

# asset managers

La revista para profesionales de  
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

SEPT. 22  
N.41

- Reflexiones sobre el uso del Asset Allocation en la gestión de patrimonios
- Más allá del Ibex, Grupo Insur
- Entrevista a Cyrille Carrière, Lonvia Capital

**ASSET ALLOCATION SUMMIT I**

# Demasiado pronto para ser valientes

# SÚMATE A LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN

## INVERSIONES AL SERVICIO DEL PLANETA Y DE TU FUTURO.

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

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

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

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



# Los bancos centrales ya han movido ficha

**E**l BCE vio, llegó y cumplió. Tal y como esperaba el mercado, la entidad que preside Christine Lagarde subió los tipos de interés un 0,75% (la mayor subida de su historia) con la "amenaza" de no cesar en su tarea de mantener este proceso de subidas hasta que consigan controlar la inflación. La pregunta ahora es cuántas subidas de tipos serán necesarias para conseguir contener los precios. Lagarde dejó claro que, a corto plazo, la inflación podría subir todavía más dejando claro que, al menos, harán falta entre dos y cinco reuniones más antes de terminar con la subida de tipos. De hecho, el mercado estima que los tipos llegarán al en 2023 y en 2024. Todo ello con una economía que sufrirá una desaceleración sustancial.

Una reunión que compitió con las declaraciones de Powell en las que aseguró que actuará "con fuerza" para controlar la inflación. Para la reunión del próximo 20-21 de septiembre, el mercado estima que el organismo también suba un 0,75% los tipos de interés, lo que dejaría los futuros sobre fondos federales entre el 3-3,25%. Un diferencial de tipos que ha hecho que el dólar se fortalezca incluso hasta hacer que el euro pierda la paridad. Una divisa sobre la que pesan no sólo las mala previsiones (de crecimiento e inflación) anunciadas por Lagarde sino el reciente deterioro económico del bloque ante el continuo encarecimiento de la energía. Una política de subida de tipos de interés más pronunciada por parte del BCE podría al menos frenar la depreciación del euro y tener un efecto de enfriamiento sobre la inflación, dicen los expertos, aunque es probable que la divisa comunitaria siga perdiendo peso, junto con las economías europeas. Algo que a Europa no le viene demasiado bien. Veremos qué desencadena esta fase en la que los bancos centrales ya han movido ficha. ■

Que tengan feliz trading



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

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

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



# CONTENIDOS



**Asset Allocation Summit I 2022:  
Demasiado pronto para ser valientes**  
*Reportaje por Consuelo Blanco*

6

**Macroeconomía**  
*Por Ramón Bermejo*

14

**Ranking de Fondos**  
*Por Consuelo Blanco*

44

**Fondo a examen**  
*Ruffer Total Return International O USD Capitalisation*

46

**Entrevista gestor**  
*Tikehau Capital*

48

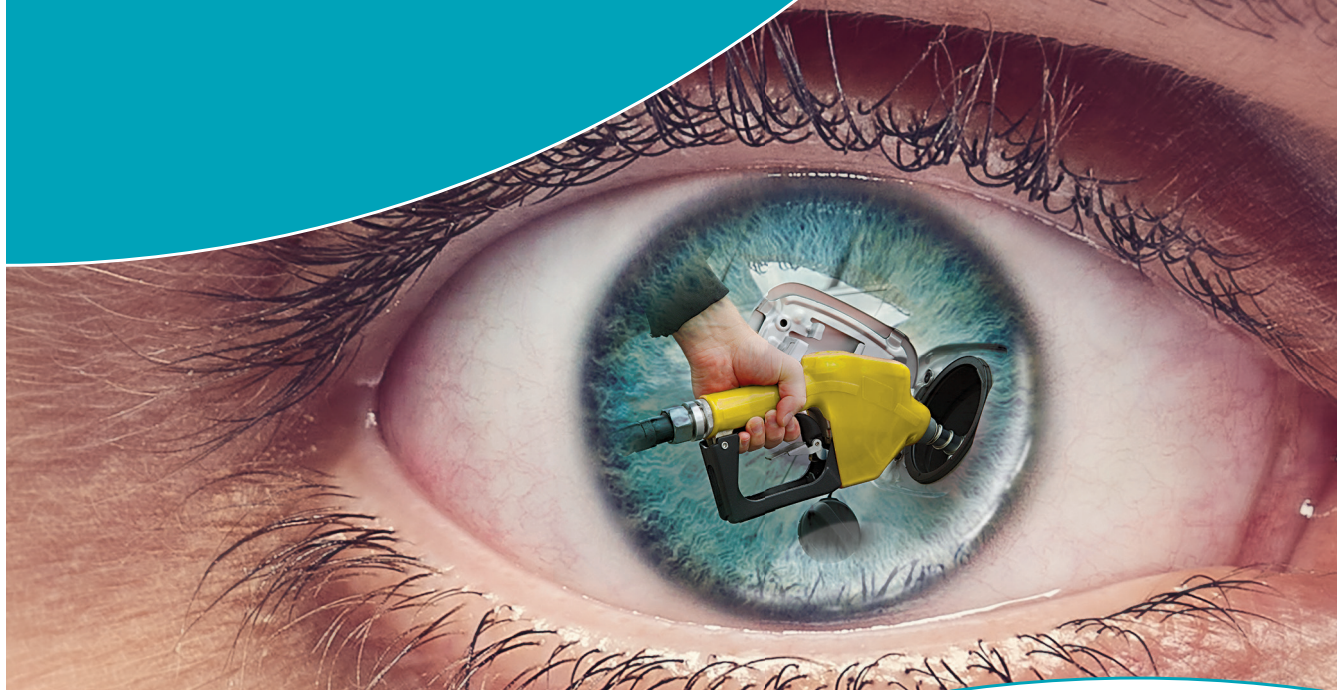
**ASEAFI** 50  
*Reflexiones sobre el uso del Asset Allocation en la gestión de patrimonios*

**Más allá del Ibex** 52  
*Grupo Insur*

**Entrevista final a Cyrille Carrière** 60  
*Lonvia Capital*



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



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

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

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

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

**ROBECO**  
The Investment Engineers



Con los expertos en inversión sostenible  
**ROBECOSAM**

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



## De vuelta a los fundamentales, y a pesar de que estos yields no van a estar así para siempre, es demasiado pronto para ser muy valiente

Como ya es habitual, Estrategias de Inversión ha llevado a cabo el Asset Allocation Summit de cara a la segunda mitad de un complicado año como ha sido hasta ahora el 2022.

