas de 5 fondos centrados únicamente en una temática de inversión cada uno. Cada simulación invierte cada trimestre en cinco temáticas seleccionadas al azar. La rentabilidad de cada tema de inversión se calcula como la media de todos los fondos cotizados (ETF) y fondos abiertos que estaban activos en un momento dado, independientemente de su supervivencia o éxito futuro en esa temática.

Las 10.000 carteras aleatorias que invierten en cinco temáticas distintas presentan una correlación menor y un error de seguimiento mayor con respecto al mercado general que los fondos multitemáticos. Además, las carteras de 5 temáticas invertirían entre 300 y 600 acciones de media.

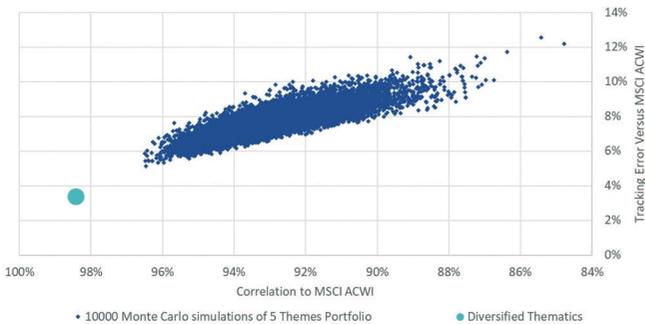
Para las multitemáticas un enfoque más diversificado podría mejorar las opciones de tener un mejor rendimiento y crear una cartera diferenciada frente a una cartera más concentrada. Esto se da porque, cuando se intenta cubrir 10 o 20 temáticas con solo 100 acciones, los gestores suelen invertir en acciones tecnológicas de gran capitalización que hacen sus pinitos en muchos temas. Las estrategias monotemáticas invierten en acciones más pequeñas que tienen potencial para convertirse en la megacapitalización futura.

Tres capas de generación alfa

Un enfoque descendente de la inversión multitemática permite a los inversores controlar el equilibrio entre la diversificación y más exposición a las acciones de alto crecimiento y beneficiarse de un enfoque de 3 niveles.

- **Asignación estratégica temática de activos:** elegir las temáticas con más potencial de crecimiento que sean los más importantes para las megatendencias actuales y futuras y maximizar la diversificación entre temáticas, controlando la precisión de la inversión de capital a las distintas temáticas.
- **Inversión de activos temáticos tácticos:** aprovechar la dinámica temática individual para mejorar la inversión de capital a lo largo del tiempo y mejorar el perfil de riesgo-rentabilidad con el uso sistemático de señales, como el impulso.

■ **Gráfico 1: Un enfoque descendente ofrecería rendimientos menos correlacionados y tendría un mayor error de seguimiento frente al índice MSCI All Country World que un enfoque ascendente**



Fuentes: WisdomTree, Morningstar, Bloomberg. De diciembre de 1999 a junio de 2023. Las rentabilidades se calculan trimestralmente en dólares estadounidenses. Este gráfico representa la volatilidad y el error de seguimiento de 10.000 carteras simuladas. Cada cartera simulada elige al azar cinco temáticas de inversión (en tres grupos: cambios sociales y demográficos, cambios tecnológicos y presiones medioambientales) cada trimestre. El rendimiento mensual de cada cartera simulada se calcula como la media del rendimiento mensual de cada una de las cinco temáticas. La rentabilidad mensual de cada temática de inversión se calcula como la rentabilidad mensual media de todos los fondos activos en ese momento y clasificados en la temática, como se explica en el apéndice. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

■ **Selección de acciones temáticas:** crear una cartera diversificada de las acciones que mejor representan una temática, su historia subyacente y su potencial de crecimiento a largo plazo. Así la cartera invertirá en el futuro ganador de cada temática seleccionada, manteniendo la liquidez y la negociabilidad. Centrarse en acciones de empresas con un enfoque puro hacia esta temática seleccionadas por expertos permite mejorar el potencial de crecimiento de la estrategia global, y que los inversores lancen una red por las diferentes temáticas para maximizar las posibilidades de elegir a los futuros ganadores en cada temática.

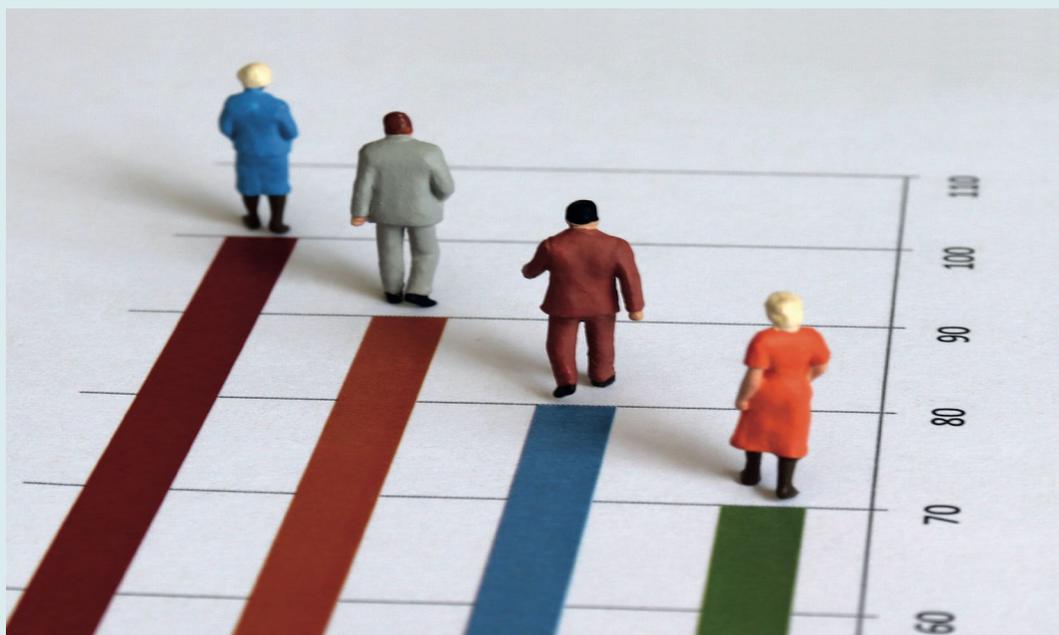
Con la creación multitemática descendente, los inversores podrían:

- Vincular cada valor de la cartera directamente a una temática específica, su historia y los factores subyacentes para su crecimiento.
- Invertir pronto en empresas con gran potencial de crecimiento y posibilidades de convertirse en las ganadoras del mañana.
- Sobreponderar en su propia subcartera temática las acciones con más posibilidades de éxito, sobreponderando su temática en la propia inversión temática.
- Maximizar la diversificación repartiendo el riesgo y el capital entre temáticas y seleccionando acciones diferenciadas en cada temática. ■



Pierre Debru

Responsable de Investigación Cuantitativa y Soluciones de Multiactivos en WisdomTree



La longevidad, una oportunidad de inversión

Las economías de los países desarrollados viven una crisis acuciante de natalidad. Un problema cada vez más presente también en los países en desarrollo, entre los que destaca China: el crecimiento de su población ha tocado techo y tiende a la baja.

Vemos cómo la población mundial está pasando de una estructura piramidal, con una mayor proporción de niños, jóvenes y personas en edad de trabajar, a una de colmena, con menos jóvenes y una mayor concentración en los segmentos de mediana y avanzada edad de la sociedad. De acuerdo con la ONU, "el mundo está siendo testigo de un periodo de envejecimiento sin parangón".

Mayor longevidad: una oportunidad de inversión

Esto brinda oportunidades para invertir en la temática del "cada vez se vive más", como por

ejemplo en compañías que fabrican audífonos o gafas. Pero también en empresas que venden productos de belleza para el "mercado de plata". Así, cabe abordar tres áreas donde estamos encontrando las oportunidades más atractivas actualmente.

■ Atención sanitaria: el impulso de la demanda de productos y servicios

Puesto que se vive más, aumenta la demanda y el gasto en productos y servicios sanitarios, lo que crea oportunidades para las empresas que prestan servicios a estos grupos de clientes, desde fabricantes de productos ortopédicos hasta servicios asistenciales y farmacéuticas. Un ejemplo de compañía que está atendiendo a esta población que envejece y tenemos en cartera es EssilorLuxottica, proveedor de gafas graduadas y uno de los mayores fabricantes y distribuidores de productos para el cuidado de la vista del mundo. El proveedor de productos para laboratorios

Thermo Fisher es otro ejemplo de posición del fondo que debería experimentar un aumento de la demanda por el envejecimiento poblacional.

■ Belleza: oportunidad de la “economía de plata”

La cohorte de más edad forma un mercado valorado en varios billones de dólares que no hará sino aumentar. Suele tener un mayor potencial de gasto debido a sus rentas altas frente a las cohortes más jóvenes y sus mayores necesidades de cuidado personal. La empresa de productos de belleza L’Oréal está explorando esta “oportunidad de plata”. Cuenta con una sólida colección de marcas de perfumería premium y ofrece exposición sobre todo a nuestra temática “se vive mejor”, dado que el auge de las clases medias en los mercados emergentes es un gran motor de crecimiento para la compañía. A medida que envejece la población, L’Oréal debería beneficiarse del deseo cada vez mayor de sus clientes de gozar de una buena salud y aspecto durante más tiempo.

■ Automatización: la necesidad de eficiencia aumenta

El envejecimiento de las poblaciones también está estimulando la necesidad de automatización. Dado que la reducción de la población activa merma la oferta de mano de obra, pueden surgir oportunidades para las empresas del sector de la automatización/robótica, ya que las compañías siguen compensando una población activa en declive estructural con la automatización y tecnologías dirigidas a mejorar la productividad. Explotamos la temática de la automatización mediante nuestra posición en Keyence, una compañía japonesa que posibilita la automatización de fábricas mediante productos como sistemas de medición, sensores y sistemas de visión automática. Pero también destaca por ofrecer soluciones para resolver los problemas de los clientes mediante su equipo de ingenieros.

Una temática que ofrece claras oportunidades de inversión

El mundo está cambiando rápidamente a medida que se modifica la estructura de la población mundial. Cada vez se vive más debido al descenso de las tasas de natalidad y al aumento de la esperanza de vida, una tendencia que cobró protagonismo este pasado verano tras la publicación de datos que mostraban que el declive de los nacimientos en el Reino Unido se está acelerando. Dado que es una tendencia cada vez más prevalente tanto en las economías desarrolladas como emergentes, el impacto económico y las oportunidades de inversión resultantes son enormes. “Cada vez se vive más” es una temática increíblemente amplia y ofrece oportunidades para exponerse a empresas innovadoras en diversos sectores que están aportando soluciones a este cambio demográfico acelerado. ■



Alex Gold

Gestor del Fidelity Funds
Sustainable Demographics
Fund



Alternativas de inversión en el sector salud

Desde hace ya unos meses, parece de obligado cumplimiento hablar de la inflación en cualquier comentario o estudio de mercado. Y es que, si de algo dependen las estimaciones o si algún evento tiene especial repercusión para todo el sector son las diferentes publicaciones sobre la evolución de los datos de la inflación.

Debemos recordar como hace unos años atravesábamos un contexto de tipos negativos, aparentemente tranquilo y con mucha liquidez. Este punto de partida se modificó mediante diferentes acontecimientos, una pandemia donde vimos como el consumo se retenía sustancialmente, aumentando la liquidez, el apetito de gasto y reduciendo la deuda. Cuando se inició la vuelta a la normalidad estalló el conflicto de Ucrania con importantes subidas en el precio de las materias primas, iniciando un efecto contagio al resto de bienes que componen la cesta de la compra. Un fuerte viento de cola para una inflación al alza, bajos ratios de deuda de las familias, amplio apetito de gasto, financiación gratuita para Estados y empresas, todo, palancas para impulsar la subida de los precios.

Para intentar controlar estos niveles, los bancos centrales han hecho uso de una política monetaria agresiva. En unos meses hemos vivido subidas que han llevado a una ampliación del precio del dinero en 500 pb. La fuerza de la inflación es difícil de parar y para ello, los bancos centrales tienen claro que necesitan frenar el crecimiento, en otras palabras, necesitan reducir el consumo, aunque el efecto sea empobrecer a las diferentes unidades básicas como las familias o las empresas.

Dado este contexto de mercado, la inversión en compañías de las ciencias de la salud, referente dentro de los sectores defensivos, nos parece muy interesante. La estabilidad de los flujos de caja de las compañías, la independencia del ciclo, la necesidad por el producto, hacen que sea un sector a tener en cuenta en cualquier cartera. Y si además se puede invertir a través de compañías de reciente creación con alto potencial de revalorización (venture capital), el interés se amplía sustancialmente. El sector del venture capital se ha visto fuertemente penalizado en términos de valoración, pero si se accede a compañías nuevas con bajos tickets de entrada, permitiendo el acceso a estas a precios muy atractivos. Si enfocamos binomio sector Salud y Venture Capital, des-

de un análisis defensivo podemos analizar el ratio de pérdida. Este dato en el venture capital se sitúa en el entorno del 70%, trasladado al sector biosanitario se reduce a más del 30%. Adicionalmente, si queremos analizar el éxito de estas compañías, durante el primer semestre del presente año ha aparecido 41 nuevos unicornios (compañías con valoración \$1 billion) de los cuales 14 son del sector salud, es decir, el 33%. Como conclusión, podemos destacar que tanto desde una perspectiva de control de riesgo, como de búsqueda de rentabilidad, la inversión en este activo se erige como una candidata ideal para el próximo ciclo.