Entre los riesgos más destacados que flotan en los mercados son el riesgo de inflación (y que pareciera que podría comenzar a ceder próximamente), el riesgo de recesión (ya sea técnica o no) y el riesgo geopolítico.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

**A**nte un escenario tan complicado y con tantas aristas, el posicionamiento de la gestora Allianz Global Investors, cuya matriz es una aseguradora alemana, desde hace ya algunos meses atrás ha sido de cautela, apunta **Romualdo Tranco (Director de Desarrollo de Negocio de Allianz GI)**. Pero a pesar de esta cautela, el directivo comenta

que hay una clase de activos que hace tiempo que Allianz GI está siguiendo de cerca y que debe formar parte de las carteras globales diversificadas a largo plazo, como la Renta Variable China.

Por otro lado, si los dividendos y la inversión income ya eran importantes en ciclos anteriores, ahora toman un papel primordial bajo un contexto inflacionario como el actual y

según refuerza **Ulla Llama (Vicepresidenta de Ventas de BNY Mellon)** Newton Investment Management (una de sus gestoras que integran a BNY Mellon), cuentan con estrategias especializadas e hizo hincapié en que las empresas de dividendo pueden hacerlo muy bien en este contexto debido a la alta correlación que tiene el pago de dividendos con la alta inflación.

Y en cuanto a la Renta Fija y las varias oportunidades hacia adelante, **Elena Nieto (Ejecutiva de Ventas Senior de Vontobel AM)** comentó que hay que seleccionar adecuadamente a los emisores, con atractivos yields y elevado ratio de Sharpe para los inversores.

Respecto al riesgo inflacionario, explicado originalmente por temas cíclicos y transitorios derivados de choques por el lado de la oferta debido al Covid y posteriormente el conflicto bélico en Ucrania. Sin embargo, para **Stephan Hofrichter (Estratega Jefe de Allianz Global Investors)** siempre ha habido factores estructurales que explican estas tendencias inflacionarias. Unos de estos factores son la inyección de la liquidez por parte de los Bancos Centrales vía la tenencia de bonos soberanos, mayor que en la época de los 70's, inyectando mucha liquidez al sistema. Pero también hemos tenido incrementos estructurales en los salarios, y en la desglobalización (incluso antes de Trump, a lo que se añade el Brexit, y el Covid, entre otros) reduciendo el comercio mundial que era un mecanismo para reducir inflación; y por último la lucha contra el cambio climático que también es un inflacionario. Por ello, el especialista cree que la inflación se mantendrá en niveles superiores que aquellas en épocas pasadas, y que la recesión que haya será más moderada debido al exceso de ahorro que existe tanto a nivel de hogares como corporativo, "sentados en liquidez". Sin embargo, la debilidad en el mercado inmobiliario en EE.UU. y ahora potencialmente en Alemania, es un tema de preocupación. Por el momento, en Allianz GI el posicionamiento es muy conservador, sin aumentar exposición ni en renta

variable ni en renta fija, debido a un escenario recesivo, por lo que de momento mantienen un cierto nivel de liquidez. Siguen apostando por compañías valor, sin estar sobreexpuestos a sectores cíclicos y aquellas compañías innovadoras en tecnología. En bonos siguen apostando por duraciones cortas. En cuanto a regiones, China –debido a valuación, diversificación y política monetaria contraria-. Para el experto, la política monetaria será la dominante en los próximos meses, por lo que reconoce que es tentador comprar ahora deuda soberana, pero hay que ser cautos y añadir algo de duración. Respecto a criptos, considera que son una clase especulativa y sin valor intrínseco y por ello no lo consideran en su Asset Allocation.

En cuanto a expectativas de que la inflación pudiera empezar a mostrar caídas, **Ilga Haubelt (Gestora del BNY Mellon Global Equity Income Fund)** apunta que las compañías consideran que los problemas en las cadenas de suministro estarán solucionados en el cuarto trimestre del año. Pero además de mayor inflación, el tema del cambio climático requerirá de mayor Capex por parte de las compañías y ello podría impulsar el crecimiento. Ante un escenario de "estanflación", la renta variable suele no hacerlo bien. Sin embargo, la experta considera que una cartera enfocada a renta variable norteamericana con un enfoque dividendo o income puede mejorar el binomio riesgo-rentabilidad, según muestra haciendo back-testing de años pasados. Respecto a sectores, Haubelt comenta que los defensivos se han encarecido demasiado, lo que les ha llevado a mirar más de cerca a empresas cíclicas, siempre respetando su proceso de inversión, seleccionando empresas de calidad y cuya rentabilidad por dividendo sea superior al mercado. Aña-»

Si lo dividendos y la inversión income ya eran importantes en ciclos anteriores, ahora toman un papel primordial bajo un contexto inflacionario como el actual

# ASSET ALLOCATION SUMMIT 2022

La asignación de activos en el entorno actual



Vontobel

**Felipe Villarroel**

Portfolio Manager at TwentyFour Asset Management y Vontobel.



**Ilga Haubelt**

Gestora del BNY Mellon Global Equity Income Fund



**Stefan Hofrichter**

Head of Economics & Strategy de Allianz GI

»de, que las compañías están en una mejor situación que en otras recesiones en términos fundamentales, y con ello los dividendos también están más seguros. Algunas empresas han mantenido los niveles de pay-out e incluso algunas los están aumentando. En cuanto a los sectores con mayor potencial a reducir el pago de dividendos, la experta incide en que el análisis está más en compañía por compañía, pero si hay un sector que incluso durante la pandemia mantuvo el pago de dividendos fue el sector salud.

## Ángel Olea, socio y director de inversiones de Abante Asesores

comenta que en renta variable han ido neutralizando su posición, tras estar ligeramente sobreponderados a principios de año, enfocados a empresas de calidad, que, a pesar de un inicio de año flojo, ahora comienzan a despertar. Han seguido invertidos en infraestructuras desde el año pasado, y poco riesgo en renta fija, aunque han ido metiendo duración en EE.UU. y crédito a nivel global poco a poco, reconociendo que a estos niveles ya son adecuados para construir posiciones a largo plazo. Más constructivos en renta fija y neutralidad en renta variable.