Desde Trea AM hemos querido aprovechar esta oportunidad mediante el fondo de capital riesgo artículo 9, Trea Healthcare Ventures FCR. Este vehículo, asesorado por los mayores referentes del sector, dentro del ámbito de las terapias avanzadas, tiene por objetivo invertir en la fases A y B de compañías focalizadas en terapias de segunda y tercera generación. Estas terapias son las génicas, las celulares y las de tejidos o tisulares, donde el componente tecnológico le da una fuerte ventaja competitiva a través de la bionanotecnología o de la inteligencia artificial, pudiendo desarrollar modelos predictivos que ayudan a reducir sustancialmente el tiempo de las pruebas. Un ejemplo de esto es el tiempo de inversión media en este tipo de compañías, en el venture capital la inversión suele ser de hasta 7 años y en este sector biotecnológico, a partir del tercer año ya vemos salidas muy rentables, permitiendo en el fondo que los partícipes empiecen a recibir flujos de caja positivos. Otra de las ventajas, como comentábamos, es el uso de la tecnología, esta permite generar mayor número de descubrimientos y por lo tanto de patentes, aumentando así sus posibilidades de venta. Anteriormente hablábamos del ratio de pérdida, este dato viene reflejado por esta última explicación, en épocas de mercado alcista, las compañías salen a bolsa con valoraciones muy atractivas y en épocas de ciclo negativo, las grandes farmacéuticas, aprovechan su fortaleza para comprar estas patentes y poder competir contra los medicamentos genéricos.

A modo resumen, Trea Healthcare Ventures FCR es una oportunidad de inversión a tener en cuenta, en primer lugar porque es un vehículo artículo 9 y de impacto, trabajando por mejorar y ampliar la esperanza de vida; por el sector, tradicionalmente con un buen comportamiento en ciclos negativos; por el binomio con la inversión en venture capital ya que es la mejor opción tanto en búsqueda de rentabilidad como en el sentimiento defensivo por su bajo ratio de pérdida y además, por el equipo, pioneros en este tipo de terapias, con acceso primario a las mejores compañías y los nuevos hallazgos en el sector. ■



Borja Álvarez

Director de cuentas de Trea AM



Invertir en mascotas que vivan más y mejor

En un mundo en el que el tiempo vuela, nuestras mascotas están desafiando al reloj. Y es que actualmente, existe una tendencia clara hacia un aumento en la esperanza media de vida de nuestros amigos peludos. De hecho, en las últimas cuatro décadas, gracias a una mejor atención sanitaria y a una mejor alimentación, la esperanza de vida de los perros casi se ha duplicado, mientras que los gatos domésticos ahora viven el doble que los callejeros.

Así pues, si tenemos en cuenta cómo está aumentando la esperanza de vida de nuestras mascotas, podemos identificar, a grandes rasgos, **tres factores clave** que favorecen una vida más larga y saludable de nuestros compañeros de cuatro patas.

Por un lado, nos encontramos ante un cambio de paradigma en la idea que los dueños de mascotas tienen de sí mismos. Es decir, cada vez es más frecuente encontrar a **personas que se consideran los padres de sus mascotas**, ya que son un miembro más de la familia. Además, dentro de este cambio de tendencia, los “padres de mascotas” están cada vez más dispuestos a gastar más en una alimentación más sana y saludable, en cuidados preventivos, en visitas más frecuentes al veterinario y en seguros adaptados a las distintas etapas de la vida de sus animales. En este sentido, el número de mascotas con seguro en Estados Unidos pasó de 4,4 millones en 2021 a 5,36 millones en 2022, lo que representa un crecimiento medio anual del 21,7%.

Por otro lado, cada vez son más los **dueños de mascotas que optan por alimentos de alta calidad y productos más sostenibles**. De hecho, a la hora de comprar la comida de nuestras mascotas, entre los factores más importantes se encuentran las ventajas nutricionales y los beneficios para la salud. Como consecuencia, el mercado y toda la gama de productos que responden a las necesidades nutricionales, sobre todo de las mascotas más mayores, está experimentando un crecimiento sin precedentes.

Asimismo, también estamos asistiendo a una **mayor rapidez y eficacia en los diagnósticos médicos de nuestras mascotas**. Gracias a una mejora en la especialización y la innovación en los servicios veterinarios, los costes de fabricación y los tiempos de desarrollo de medicamentos son cada vez más bajos. Además, también se está produciendo una mayor concienciación sobre los cuidados preventivos y la importancia de las vacunas, tanto para mantener la salud de los animales como para prevenir la transmisión de enfermedades zoonóticas.

¿Cómo influye la esperanza de vida de nuestras mascotas en la inversión?

Aunque en estos momentos estamos atravesando un periodo de incertidumbre y volatilidad en los mercados, desde Allianz Global Investors seguimos creyendo que el sector del bienestar de las mascotas es una temática sólida a largo plazo. A continuación, enumeramos tres catalizadores que deberían beneficiar a las empresas vinculadas a esta tendencia:

■ Porcentaje de hogares con perros o gatos mayores de 7 años (% , periodo 2012-2022)



Fuente: Packaged Facts, Pet Food in the US (agosto de 2022); MRI-Simmons

1. Del tratamiento a la prevención. Vemos una transición del tratamiento de las enfermedades de las mascotas a su prevención. Los diagnósticos realizados con ayuda de la inteligencia artificial y la digitalización en los tratamientos clínicos son algunas de las tendencias emergentes. Hoy en día, puede resultar más fácil identificar ciertos problemas de salud y acudir con más frecuencia al veterinario para realizar revisiones periódicas.

2. La solidez de la economía de las mascotas VS. la inflación.

Muchas compañías vinculadas con la economía de las mascotas tienen la capacidad de sortear relativamente bien un entorno de inflación elevada. Los proveedores de productos y servicios para mascotas pueden tener más margen para repercutir las presiones inflacionistas sobre sus clientes, lo que se traduce en un mayor poder de fijación de precios.

3. Demografía. En paralelo al envejecimiento de la población, se registra un incremento en la adopción de mascotas. El auge de las clases medias en los mercados emergentes hace que aumente el número de mascotas y que mejore el tipo de cuidados que reciben. Por ejemplo, en economías como China, se prevé que el mercado de mascotas pueda llegar a triplicar su tamaño. ■



Christian Zilien

Especialista de producto de renta variable en Allianz GI



A pesar del predominio de las entradas netas en fondos en España, es el peor trimestre desde la pandemia, predomina la cautela y preferencia por el efectivo

Terminamos un pésimo mes y trimestre, con el Nasdaq cayendo un -5,8% en septiembre, elevando su caída del tercer trimestre al -4,1%. Fue el peor mes del índice tecnológico desde diciembre. Pero la buena noticia, es que logró romper la racha de tres semanas consecutivas de pérdidas con una ligera alza semanal.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

Por su parte, el **Dow cayó -3,5% en el mes y un -2,6% en el trimestre**, rompiendo la racha de tres trimestres de ganancias. Mientras que el **S&P 500 bajó -4,9% mensual y -3,6% trimestral**, con cuatro semanas consecutivas de caídas, siendo su racha más larga desde la semana que terminó el 30 de diciembre de 2022.

En Europa el tono es similar, excepto en el FTSE 100 que logra evitar teñirse de rojo y cierra con un alza del 1,8% y 1,02% mensual y trimestral. Entre las caídas más destacadas están las del Dax y el Cac40, superando el -3%, mientras que la del Ibx es del -1,29% en septiembre y del -1,72% en el trimestre.

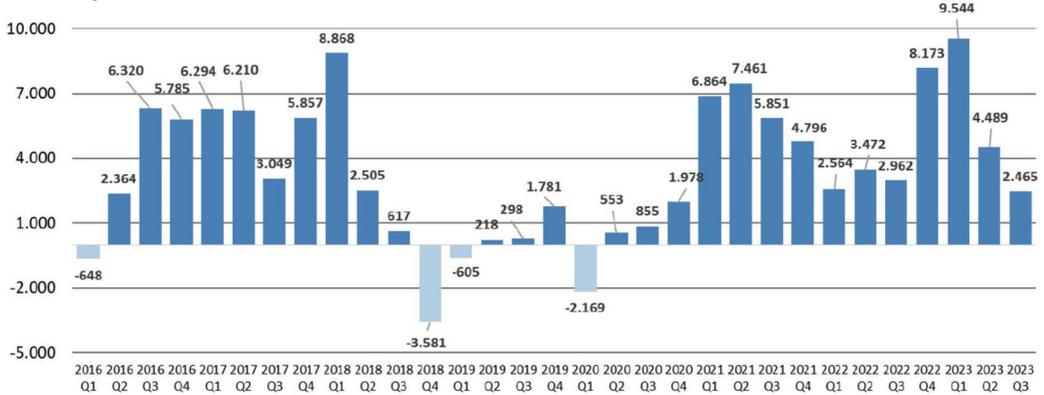
No obstante, en el año siguen predominando las ganancias prácticamente en todos los mercados, excepto en Asia. Con ello, **la rentabilidad de las categorías de inversión en España fue negativa en el mes** (excepto monetarios), **particularmente en Renta Variable Internacional y Renta Variable Mixta:**

Con esta antesala sería lógico esperar que los inversores aprovecharan dicho ajuste para entrar al mercado, ya que muchos no esperaban tener un año con estas rentabilidades. Y

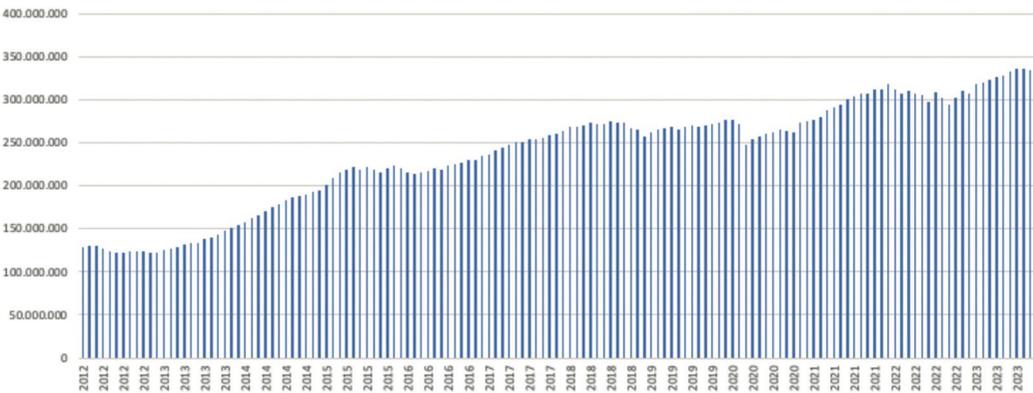
así fue, **los flujos a fondos de inversión siguieron siendo positivos por 35 meses consecutivos**, esta vez con **captaciones netas positivas superiores a los 620 millones de euros** en el mes, con lo que **acumulan en el año entradas netas cercanas a los 16.500 millones de euros.**

Categoría de Inversión	Rentabilidad sept. 2023	Acumulado 2023
Monetarios	0,00%	1,60%
Renta Fija	-0,39%	1,47%
Renta Fija Mixta	-0,91%	1,87%
Renta Variable Mixta	-2,10%	3,02%
Renta Variable Nacional	-1,32%	14,05%
Renta Variable Internacional	-2,20%	10,11%
Garantizados	-0,44%	1,19%
Retorno Absoluto	-0,08%	1,96%
Fondos Índice	-1,06%	16,23%
Rentabilidad Objetivo	-0,03%	1,70%
Globales	-1,18%	0,55%
Total fondos de inversión	-0,88%	3,77%

■ Suscripciones netas fondos de inversión (millones euros)



■ Patrimonio en fondos de inversión en España (miles de euros)



Sin embargo, los inversores se muestran cautos debido a la incertidumbre en torno a la inflación y la política monetaria, sus efectos sobre el crecimiento económico y el riesgo geopolítico que podría intensificarse, con lo que **las entradas netas del 3T23 son 17% inferiores a las registradas en el 3T22 y son infinitamente menores a las del 1T23:**

La **renta fija sigue siendo la favorecida de los inversores**, con unas entradas que son más de dos veces superiores a las registradas por los fondos de rentabilidad objetivo o monetarios. Por su parte, la Renta Variable es este año el patito veo, con salidas tanto en los mixtos como en la renta variable nacional o internacional o globales.

Como podrá leer el lector, en el reportaje de nuestro Asset Allocation, algunos gestores e inversores profesionales están **apostando por incrementar la liquidez de las carteras**, tanto por cautela como por el atractivo interés que pagan las letras del tesoro, no solo el español, y prácticamente sin riesgo.

Como es lógico con estas bajas entradas y con los mercados entregados a toma de beneficios ante un entorno incierto por el lado macro, **el patrimonio de la industria española de fondos de inversión experimenta una corrección cercana a los 2.000 millones de euros, cerca de un -0,6% mensual**, pero un incremento del +0,7% trimestral, **alcanzando los 334.045 millones de euros.** ■



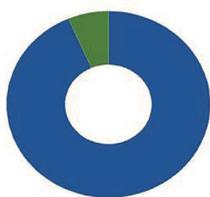
Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero
 (certificado CISI), Director Académico
 en FIM Institute y docente en IDD.

Templeton Shariah Global Equity Fund A(acc)USD

Cómo se ha comportado este fondo



Asignación de activos



Clase de activos	Inversión	Categoría	Índice
Renta variable	93,58	97,92	100,00
Renta fija	0,00	0,23	0,00
Preferente	0,00	0,00	0,00
Convertible	0,00	0,00	0,00
Posiciones líquidas	6,42	2,56	0,00
Otros	0,00	0,90	0,00

Fondo a 31 ago 2023 | Categoría: Islamic Global Equity A fecha 31 ago 2023 | Índice: DJ Islamic World TR USD A fecha 31 ago 2023 | Fuente: Cálculos basados en posiciones de la Carter.

Rentabilidad anual del fondo (30/09/2023)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	30/09
Rentabilidad %	10,74	3,96	-9,70	14,11	0,61	16,07	-3,42	10,90
+/- Categoría	2,16	-1,02	-3,39	-9,67	-0,01	-7,35	9,33	0,24
+/- Índice	2,06	-7,64	-7,41	-19,16	-16,99	-12,69	15,85	-4,05
% Rango en la categoría (sobre 100)	35	61	92	99	36	84	8	46

Principales posiciones (31/08/2023)

Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial	Valor de mercado SGD A fecha 31 ago 2023
Microsoft Corp	9,88	31 dic 2022	9.000.617
SAP SE	3,60	31 jul 2022	3.277.667
Impex Corp	3,33	31 mar 2023	3.030.829
Exxon Mobil Corp	3,22	31 may 2018	2.938.529
Galp Energia SGPS SA	2,95	28 feb 2022	2.691.174
BP PLC	2,67	30 jun 2013	2.437.037
Hitachi Ltd	2,60	30 jun 2020	2.367.806
Samsung Electronics Co Ltd	2,51	31 ago 2017	2.287.863
Micron Technology Inc	2,38	31 dic 2019	2.164.783
Applied Materials Inc	2,35	30 nov 2020	2.144.445

Posiciones a fecha 31 ago 2023 | Los datos de posiciones de la inversión han sido eliminados para mostrar el top 10.