Algunas de las señales que está esperando el mercado para que veamos un tipo de sue-

lo en los activos de riesgo es que los Bancos Centrales efectivamente estén logrando esta tarea de frenar la inflación o que efectivamente el mercado laboral deje de estar tan ajustado y que finalmente la inflación comience a caer. Según **Felipe Villarroel (Socio y Gestor de Twenty Four AM)** para ver este descenso en la inflación falta un poco, ya que la política monetaria opera con un rezago típicamente de un par de trimestres, con lo que puede ser que a principios del cuarto trimestre se pueda empezar a ver más tangiblemente los efectos de la política monetaria restrictiva. Añade que es probable que haya algún tipo de recesión técnica pero descarta que haya una recesión muy profunda, lo cual es muy importante por la parte del crédito. Las valoraciones de las partes más de riesgo del mercado actualmente están ofreciendo oportunidades únicas como los CoCos o LT1 que ofrecen rentabilidades del 10% en euros, donde ha habido una corrección bastante severa sin un empeoramiento significativo de los fundamentales (por ejemplo el bono del BBVA con un bono con un cupón del 6% en euros con call 2026 que ofrece un yield cercano al 10% en euros). El sector bancario tienen un nivel de capital y calidad crediticia incomparable a años atrás. "El coste alter-»



Renta fija sin ideas fijas

# Es el momento de ponerse en forma

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



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

Asset Management

» nativo de estar fuera del mercado con estos yields tan altos es muy alto, casi del 1% mensual por estar fuera”, incide Villarroel. Aunque en HY posiblemente EE.UU. parece más seguro ahora, Europa está más barata. La segunda preferencia del especialista son los CLOs, que aguantan mucho estrés como en la crisis del Covid o Lehman Bros, con tasas de default muy bajas y rentabilidades muy altas, apoyadas por valoraciones muy atractivas.

**David Azcona (Director de Inversiones de Beka Finance Private Banking)** incide en que al invertir hay que tener una visión de largo plazo y buscando la preservación de capital, “encontrándonos en un momento históri-

Algunas de las señales que está esperando el mercado para que veamos un tipo de suelo en los activos de riesgo es que los Bancos Centrales efectivamente estén logrando esta tarea de frenar la inflación

co en varias clases de activo”. Desde el 2008 el 60% de la RF Global ofrece TIRRES del 4% cuando antes era el 40%. En alternativos habían estado invertidos en alternativos líquidos, pero recientemente han decidido aumentar la beta de las carteras vía una rotación más hacia alternativos ilíquidos

como agricultura, infraestructuras y security lending. “El primer Asset Allocation hay que hacerlo de la mano del cliente y posiblemente con uno más agresivo con la visión más de largo plazo”.

Por otro lado, viendo los spreads entre la deuda española y la italiana, **Guillermo Santos (Socio de iCapital)** considera que posiblemente no hay justificación para que la prima de riesgo de Italia sea casi el doble de la española dado el actual entorno. Sin embargo, Villarroel y Hofrichter comentan que en términos de calidad crediticia, los fundamentales españoles son mejores que los italianos. Además, hay que considerar que Italia, al igual que Alemania, son altamente dependientes del gas Ruso, lo que

diferencia a España, que es un riesgo inminente al crecimiento de la economía italiana. Para Santos, la bolsa japonesa con el jen abierto es una de sus apuestas. En bonos construyendo posiciones en corporativos aunque en HY son muy cautos. Continúan construyendo posiciones en ilíquidos, inmobiliario e infraestructuras y también en renovables si o si.

Ante un escenario en el que la relación entre Rusia y Alemana se redujera, cortando totalmente el suministro de gas a la locomotora alemana y teniendo que expandir su deficit fiscal, **Miguel Uceda (Director de Inversiones de Welzia Management)** cuestiona si los inversores deberían de sobreponderar los bunds o los treasuries, a lo que Hofrichter comenta que es difícil hoy en día predecir que pasaría pero seguramente sería más adecuado sobreponderar los treasuries. Uceda comenta que actualmente apuestan por posiciones cortas y liquidez (casi 30%), no obstante están invertidos en CoCos y LT1. Han comenzado a comprar bonos de gobiernos en directo, que hacía casi dos años no lo hacían, y por supuesto Treasuries. Neutrales y defensivos en renta variable, y nada en criptomonedas.

En cuanto al crédito europeo, **Miguel Macho (Director de Inversiones de Indosuez Wealth Management)** mirando los productos de spreads, con yields cercanos al 10% serán más volátiles que los bonos de corta duración, pero si realmente se piensa en posiciones a medio plazo, una combinación de HY, CoCos y CLOs es una estrategia muy atractiva, pero considerando que vale la pena incluir algo de protección. La falta de visibilidad les lleva a mantener un posicionamiento prudente, con bonos de corta duración por el aplanamiento de las curvas, tomando posiciones en flotantes y emisiones de deuda americana. Considera que el recorrido del dólar es ya limitado. En renta variable, enfoque a dividendo y calidad, poco en growth y en emergentes apuestan por China. »

5/7

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

# Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

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

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

XXXIII  
Premios  
Fondos  
2022

Expansión | allfunds



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

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

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

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

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



» **Federico Servetto (Responsable de Asset Allocation de Banco Sabadell)**, comenta que la asignación de activos es prudente y cauteloso de cara a otoño-invierno donde la duda sobre el gas ruso se mantendrá, impulsando a la volatilidad y por ello, aún no es momento de ser valientes. En renta fija de gobiernos han incrementado posiciones, pero en crédito siguen con dudas ya que el ciclo alcista de tipos no lo ven terminado y además nos aproximamos a una recesión y por tanto un escenario negativo para spreads. En renta variable, sectores consolidados y dividendos, con posición neutral a baja, aunque apuesta fuerte a la sostenibilidad vía el hidrógeno. Alternativos como activos reales hay que seguir estando como inmobiliario e infraestructuras. En divisas, el sesgo es que el dólar podría seguir como moneda fuerte.

**Alejandra Valverde (CIO de Alantra Wealth Management)** comenta que hay bastante consenso y el entorno macro obliga a ser cautos, aunque comenta que los riesgos están recogidos en precio. Los resultados empresariales han sido buenos y una vez

terminado el periodo de resultados surgirán oportunidades para pescar. Su posicionamiento es cauto en general.

**Alfonso Vargas-Zúñiga (Responsable de Banca Privada Madrid de Abanca)** en un año de absoluta transición, el dinero comienza a valer. Por ello, aunque llevan 3 años muy conservadores, han empezado a tomar posiciones más largas en renta fija, incluyendo alternativos, tecnología, private equity y dividendos. Es el principio de un modelo económico "normalizado", y será necesario buscar esa cartera que dará rentabilidad a los clientes.