Hoy traemos un fondo con una filosofía totalmente distinta a lo que estamos acostumbrados y, sobretudo, algo en lo que los clientes no están familiarizados.

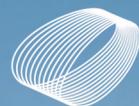
Se trata de un fondo basado en las finanzas islámicas, que se rige por la Sharía.

Recordamos que la Sharía es el conjunto de normas que rigen la vida, pública y privada, de los musulmanes. En definitiva son las normas islámicas de prácticas ejemplares que los musulmanes deben seguir.

A través de estas prácticas el fondo persigue la apreciación del capital, para lo cual invierte principalmente en valores de renta variable compatibles con la ley islámica (Sharía) y otros títulos relacionados con renta variable, entre ellos acciones ordinarias de empresas ubicadas en cualquier país, incluidos los mercados emergentes.

El 75% de la cartera se encuentra concentrada en tecnología, salud y energía y, a pesar de lo que se pueda pensar, es un fondo internacional cuya inversión se encuentra distribuida en compañías que siguen esta filosofía de inversión. Prueba de ello, encontramos a EEUU con un peso del 45%, Europa un 20%, Japón cerca del 20% y Reino Unido y Asia con una presencia más testimonial.

El estilo de inversión se encuentra muy equilibrado entre Value y Growth por lo que supone una buena opción para clientes que busquen algo distinto para su diversificación. ■



arteche

MOVING TOGETHER
ADDING ENERGIES

GUY BARNARD |

codirector de Renta variable inmobiliaria global y gestor de carteras en Janus Henderson

«El sector inmobiliario es un mercado en el que se requiere un enfoque muy activo de la inversión»

Tipos de interés y rendimientos de los bonos más elevados están impactando positivamente en el rendimiento al alza de los inmuebles pero esto no significa que esté todo para invertir.

Al contrario, es momento de ser selectivos en un mercado en el que habrá “ganadores y perdedores” y donde será clave analizar en qué tipo de inmuebles se invierte, la solidez de sus balances y la competencia de los equipos de gestión, dice Guy Barnard, codirector de Renta variable inmobiliaria global y gestor de carteras en Janus Henderson.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Estamos viendo que los datos macro comienzan a resentirse en algunas economías de la Eurozona. Los bancos centrales no dejan dudas de que los tipos se mantendrán elevados durante más tiempo del previsto inicialmente. ¿Cuál es el escenario macro base que prevé?

Como equipo especializado en inversión inmobiliaria, no solemos hacer proyecciones macroeconómicas. Dicho esto, unos tipos de interés y unos rendimientos de los bonos más altos de lo previsto están repercutiendo claramente en el valor de los inmuebles a través de unos rendimientos más altos, y la ralentización del crecimiento económico reducirá el crecimiento de los alquileres en algunos segmentos.

El impacto de esto se sintió rápidamente en el sector inmobiliario cotizado en el que invertimos y donde los precios de las acciones (de media) están un 35% por debajo de sus niveles del primer trimestre de 2022. A partir de aquí, preveemos un mercado con ganadores y perdedores, en el que los inversores deberán ser selectivos y reflexionar detenidamente sobre los tipos de inmuebles en los que invierten, la competencia de los equipos de gestión y, lo que es más importante, la solidez de los balances.

Una encuesta reciente de Bank of America hablaba de que el sector inmobiliario chino es la fuente más probable de un evento sistémico global ¿cuál es su opinión?





La situación del mercado inmobiliario chino es ciertamente precaria, pero creemos que es probable que se resuelva de forma controlada, como hasta la fecha, con una participación mucho mayor de las empresas inmobiliarias controladas por el Estado.

¿Cuál es el mayor desafío al que se enfrenta este mercado?

El impacto de unos tipos de interés más altos es sin duda el mayor reto. Durante muchos años fue relativamente fácil ganar dinero en el sector inmobiliario, comprando activos con rendimientos del 5% y endeudándose al 2 o 3%; hoy no es así. La importancia del crecimiento de los ingresos y la capacidad de proteger a los inversores de la inflación es, por tanto, mucho más importante hoy en día, y en este sentido no todos los sectores inmobiliarios y empresas son iguales.

¿Qué tipo de compañías tenéis en cartera y qué cualidades deben tener para formar parte del fondo?

Nuestra filosofía se centra en la creencia de que los grandes cambios estructurales de la tecnología, los cambios demográficos, la digitalización y lo que denominamos el “estilo de vida de conveniencia” están creando sectores inmobiliarios ganadores y perdedores. Por lo tanto, creemos que el sector inmobiliario es un mercado en el que se requiere un enfoque muy activo de la inversión. Intentamos combinar una visión “top down” de los fundamentales inmobiliarios en diferentes países, ciudades y tipos de inmuebles, con una disciplina de valoración “bottom up” para construir una cartera concentrada y de alta convicción que refleje nuestras mejores ideas.

Las principales áreas de exposición para nosotros en la actualidad incluyen el sector industrial y logístico, que se beneficia del crecimiento del comercio electrónico y la deslocalización. Viviendas asequibles, donde observamos una escasez crónica de oferta en la mayoría de los mercados europeos y, por tanto, un crecimiento fiable de los alquileres. Otras áreas alternativas, como el autoalmacenamiento, las torres de telefonía móvil y los alojamientos para estudiantes, también ofrecen exposición a áreas de crecimiento estructural.

Según Morningstar, tienen entre las principales posiciones a Merlin Properties, ¿Qué ofrece esta compañía a la cartera?

Siempre buscamos oportunidades para comprar propiedades en el mercado público con un descuento respecto a su cotización en los mercados privados. Merlin es hoy un buen ejemplo de ello, ya que las acciones cotizan actualmente a aproximadamente la mitad de su último valor de activo. También nos gusta la fortaleza relativa del balance de la empresa, tras la oportuna venta de la cartera del BBVA el año pasado, y la oportunidad de crecimiento que existe en el negocio a medida que invierten en activos logísticos y centros de datos. ■

BORJA GARCÍA-EGOTXEAGA | CEO de Neinor Homes

«España es un mercado pequeño, sano y muy poco apalancado, con una escasez de oferta de vivienda acuciante en las grandes ciudades lo que lo hace especialmente resistente»

Con los tipos de interés subiendo, la inflación por las nubes y el desajuste estructural entre demanda y oferta, el sector inmobiliario atraviesa un momento más agrio que dulce, sin embargo, desde Neinor Homes se muestran optimistas y confían que en que el próximo ejercicio será clave para la recuperación de un sector “especialmente resistente”.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

A comienzos de año el mercado inmobiliario se encontraba con mucha incertidumbre sobre lo que estaba por venir... Ahora, diez meses después, ¿cómo está siendo el 2023 para Neinor?