Para **Borja Rubio (Gestor Senior de patrimonios en EBN Banco)** su posicionamiento es casi el de la media - prudencia -, algo infraponderados en renta variable a pesar del de-rating de activos, con apuestas en value por valoración. Han cogido algo de protección vía sectores como consumo defensivo y salud, aunque las valoraciones son más exigentes. Han estado aumentando duración hacia el 4,5. Les gusta algún segmento del HY como emergentes. ■

# Transformemos juntos nuestras *ciudades*

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



Entra en nuestro metaverso y descúbrelo.

# Rusia corta el 100% del caudal del gasoducto Nord Stream 1 agrediendo nuevamente a Alemania y la Unión Europea

**E**n el momento de escribir estas líneas, 15 septiembre 2022, hemos conocido un nuevo capítulo de agresión de Vladimir Putin contra Alemania a través de su arma de guerra que es el gas natural al conocerse la noticia el pasado viernes 2 de septiembre a las 18:20 de la tarde hora española que la empresa gasista rusa Gazprom comunicaba que el gasoducto Nord Stream 1 no puede reabrir al 20% de su capacidad, tal como estaba previsto que lo hiciera el sábado 3 de septiembre, después de un atípico mantenimiento técnico de tres días (31 agosto - 2 septiembre) que ningún año había realizado por dichas fechas, ya que se ha descubierto un nuevo problema técnico consistente en una fuga de aceite en una turbina de gas, todo de acuerdo con la versión de Gazprom en lo que probablemente sea una nueva y burda patraña urdida por el aparato de propaganda del Kremlin.

Esto constituye un nuevo golpe para Europa, que está luchando por llenar su almacenamiento de gas antes del invierno y ha estado tratando de adivinar los próximos pasos de Moscú en la guerra energética durante semanas y marca una escalada dramática en la crisis energética de Europa, y se produce justo cuando los precios estaban bajando. Si el corte de gas persiste, pone en riesgo a los hogares, las fábricas y las economías, debilitando a Europa mientras respalda a Ucrania en su defensa de la invasión rusa.

Como consecuencia de esta noticia que ya era previsible, Alemania anunciaba el domingo 4 de septiembre un plan de ayuda por un valor de 65.000 millones de euros para ayudar a millones de hogares que luchan contra el alza de precios en medio de la crisis energética más dura de Europa en décadas. Este plan incluye contribucio-

nes del gobierno federal, estados y municipios. El componente federal del último plan es de unos 40.000 millones de euros, dijo anteriormente una persona familiarizada con el asunto.

El gobierno dijo que ha presentado un proyecto de presupuesto al Parlamento que mantiene el gasto del próximo año dentro de los límites constitucionales sobre los préstamos públicos establecidos por el llamado freno de deuda de Alemania. Dijo que el "margen de maniobra financiero limitado" del presupuesto requerirá "esfuerzos sustanciales de los tres socios de la coalición" y las agencias gubernamentales.

Las medidas clave incluyen el compromiso de limitar, e incluso redistribuir, las enormes ganancias obtenidas por las compañías de energía a raíz de la crisis actual; mayores pagos a jubilados, estudiantes, padres y desempleados; y acciones para frenar el ritmo astronómico al que están subiendo los precios de la electricidad. Las medidas son "un gran paso sustancial para brindar alivio a los ciudadanos", dijo Scholz en la conferencia de prensa que celebró en la cancillería en Berlín para presentar el acuerdo. La crisis es "responsabilidad de Putin", dijo en referencia al presidente ruso y la invasión de Ucrania.

Otro elemento del paquete anunciado ayer domingo es la promesa de continuar ofreciendo un boleto subsidiado para viajes en todo el país en transporte público ahora que el popular boleto de verano de 9 euros ha expirado. La nueva versión probablemente costará entre 49 y 69 euros, dijo el gobierno.

Alemania se ha enfrentado a una crisis energética en espiral desde la decisión de Rusia de cortar el suministro de gas a través del ga-

soducto Nord Stream 1 a raíz de su ataque a Ucrania y las fuertes sanciones que la comunidad internacional impuso posteriormente a Rusia. El gobierno alemán ha reaccionado activando la segunda etapa de un plan de emergencia de gas de tres niveles, y está considerando relajar varias de sus políticas energéticas y ambientales centrales para mitigar las consecuencias, incluida la extensión de la operación de las centrales nucleares y de carbón que había planeado cerrar.

Alemania también prometió apoyar un esfuerzo de la Unión Europea para controlar las ganancias de las compañías de energía que actualmente se está discutiendo. Tal medida crearía un "margen financiero" que podría usarse para suavizar el golpe del aumento de los precios en los consumidores europeos, dijo el gobierno.

La promesa alemana se produce antes de una reunión de emergencia de los ministros de energía del bloque el próximo viernes. Otras medidas que se discutirán en la reunión incluyen un precio máximo a la energía generada a partir de energías renovables, carbón y nuclear.

El último paquete presentado por el gobierno alemán es el tercero desde que Olaf Scholz asumió el cargo a finales de 2021 para ayudar a los consumidores y las empresas a hacer frente a la rápida inflación. El alivio total ahora es superior a 95.000 millones de euros y conducirá a "gastos adicionales significativos en el presupuesto federal", dijo el gobierno ayer domingo.

Estas son algunas de las medidas clave del nuevo paquete:

- Apoyo a un límite de beneficios en toda la UE para las empresas de energía.
- Freno en los precios de la electricidad utilizada para consumo básico.
- Subvenciones para amortiguar los precios de la red eléctrica.
- Retraso hasta 2024 al planeado previamente del aumento de los precios de las emisiones de carbono.
- Pago único de 300 euros para jubilados.
- Pago único de 200 euros para estudiantes universitarios.
- Aumento de los pagos de subsidios al alquiler.
- Aumento de las prestaciones sociales en 500 euros.
- Aumento de las prestaciones por hijos en 18 euros por niño.
- Cambio a los tramos del impuesto sobre la renta.
- Expansión de varios programas para apoyar a empresas con problemas de liquidez.
- Continuar ofreciendo boletos de transporte público subsidiados. »



## 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*

» Junto a Alemania la Unión Europea ha anunciado una reunión de emergencia para el próximo viernes 9 de septiembre donde anunciará un paquete de medidas: los ministros europeos discutirán medidas especiales para frenar el aumento de los costos de la energía, desde los límites al precio del gas natural hasta la suspensión de la negociación del mercado de derivados de energía, mientras se apresura a responder a una crisis energética cada vez más profunda.

La República Checa, que ocupa la presidencia rotativa de la Unión Europea, incluirá esas herramientas en una lista de opciones de intervención de emergencia que se discutirán en una reunión de ministros de energía el viernes 9 de septiembre, según un borrador del documento visto por Bloomberg News.

Europa está luchando para evitar una catástrofe energética que amenaza con convertirse en una crisis económica, social e incluso financiera. Las autoridades nórdicas se trasladaron este fin de semana a reforzar la liquidez de los servicios públicos luchando con los requisitos de garantía, diciendo que existía el riesgo de un momento "Lehman".

Los líderes europeos han estado trabajando durante meses para tratar de compensar el impacto de la presión de Rusia sobre el gas, una medida que describen como la militarización de la energía. Pero la decisión del viernes 2 de septiembre por la tarde de Gazprom de mantener cerrado el crucial gasoducto Nord Stream 1 trajo una nueva sensación de urgencia.

Como ya hemos señalado anteriormente Alemania, el país más afectado por el corte de Nord Stream, presentó un paquete de US \$ 65.000 millones para proteger a los consumidores, con un gravamen sobre las ganancias inesperadas de las compañías energéticas. Miles de checos protestando en las calles este fin de semana sirvió como recordatorio de los riesgos sociales y políticos de esta crisis provocada por Putin.

Las opciones que la presidencia checa está lista para sugerir complementarían las medidas

planteadas por la Comisión Europea en una nota vista por Bloomberg la semana pasada. Incluirían una reducción de la demanda de energía y límites de precios para las energías renovables, la energía nuclear y el carbón. La presidencia está lista para proponer soluciones similares en el sector eléctrico y presentar las siguientes herramientas adicionales:

Para limitar el impacto de los precios del gas en los precios de la energía:

- limitar temporalmente el precio del gas utilizado para la generación de electricidad
- poner un precio máximo al gas importado de Rusia
- suspensiones temporales de los mercados europeos de derivados de energía.

La intervención planificada debe diseñarse de manera que se evite un aumento en el consumo de gas o se pongan en peligro los esfuerzos para reducir la demanda de gas. Debería ser simple de implementar y coordinar en todo el bloque comunitario y ser consistente con los objetivos climáticos del bloque, dijo la presidencia en el documento del borrador.

## Conclusión

Putin, tal como cabía esperar, continúa utilizando la energía como arma de guerra, sabiendo el daño económico (cierre de empresas con especial impacto en los sectores de siderurgia, farmacia y química de Alemania) y humano (destrucción de miles de puestos de trabajo) por lo que continúa existiendo el riesgo de que la economía alemana (primera economía de la Eurozona) pueda entrar en recesión si las medidas que se puedan acordar el próximo viernes 9 de septiembre no fueran de la entidad suficiente como para detener la escalada de precio del gas y la energía eléctrica.

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



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

## Threadneedle (Lux) Credit Opportunities

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

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

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

#### Riesgos a tener en cuenta:

##### Riesgos relacionados

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

##### Riesgos de inversión

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

##### Perfil del inversor

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

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



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

**Para fines de marketing. Información importante:** Exclusivamente para uso de clientes profesionales (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). El valor de las inversiones y cualquier ingreso no está garantizado y puede tanto aumentar como disminuir; dicho valor puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor podría no recuperar el importe invertido. Su capital está sujeto a riesgos. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no debe considerarse como una oferta o una invitación para realizar una oferta de compra o venta de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Threadneedle (Lux) está autorizada en España por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y está registrada con el número 177. Threadneedle (Lux) es una sociedad de inversión de capital variable (Société d'investissement à capital variable, o «SICAV») constituida conforme a la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo. La SICAV emite, reembolsa y canjea acciones de diferentes clases. La sociedad gestora de la SICAV es Threadneedle Management Luxembourg S.A., que recibe asesoramiento de Threadneedle Asset Management Ltd. y/o de una selección de subasesores. Solo podrán efectuarse suscripciones en un fondo sobre la base del folleto en vigor y el documento de datos fundamentales para el inversor (KIID), así como de los últimos informes anuales y semestrales, y de los términos y condiciones aplicables. En el apartado «Factores de Riesgo» del folleto pueden consultarse todos los riesgos aplicables a la inversión de cualquier fondo y, en concreto, de este fondo. Otros documentos distintos de los documentos de datos fundamentales para el inversor (KIID) están disponibles en inglés, francés, alemán, portugués, italiano, español y holandés (no existe folleto en holandés). Los KIID están disponibles en idiomas locales. El resumen de los derechos de los inversores se encuentran disponibles en nuestro sitio web en inglés. Los documentos pueden obtenerse gratuitamente previa petición por escrito a la sociedad gestora remitida a 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), así como a través de International Financial Data Services (Luxembourg) S.A., con domicilio en 47, avenue John F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo), y en [www.columbiathreadneedle.com](http://www.columbiathreadneedle.com). Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A. inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo (Gran Ducado de Luxemburgo). Threadneedle Management Luxembourg S.A. podrá decidir rescindir los acuerdos realizados para la comercialización del Fondo. Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle. [columbiathreadneedle.es](http://columbiathreadneedle.es). 01.22 | J32084\_ES | 4335399



# Respuesta a la crisis energética: repotenciar Europa

**E**l conflicto entre Rusia y Ucrania expuso a Europa a una revolución energética sin precedentes, lo que agravó la coyuntura de precios energéticos ya de por sí elevados y dio lugar a una crisis de abastecimiento. La UE recibe alrededor del 40% de su gas de Rusia, por lo que en marzo presentó un plan energético denominado «REPowerEU» para hacer frente a esta crisis. El plan tiene por objetivo reducir la dependencia europea del gas ruso en dos tercios para finales de 2022 y lograr no depender de este en absoluto antes de 2030.<sup>1</sup>

El plan en cuestión busca garantizar la seguridad energética al tiempo que efectúa progresos en el ámbito de la descarbonización, principalmente a través de una aceleración considerable de la adopción de las energías renovables y de la aplicación de medidas centradas en la eficiencia energética. Por tanto, este plan concuerda con el Pacto Verde europeo y tiene como meta alcanzar ambos objetivos a la par que implementa medidas de cara a que el proceso de

concesión de permisos para las energías renovables resulte más rápido, lo cual creemos que constituye un catalizador clave para lograr la expansión de la energía limpia.