2023 está siendo un buen año para Neinor Homes. Desde hace tiempo mantenemos una velocidad de crucero en nuestros resultados y entregas. Estamos reportando cifras muy similares a los años 2021 y 2022. Hemos confirmado nuestro objetivo para el 2023 y confiamos en entregar más de 2.500 viviendas como pronosticamos en este ejercicio.

Además, este año hemos presentado nuestro nuevo plan estratégico, con el que pretendemos impulsar el crecimiento de la compañía para consolidarla como líder en el sector residencial y living español, y en virtud del cual ya hemos firmado dos acuerdos de coinversión distintos.

Por último, el pasado 1 de septiembre acordamos el primer reparto del nuevo plan de remuneración al accionista, de manera que para este 2023, están previstos 126 millones de euros. El próximo año y el siguiente se esperan desembolsos de 200 y 125 millones de euros respectivamente. Es decir 450 millones en aproximadamente dos años y medio, para una compañía que tiene una capitalización bursátil de 700 millones.

Se habla en los mercados de un nuevo ciclo en el inmobiliario, un ciclo de desaceleración, ¿es así

como lo estáis viviendo desde Neinor? ¿Cuál es la situación actual del mercado inmobiliario en España? ¿y en el resto del mundo?

Como consecuencia del periodo de inflación que ha venido después del COVID-19, la política monetaria ha reaccionado subiendo los tipos de interés de manera muy agresiva en el último año en las principales economías (Europa y EEUU). Como consecuencia el costo de las hipotecas ha experimentado un rápido incremento que deja fuera, al menos temporalmente, a una parte de la demanda. Sin embargo, el gap existente entre oferta y demanda es de suficiente magnitud como para no verse afectada la construcción de nuevos edificios, ya que la escasez de la oferta no es capaz de satisfacer incluso una menor demanda.

En general, en España, podemos hablar de un mercado de la vivienda con muy buena salud: contamos con un sector financiero fuerte y solvente; nos encontramos en una etapa de crecimiento económico continuado en España -la OCDE ha vuelto a mejorar recientemente la previsión de crecimiento para España al 2,3% este año-, el mercado laboral se está comportando de manera excepcional, hay un importante aumento de la compra de vivienda por parte de extranjeros, el endeudamiento de las familias es bajo y a todo ello hay que sumar que en España no han existido grandes incrementos de precios de vivienda en los últimos años, de



echo aún estamos en precios de vivienda similares a los que había previo a la crisis de 2008.

En estos momentos parece que nos encontramos ya cerca o al final de la subida de tipos de interés. Los expertos hablan de unos meses en estos niveles antes de comenzar a disminuir durante el año 24. En este nuevo contexto veremos rebajas en el importe de las hipotecas, por lo que en poco tiempo estaremos hablando de recuperación.

Con la experiencia que tenéis en el mercado, ¿creéis que estamos viviendo de nuevo una crisis como la del 2008? ¿Se puede hablar de burbuja inmobiliaria?

Las circunstancias en las que se encontraba España antes de la crisis de 2008 son radicalmente opuestas a las actuales. Se ha aprendido mucho de aquello. El inversor, tanto particular como institucional, se ha vuelto más prudente. Las políticas del BCE han provocado que los clientes tengan una mayor capacidad financiera que hace una década y los grandes promotores trabajamos con niveles de deuda muy ajustados, generalmente por debajo del 25% respecto del valor de nuestros activos. En 2008 nos encontrábamos en una situación en la que se construían 14

viviendas al año por cada 1.000 habitantes. Desde hace más de diez años, sin embargo, no se están construyendo en España ni dos viviendas por cada 1.000 habitantes (aproximadamente la mitad de lo que se consideraría adecuado para nuestro país). La escasez de oferta, el bajo apalancamiento, y el hecho de no haberse producido subidas de precios relevantes hacen de nuestro país uno de los más seguros a nivel internacional para invertir en vivienda.

¿Hacia dónde va el mercado de la vivienda en España? ¿Qué previsiones tenéis del sector para el corto y largo plazo?

Vemos con agrado que el consenso reconoce que el problema es la falta de vivienda en las principales ciudades. Y nosotros hacemos vivienda de todo tipo: asequible, libre, para venta, para alquiler y estamos entrando en el sector living y por lo tanto somos parte de la solución y esto será bueno para nuestra actividad y para nuestra empresa.

Asimismo, es necesario descarbonizar y reducir el consumo energético de la vivienda y ahí empresas del tamaño y cultura de Neinor, son fundamentales para modernizar y liderar las transformaciones y retos a los que se enfrenta el sector residencial. ■



Ciudades inteligentes: el objetivo de los activos reales sostenibles

El sector inmobiliario y las infraestructuras son propulsores vitales en la política climática de cualquier país. En Europa, el sector de la edificación y la construcción representa alrededor del 37 % de las emisiones de CO₂ relacionadas con la energía y los procesos (2021)¹, seguido del transporte, que es responsable de aproximadamente una cuarta parte de las emisiones totales de gases de efecto invernadero de la UE, según la Agencia Europea de Medio Ambiente².

“Los problemas ambientales y sociales desafían cada vez más a las ciudades. La infraestructura sostenible y los bienes inmobiliarios son esenciales para abordarlos.”

A nivel mundial, sin embargo, la situación es más sombría: la infraestructura y los bienes inmobiliarios son responsables de la mitad de las emisiones globales de carbono. Teniendo en cuenta que los activos reales son el núcleo del Objetivo de Desarrollo Sostenible “Ciudades y Comunidades Sostenibles” y que los eventos climáticos extremos como inundaciones, sequías e incendios forestales son cada vez más frecuentes, no queda otra alternativa que invertir en sostenibilidad. Algo

en lo que los activos reales pueden estar bien posicionados.

Las ciudades necesitan ser más inteligentes, usar la energía de manera más eficiente y satisfacer las necesidades cambiantes de la sociedad. Las empresas de activos inmobiliarios están a la vanguardia de la iniciativa Cero Emisiones Netas, invirtiendo en actividades como la instalación de parques solares, la mejora de las líneas de transmisión para la carga de coches eléctricos o la mejora de la eficiencia energética de los edificios. En total, los activos reales sostenibles están impulsando casi tres cuartas partes del gasto total de capital hacia iniciativas globales bajas en carbono. Durante las próximas tres décadas, es probable que las inversiones sumen más de 130 billones de dólares. En el caso de los activos reales sostenibles, que son conocidos por rendimientos regulados o por contrato, esta inversión creciente debería conducir a flujos de caja crecientes para las empresas y dividendos para los inversores.

Protegen contra la inflación y subida de tipos... y ayudarán en el largo plazo a reducir las emisiones CO₂ de las ciudades.

Además, la gran mayoría de los activos reales tienen la capacidad de transmitir el aumento

de precios a sus clientes. Los activos tangibles cotizados obtienen mejores resultados que la renta variable en períodos de inflación por encima de la media. En los últimos 15 años, desde una perspectiva de rentabilidad total, los líderes sostenibles de hoy en día han obtenido rendimientos anuales de -10%, superando tanto a los activos reales más amplios como a las acciones globales; también lo han logrado con menos volatilidad.

En comparación con los bonos, los activos reales sostenibles parecen aún más prometedores: Mientras que los cupones de renta fija pueden ser estáticos, los dividendos de activos reales sostenibles están creciendo, impulsados por flujos de efectivo que se prevé que crezcan en la mitad de un dígito. En un mercado donde los ingresos recurrentes podrían ser apreciados más que en años anteriores, los activos reales sostenibles se erigen como un capital de ingresos para los inversores.

Dado que el 60% de las emisiones globales se producen en las ciudades donde reside la mitad de la población mundial desarrollada, los activos por construir resultan esenciales para la inversión sostenible. Por ello los activos reales sostenibles deben ser el centro de atención cuando se piensa en el desarrollo de las ciudades inteligentes. Sin duda una oportunidad de inversión con mucho potencial para abordar tanto los objetivos de la sociedad como para lograr los objetivos de los inversores. Todo ello impulsado por una clase de activos con flujos de efectivo resistentes, protección contra la inflación e ingresos crecientes. En cuanto a los próximos años, vemos que los activos reales sostenibles están listos para funcionar tanto para las ciudades inteligentes como para los inversores. ■



Jeremy Anagnos

Gestor de cartera de la estrategia Global Sustainable Listed Real Assets de Nordea

¹ EUNEP.org

² www.europa.eu

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



Sostenibilidad y Compliance: vías de crecimiento empresarial basada en la colaboración mutua y que funcionan unidas

Cada vez somos más las empresas conscientes del valor de generar negocios sostenibles, del respeto por el medio ambiente y la sociedad. La perspectiva actual tanto de las grandes compañías como las pequeñas empresas es la de poner el foco en generar crecimiento, crear valor financiero y no financiero y actuar como agente diferencial positivo en su marco de actuación. Y es que la sostenibilidad ha venido para quedarse y así lo asumen también los consumidores y los inversores.

Conscientes de esta nueva realidad, las empresas están incorporando en sus comités de dirección la figura del director o directora de Sostenibilidad, con un rol estratégico de carácter transversal para, en colaboración con todas las áreas y con el respaldo del o la CEO de la compañía, promover todas las acciones a favor del medio ambiente y la diversidad, la igualdad y la inclusión.

Desde esta posición nuestra misión principal es analizar y minimizar el impacto negativo de una empresa, así como de proponer e implementar estrategias para mejorar su desempeño ético, ambiental y social. Para ello, es imprescindible escuchar e identificar las prioridades de las partes interesadas o stakehol-

ders, trabajar en equipo y la colaboración de todas las funciones de la compañía.

Entre las cada vez mayores responsabilidades está la de liderar y traccionar de manera transversal los avances en materia de sostenibilidad, trasladándolos a la ejecutiva diaria. La generación y liderazgo de comités y grupos de trabajo que compartan los objetivos y las metas tanto a largo como a corto plazo es una de las funciones, imprescindibles para avanzar en términos reales en la mejora de los objetivos marcados en las tres líneas ESG, con el medio ambiente, la sociedad y la gobernanza, y alineados con los objetivos de desarrollo sostenible (ODS). También para promover la filosofía de compromiso y respeto por el medio ambiente y sociedad en todas las personas, desde la dirección hasta el último nivel de la organización.

Fomentar la participación y el compromiso de todas las áreas al objetivo común de la sostenibilidad. Crear, definir e implementar en la empresa un catálogo de buenas prácticas ambientales para avanzar en los diferentes ámbitos: desde la eficiencia energética y el autoconsumo a partir de las fuentes renovables, hasta la reducción, reutilización y reciclaje de residuos, pasando por el ecodiseño, la movilidad sostenible, la igualdad,

diversidad e inclusión y fomentar tanto interna como externamente una educación de calidad.

Hay grandes expectativas en la Dirección de Sostenibilidad en el mundo de los negocios en el nuevo contexto económico y social. Un contexto en el que la sostenibilidad ha dejado de tener un papel secundario para convertirse en la palanca principal de cualquier idea de negocio. Por otro lado, la sostenibilidad es un concepto que no puede entenderse de forma individual en las empresas y en Arteché hemos apostado por unir esta materia a la dirección de compliance. Hemos encontrado muchos puntos en común que apoyan esta decisión estratégica.

En primer lugar, la sostenibilidad implica actuar de manera responsable con respecto a los recursos naturales, el medio ambiente y las comunidades en las que opera una empresa. El cumplimiento se refiere a respetar las leyes y regulaciones. Ambos conceptos están alineados con la responsabilidad empresarial y la ética, lo que contribuye a una imagen positiva de la empresa y mejora su reputación. Unido a este punto, la sostenibilidad y el cumplimiento pueden impulsar la eficiencia operativa al reducir el consumo de recursos, optimizar los procesos y minimizar los residuos. Esto puede llevar a ahorros de costos significativos a largo plazo.

Por otro lado, la sostenibilidad implica la recopilación y divulgación de datos sobre el desempeño ambiental, social y de gobierno (ESG). Estos informes son cada vez más importantes para los inversores, clientes y otros stakeholders. Un enfoque de cumplimiento sólido asegura que los informes sean precisos y confiables, lo que fomenta la transparencia y la confianza en la empresa. Además, las empresas que adoptan prácticas sostenibles y cumplen con las regulaciones pertinentes pueden obtener una ventaja competitiva. Esto se debe a que muchas veces consumidores y clientes prefieren hacer negocios con empresas que son social y ambientalmente responsables, y los inversionistas pueden ver estas empresas como inversiones más seguras a largo plazo.

Unir sostenibilidad y compliance en las empresas no solo es importante desde una perspectiva ética y de responsabilidad empresarial, sino que también ayuda a mejorar la transparencia, obtener ventajas competitivas y contribuir a objetivos globales importantes, entre otros.

En Arteché hemos apostado por unir estas dos materias en una misma dirección y, conscientes de que representa una apuesta innovadora, tenemos la seguridad de que esta decisión es la correcta. ■



Cristina Ordoñez

Directora de Sostenibilidad y
Compliance de Arteché

JAVIER GARCÍA DÍAZ |

Responsable de ventas para BlackRock España, Portugal y Andorra

«Creemos que hay un fuerte potencial de crecimiento vía alianzas estratégicas en la industria de fondos»

Se podría decir que García Díaz ha nacido en y para BlackRock, ya que más del 70% de sus 15 años de experiencia profesional la ha desarrollado en esa casa. Comenzó su carrera en 2005 en Merrill Lynch Investment Managers, adquirida un año más tarde por BlackRock con el objetivo de crecimiento del negocio en Europa y en soluciones de renta variable. Tres años más tarde, a sus 26 años, le ofrecen trabajar para F&C Asset Management en Londres como responsable en del mercado ibérico, y en 2012 comienza su MBA en la London Business School a tiempo completo. Al terminarlo, decide volver “a sus raíces” en BlackRock, con distintos roles y cargos de responsabilidad, y es en 2021 cuando asume el gran reto de dirigir el equipo de ventas para Iberia. Él y sus dos hijas, de 5 y 3 años, son madrileños, pero está rodeado de padres y esposa andaluces. Estudió empresariales en CUNEF y sus pasatiempos son la lectura, el pádel, salir a correr y pasar el mayor tiempo con su familia y amigos.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

Equipo y negocio muy destacado

Cuenta con un equipo de **13 personas de ventas, cubriendo 3 mercados y 3 segmentos: a) wealth** (bancas privadas, distribuidores y plataformas) que es un 60% del volumen de negocio; b) **gestoras de fondos;** y c) cliente **institucional** (principalmente fondos de pensiones y aseguradoras).