En consecuencia, el plan REPowerEU podría adelantar la inversión en capacidad adicional de energías renovables e incrementar el énfasis en la eficiencia energética, con unos objetivos y medidas a corto, medio y largo plazo:

De cara a reducir la dependencia del gas ruso en dos tercios, la UE está buscando diversificar las importaciones de gas, especialmente mediante un incremento de las importaciones de gas natural licuado (GNL) procedentes de Estados Unidos.

A finales de marzo, la UE y EE. UU. anunciaron la creación de un grupo de trabajo en virtud del cual EE. UU. tratará de garantizar el suministro de, al menos, 15.000 millones de metros cúbicos de GNL adicionales al mercado de la UE en 2022,<sup>2</sup> si bien no especificaron cómo lo harán. En vista de que EE. UU. ya ha alcanzado su capacidad máxi-

ma de producción de GNL y de que incrementarla llevará unos años, el anuncio tal vez represente más bien un acuerdo estratégico entre EE. UU. y la UE para garantizar la relación en cuanto al gas natural y el incremento a largo plazo de las exportaciones a Europa, en lugar de tratarse de un plan concreto.

Por tanto, a efectos de garantizar la seguridad del abastecimiento a corto plazo, cabe esperar que se utilicen fuentes de energía más tradicionales, como el carbón y los combustibles fósiles. En la práctica, todas las fuentes de energía se utilizarán de forma conjunta, por lo que creemos que observaremos un repunte en los volúmenes de carbón, petróleo y gas importados de fuentes distintas a las rusas, así como un impulso a la expansión de la energía solar, eólica y nuclear. En consecuencia, las fuentes de energía tradicionales y alternativas coexistirán.

Los Estados miembros de la UE también podrían recurrir a medidas reglamentarias temporales de carácter cortoplacista para contrarrestar el encarecimiento de la energía, como los pagos imprevistos. Sin embargo, el acontecimiento más significativo en este ámbito hasta la fecha ha sido el anuncio de que España y Portugal podrán desligar temporalmente los precios de la electricidad de los del gas.<sup>3</sup> Ambos países cuentan ya con una capacidad muy elevada de generación de electricidad renovable y están desvinculados prácticamente por completo del resto del mercado energético de la UE debido a sus escasas interconexiones, a lo que se suma el hecho de que tan solo importan de Rusia en torno al 10% del gas que necesitan (frente a alrededor de un 55% en el caso de Alemania, por ejemplo).<sup>4</sup>

Por ende, la Comisión Europea ha autorizado la concesión temporal de un trato especial a la península ibérica. A medio y largo plazo, el plan REPowerEU cuenta con tres mecanismos para acabar por completo con la dependencia europea del gas ruso de aquí a 2030: la aceleración del uso de las energías renovables, la aceleración del uso de las bombas de calor y el desarrollo del hidrógeno verde. ■



## Natalia Luna

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

<sup>1</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2022%3A108%3AFIN>

<sup>2</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/25/fact-sheet-united-states-and-european-commission-announce-task-force-to-reduce-europes-dependence-on-russian-fossil-fuels/>

<sup>3</sup> <https://www.energymonitor.ai/policy/market-design/opinion-eu-leaders-need-to-be-ready-to-rethink-electricity-market-design>

<sup>4</sup> <https://www.energymonitor.ai/policy/market-design/opinion-eu-leaders-need-to-be-ready-to-rethink-electricity-market-design>



## Los mejores rendimientos se conciben en los mercados a la baja y se obtienen en épocas más boyantes

La mejor línea de defensa en el difícil entorno macroeconómico actual es invertir en un negocio con unos fundamentales subyacentes atractivos que tenga un flujo de beneficios sostenible y predecible. Luego, hay que atribuirle una valoración que sea realista y conservadora. Aunque la volatilidad a corto plazo puede dar lugar a un rendimiento desigual, creemos que, a largo plazo, las empresas de alta calidad pueden obtener mejores resultados en diversas condiciones, incluidos los períodos de alta inflación.

Por este motivo, los inversores no deben temer a los mercados difíciles: por muy incómodo que se sienta en el momento, y por muy pésimas que parezcan las perspectivas, siempre se estará mejor con una resolución optimista y una hoja de ruta de inversión clara.

Este año y de forma colectiva, los mercados han virado hacia el pesimismo. La inflación está en el nivel más alto de los últimos 40 años, y el crecimiento económico parece ralentizarse. Además, el Banco Mundial afirma que la economía global puede sufrir una estanflación al estilo de los años 70.

Pero los inversores deben recordar que la historia ha demostrado que la subida de los precios

del petróleo acaba generando una bajada. Es una solución autocorrectiva en sí misma. Y, siendo realistas, el problema de la inflación subyacente sigue derivando de la normalización de la Covid-19, que se producirá a trompicones y a lo largo del tiempo, hasta que China se reincorpore finalmente a la economía mundial. Además, incluso la mayoría de las guerras, a pesar del trágico y devastador coste humano, no tienen mucho impacto en los mercados de valores.

### **Necesitamos que nuestras participaciones se comporten bien en una variedad de escenarios macroeconómicos plausibles**

En mi opinión, el mercado probablemente no ha descontado toda la posible presión a la baja. El viento en contra ahora en la segunda mitad del año es aceptar la realidad de las presiones económicas y de un crecimiento económico progresivamente más lento. Esto impulsará el cambio en las cifras de 2023, así como el cambio de opinión sobre qué empresas irán mejor o peor, lo que tendrá enormes implicaciones en varios sectores.

Creo que estamos en el pico de inflación o en torno a él. He sido un gran creyente de que la inflación que hemos estado experimentando sigue anclada en gran medida en el proceso de normalización post-Covid. Esto incluye una

reducción masiva del gasto fiscal. Había mucho que digerir, y ahora con la renormalización de las cadenas de suministro mundiales y los patrones de compra de bienes y servicios a nivel mundial, creo que estamos cerca del punto de inflexión.

Ahora que la estabilidad económica es más importante que nunca, las empresas de alta calidad de sectores como el de **productos básicos de consumo, el sanitario, el tecnológico y el industrial** deberían seguir siendo especialmente resistentes. Preferimos las empresas que venden productos de misión crítica con alta generación de valor para los clientes, como **Adobe**, con sus productos de marketing digital y su sólido modelo de suscripción, que mantiene a los clientes sujetos a pagos automáticos. Preferimos las empresas con poder de marca y que demuestran mejoras constantes en sus productos y servicios para mantener su propuesta de valor. Eso incluye al conglomerado franco-italiano de gafas y la mayor empresa del mundo en el sector de las gafas, el **Grupo Essilor Luxottica**.