En tan solo 35 años, **BlackRock** ha logrado un reconcomiendo en el mundo entero por su abanico de soluciones de inversión, aunque sus orígenes fueran en su momento muy enfocados al mercado norteamericano, especialmente de clientes institucionales y soluciones de renta fija. Y también ha logrado ser **la mayora gestora mundial, con 9,4 billones de dólares de activos bajo gestión** y con soluciones en diferentes clases de activos. Dos de sus ocho fundadores aún siguen dirigiendo la compañía, con la inversión sostenible como uno de sus sellos característicos.

Según datos de Inverco, los **activos distribuidos en España ascienden a 41.000 millones de**

euros (a través de más de 500 productos), que equivale al **80% del negocio de la región ibérica**, con una cuota del 16%, colocándoles como la gestora internacional más importante. En cuanto a producto, **dos tercios de esos activos están en soluciones indexadas**, el resto es gestión activa, foto que se repite a nivel global.

Para BlackRock 2023 está siendo muy favorable... a diferencia de sus competidores

Un año en el que la industria en general está sufriendo, especialmente las gestoras internacionales, al igual que el año pasado. *“Estamos viendo como gestoras internacionales, a nivel industria, sufren salidas en España, mientras que las gestoras locales están teniendo flujo neto positivo muy importante”*, apunta. Según datos de Inverco, al cierre de junio las gestoras internacionales han reportado un estimado de 2.000 millones de euros de reembolsos, mientras en el mismo periodo las gestoras locales han registrado entradas netas de 843 millones de euros, en productos de rentabilidad objetivo, buy&hold y de corta duración. *“Ha habido una migración muy interesante en*



los últimos 18 meses de producto externo a producto propio que han ido lanzando las gestoras de estos grupos bancarizados", y añade "nosotros, a pesar del contexto, hemos tenido entradas positivas muy relevantes. Somos la principal gestora en lo que va del año, en lo que a flujos netos se refiere".

El directivo añade algunos datos interesantes, tales como que, en el segundo trimestre, **de las gestoras Top 10 internacionales, solo ha habido 3 con flujos netos positivos**, siendo **BlackRock** una de ellas pero, además, **la que más ha captado, con una cuota del 44% de los flujos**, y si tenemos en cuenta que su cuota de activos es del 16%, el dato es muy significativo. Mucho de esas captaciones han sido en estrategias indexadas y ETFs, también destaca la gestión activa tradicional y mercados privados.

Acuerdos estratégicos importantes

A pesar de que se puede decir que hace un par de años era impensable llegar a acuerdos de

magnitudes destacadas, García Díaz comenta que en 2023 además de lo anterior han logrado cerrar acuerdos estratégicos destacables. Uno de ellos el alcanzado con **Bestinver en la parte de mercados privados**; el otro es el lanzamiento del **fondo Ibercaja BlackRock China**, donde BlackRock asume la gestión de renta variable china e Ibercaja define la estrategia de producto y el control de riesgos; y el **alcanzado con Santander**, que consiste en un **mandato muy importante en Renta Variable americana** para su **negocio de gestión discrecional** y que **en muy poco tiempo ha cogido mucho volumen**.

"Nos hemos salido de la hoja de ruta tradicional de posicionar un producto o una solución para realmente convertirnos en socios estratégicos de nuestros clientes, mucho más allá de vender un fondo", incide. Un hito donde el experto considera que hay fuerte potencial de crecimiento en este tipo de acuerdos ya que la industria de fondos en general está en un buen momento, a pesar de los flujos. »

» El experto considera que hay un **fuerte potencial de crecimiento en este tipo de relaciones a largo plazo**, ya que la industria española de fondos en general está en muy buen momento, a pesar de los flujos, con un crecimiento importante de activos. Durante el COVID (marzo 2020) la industria de fondos de inversión y pensiones tenía activos en torno a unos 555.000 millones de euros, mientras que a junio del 2023 son de 724.000 mil millones de euros, a pesar del COVID, la guerra de Ucrania y resto de tensiones geopolíticas y macroeconómicas.

Otros acuerdos que buscan la democratización de la inversión vía la distribución digital

El **desafío** de la industria es la **enorme cantidad** de dinero que sigue habiendo en cuentas de **depósitos**, pero para ello la educación financiera es importante, como también lo es llegar a acuerdos que faciliten la entrada de inversiones a productos cuasi institucionales con menores importes.

En este sentido destaca el acuerdo al que han llegado con **Bestinvest** para **activos privados** para el cliente *wealth*, pero también acuerdos de **distribución digital** con **Evo Banco y Hey Trade**, para que las personas puedan invertir desde 1 euro en ETFs.

Las principales tendencias internacionales marcan oportunidades y retos

Hay una serie de fuerzas estructurales, que el COVID aceleró, como son:

- Foco en inversión sostenible
- Cambio tecnológico
- Necesidades cambiantes de los clientes
- Más regulación
- Mayor presión en márgenes

Que están impactando a la industria de distintas maneras. Por un lado, los clientes buscan trabajar con menos gestoras, pero con mayor cercanía, construyendo relaciones a muy largo plazo (menos, es más), convirtiéndose en socios estratégicos.

Por otro lado, la mayor presión en márgenes y regulación está impactando los propios modelos de negocio de los clientes, con lo que podría ser:

■ **Modelos centralizados:** en Europa, prácticamente el 40% de la industria de *wealth* está en **asesoramiento en gestión discrecional**, y no está en ejecución ni comercialización. Y ese 40% es principalmente en Reino Unido y el Holanda, donde hace 10 años se prohibieron las retrocesiones. *“En BlackRock estimamos que ese 40% sea del 55% en los próximos 3 años”*. El negocio de gestión discrecional crece a tasas de doble dígito y dos veces más que el no centralizado, incluso en 2022, lo que explica que Santander y CaixaBank tengan su foco en ello.

■ **Distribución digital:** el número de cuentas y volumen negociado de brokerage se ha multiplicado por 5, y crece a tasas del 15%. No se trata solo de los neo bancos o neo brokers, sino que los bancos tradicionales están muy enfocados en ello, desarrollando capacidades de distribución digital. Un universo que en Iberia son unos **30.000 millones de euros distribuidos en canales digitales**, de los que **dos tercios corresponden a bancos tradicionales**. El producto estrella está siendo la indexación o ETFs, que además de aportar transparencia y liquidez, son eficientes en costes y fácil narrativa. *“Para nosotros en Europa un 35% del flujo neto que recibimos en ETFs es de los distribuidores digitales, cuando solo representan un 5% de los activos”*. Según apunta García Díaz, uno de sus objetivos sigue siendo el facilitar el acceso a la inversión a todas las personas.

Estamos viendo mucho interés en productos de renta fija tanto global como emergente, crédito con calificación de inversión, que complementen los productos locales de buy&hold. De nuestros 5 productos superventas, 3 de ellos son renta fija, los otros dos son sectoriales y temáticos (vinculados a transición y financieras). En cuanto a ETFs, en los iBonds que lanzamos recientemente. ■

El cambio crea oportunidades

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

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

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