Evitamos los cíclicos, un sesgo que también ha reducido históricamente nuestra volatilidad. Una cuestión que hay que tener en cuenta en la actualidad es que un mayor apalancamiento financiero agrava el impacto de las subidas de costes sobre los beneficios. Por tanto, nos mantenemos alejados de las empresas sobreendeudadas por una cuestión de prudencia.

Buscamos invertir en empresas que tengan una potente rentabilidad económica: altos rendimientos de los fondos propios, altos rendimientos del capital invertido, alta conversión del flujo de caja libre, etc. Igualmente importante es la previsibilidad de estos rendimientos. ■

---

*Este comentario no es una oferta de venta ni una solicitud de compra de ningún valor. No constituye una recomendación de compra o venta de ningún valor. Las rentabilidades pasadas no son necesariamente indicativas de las futuras, y no se garantizan los rendimientos futuros. No se puede asegurar que el asesor vaya a realizar inversiones con las mismas o similares características que la inversión presentada.*

*Los puntos de vista y opiniones aquí expuestos pueden cambiar en cualquier momento y sin previo aviso. Dicha información no pretende predecir los resultados reales y no se ofrecen garantías al respecto. Cierta información contenida en el presente documento se basa en declaraciones, información y opiniones prospectivas, incluidas las descripciones de los cambios previstos en el mercado y las expectativas de la actividad futura de los países, los mercados y/o las inversiones. Creemos que dichas declaraciones, información y opiniones se basan en estimaciones y suposiciones razonables. Los acontecimientos o resultados reales pueden diferir materialmente y, por lo tanto, no debe depositarse una confianza indebida en dicha información prospectiva. Vontobel se reserva el derecho a realizar cambios y correcciones en la información y las opiniones expresadas en este documento en cualquier momento, sin previo aviso.*



**Matthew Benkendorf**

CIO de Vontobel Quality Growth



¿Dónde llegará primero el pico de la inflación?

## Señales a las que deben prestar atención los inversores en renta variable

**E**l aumento de la inflación ha dominado la narrativa para los inversores de renta variable en 2022 pero tarde o temprano los precios acabarán alcanzando su punto máximo. Es probable que el aumento de los inventarios provoque una deflación de los precios de los bienes, lo que afectará a la rentabilidad de las empresas y a las valoraciones de las acciones.

Después de que los consumidores hayan tenido dificultades para encontrar bienes que comprar durante los dos últimos años, la marea está cambiando. El mundo está a punto de inundarse de existencias de las que las empresas tendrán dificultades para deshacerse. Muchas se verán

obligadas a bajar los precios. A medida que se desarrolla el proceso, las fuerzas deflacionarias podrían aliviar la presión sobre los múltiplos de las acciones, al tiempo que pondrían a algunas empresas que venden bienes en riesgo de sufrir una dramática disminución de los márgenes. Es el momento de considerar las implicaciones de la inversión en las áreas que pueden ver el pico de la inflación primero.

El negocio del automóvil en EE.UU. es un buen ejemplo de lo que podría ocurrir. Durante años, la compra de un coche era una negociación que solía dar lugar a que el consumidor obtuviera un descuento sobre el precio de venta sugerido por el fabricante. Antes de la pandemia, ese descuento se situaba en torno al 5%. Pero la es-



## Miguel Luzarraga

Director general para Iberia  
en AllianceBernstein

casez de chips informáticos, los cierres de COVID y la guerra de Ucrania se han combinado para crear amplios cuellos de botella en la cadena de suministro que limitaron la producción de automóviles a nivel mundial.

Los concesionarios se han reído hasta el final. Con la ventaja en las negociaciones, los concesionarios han disfrutado de precios de venta medios que superan el 102% del precio de venta al público en el último año. Sí, has leído bien: los concesionarios están obteniendo más de lo que piden debido al inventario limitado y a los “ajustes de mercado”. En otras palabras, el mismo coche cuesta al consumidor un 7% más de lo habitual. Esta tendencia ha contribuido a la inflación, mientras que los concesionarios han disfrutado de unos magníficos márgenes de beneficio por los coches que podían conseguir.

Pero, ¿qué ocurrirá cuando nos encontremos al otro lado de esta crisis de la oferta? Lo más probable es que los precios de venta vuelvan a descender a un descuento sobre el precio de venta al público y que los márgenes de los concesionarios se reduzcan. El negocio de los coches nuevos es un excelente ejemplo de cómo los bienes están a punto de volverse defla-»

» cionarios y de la posible reducción de los beneficios de ciertos actores.

## El aumento de los inventarios señala la caída de los precios

Las presiones a la baja de los precios están empezando a aparecer en la industria del automóvil, aunque los inventarios siguen siendo bajos. Más allá de la industria del automóvil, las medidas generales de los niveles de inventario apuntan a otra dinámica que puede desencadenar la deflación en otras industrias. En 2021, los problemas de la cadena de suministro provocaron una importante reducción de los inventarios al por mayor y al por menor. Pero en la actualidad, los niveles de inventario se han recuperado hasta superar ampliamente los niveles anteriores a la pandemia, en áreas que van desde los equipos de jardinería hasta los electrodomésticos. Y esta realidad está chocando de frente con los cambios en las pautas de gasto de los consumidores.

Durante gran parte de los dos últimos años, los consumidores se centraron en la compra de bienes porque estaban atrapados en casa. Pero hoy, el consumidor se ve arrastrado en dos direcciones: las necesidades como la comida, la gasolina, el alquiler y los servicios públicos están sufriendo una inflación significativa, mientras que el precio de las experiencias, como las vacaciones, también está aumentando. Por tanto, el gasto se centra cada vez más en estos dos extremos, mientras que la demanda de las "cosas" del medio (es decir, los bienes) está cayendo bruscamente justo cuando los inventarios se están disparando.

Estas tendencias en los inventarios y la demanda sugieren que la inflación de los bienes debería ralentizarse sustancialmente durante el próximo año. Aunque es difícil hacer una valoración definitiva de la inflación global -especialmente porque el componente de los servicios es mayor que el de los bienes-, no cabe duda de que la inflación está disminuyendo. Y si eso ocurre, la Reserva Federal podría suavizar sus agresivas subidas de tipos de interés. Esto, a su vez, ayudaría a aliviar la presión que hemos vis-

to en los múltiplos de precio/beneficio de las acciones durante la mayor parte de este año, en nuestra opinión.

Estas son las buenas noticias para las acciones. Pero, por otro lado, podríamos ver que los perfiles de los márgenes de beneficios de las empresas divergen significativamente.

Consideremos el negocio minorista estadounidense como ejemplo de algunas de las corrientes cruzadas. Muchos minoristas vendieron la mayor parte de su mercancía a precio completo durante los dos últimos años. Esto impulsó los márgenes por encima de los niveles históricos e impulsó los niveles de ventas. Si nos dirigimos hacia una desaceleración de las ventas, con descuentos que conduzcan a márgenes más bajos, las revisiones negativas de los beneficios podrían generalizarse.

Aunque este escenario parece funesto, siempre se pueden encontrar ganadores. Por ejemplo, los minoristas de precio reducido podrían beneficiarse de este entorno, ya que consiguen sus mejores ofertas -y sus mayores márgenes- cuando los minoristas tradicionales tienen que deshacerse del exceso de mercancía. La leyenda del comercio minorista estadounidense Mickey Drexler resumió bien el entorno actual cuando dijo recientemente: "Nunca he visto -aunque quizá no lo recuerde- tantos descuentos con tanta mercancía con altos porcentajes de rebaja".

En este entorno, los inversores en renta variable estadounidense deben ser cada vez más selectivos y exigentes. Creemos que las empresas que se benefician de las tendencias de crecimiento secular y cuentan con equipos de gestión de calidad, un fuerte poder de fijación de precios y márgenes estables o crecientes deberían ser recompensadas a medida que el negocio vuelva a las normas anteriores a la crisis. Mientras tanto, los inversores deben ser cautelosos con las empresas que experimentaron un viento de cola insostenible de la COVID; estos efectos podrían revertirse de forma dolorosa e inesperada. ■





ALLIANCEBERNSTEIN

# Atractiva rentabilidad ajustada al riesgo

AB Short Duration High Yield Fund

## ¿Por qué ahora?

En este entorno de mercado con altos niveles de volatilidad e incertidumbre, invertir en bonos *high yield* de corta duración ofrece una atractiva rentabilidad ajustada al riesgo.

## ¿Cómo?

- Construyendo una cartera de renta fija global con una duración baja para reducir la sensibilidad a los tipos de interés
- Centrándose en emisores *High Yield* con rating crediticio alto
- El objetivo del fondo es capturar el 75% de la subida del High Yield global y solo el 50% de las caídas.

[alliancebernstein.com/go/es/sdhy](https://alliancebernstein.com/go/es/sdhy)



**Información exclusiva para profesionales de la inversión. El valor de las inversiones puede aumentar o disminuir y es posible que el inversor no recupere la totalidad del capital originalmente invertido. El capital está en riesgo.**

Estas informaciones han sido proporcionadas por AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. Société à responsabilité limitée, R.C.S. Luxembourg B 34 305, 2-4, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburgo. Autorizada en Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). El logo [A/B] es una marca registrada de AllianceBernstein y AllianceBernstein® es una marca registrada empleada con la autorización de su propietario, AllianceBernstein L.P. ©2022 AllianceBernstein IC20220110



# Financiar el comercio internacional

Las necesidades de financiación de las empresas se están incrementando debido a los problemas recientes en la cadena de suministro y a la contracción de la financiación bancaria. La magnitud de la interrupción que ha vivido el comercio internacional en los últimos dos años (por el impacto de la COVID-19 y las tensiones geopolíticas) implica que hay una demanda significativa por mecanismos de financiación que reduzcan la brecha entre la entrega de los productos y el pago. Según las estimaciones más recientes del Banco Asiático de Desarrollo, la brecha de financiación de operaciones comerciales a nivel mundial se amplió hasta alcanzar los 1,7 billones de dólares en 2020.

Las pequeñas y medianas empresas son las que necesitan más ayuda, ya que algunos bancos, que son los proveedores tradicionales de la financiación, han reducido sus límites tras la pandemia. Los inversores institucionales que busquen activos diversificados pueden encontrarlos al invertir en la financiación de operacio-

nes comerciales. A cambio, obtendrán acceso a la prima de complejidad que les ofrece esta clase de activos.

## ¿Cómo funciona?

La financiación de operaciones comerciales (en inglés conocida como "Trade Finance") es similar a una línea de crédito otorgada por un tercero que financia y que ayuda a las empresas a financiar la compra y venta de productos. Por ejemplo, permite que los proveedores reciban fondos de inmediato, aunque sus compradores no les paguen hasta pasado un tiempo.

En un contexto marcado por las fuertes tensiones geopolíticas, la volatilidad de la rentabilidad de los bonos y la subida de la inflación, la financiación de operaciones comerciales puede ofrecer flexibilidad y posibles rentabilidades que ayuden a los inversores a adaptarse a la incertidumbre mundial.

Su perfil de vencimiento a corto plazo (normalmente, las transacciones tienen un ciclo

de vida de entre 60 y 120 días) y la potencial baja correlación con otras clases de activos pueden ayudar a los inversores a gestionar un entorno caracterizado por la subida de tipos. Las inversiones destinadas a este tipo de financiación pueden ayudar a los inversores a gestionar los riesgos de corrección a la baja, ya que suelen exhibir una baja volatilidad, como se ha observado en las recientes turbulencias de los mercados.

Además, los cambios estructurales están allanando el camino para que los inversores institucionales puedan entrar en el mercado. Los bancos están buscando socios para satisfacer las necesidades de sus clientes, ya que están teniendo problemas para dar respuesta a la creciente demanda, debido a los requisitos mínimos de capital. Paralelamente, las empresas dedicadas a la tecnología financiera han desarrollado innovaciones que reducen los costes unitarios y hacen que los volúmenes de financiación de menor tamaño sean económicos.

### ¿Cuáles son los riesgos?

Los principales riesgos en la financiación de operaciones comerciales residen en el riesgo de fraude e impago. Los análisis crediticios y la diversificación mitigan los riesgos de impago. El riesgo de fraude puede gestionarse analizando la relación entre compradores y proveedores y otras partes implicadas. La minuciosa selección de socios y un control idóneo, junto con la diversificación, deberían contribuir a reducir los riesgos.

A medida que los inversores buscan más allá de las principales clases de activos para diversificar los flujos de retornos en un contexto de bajas rentabilidades, la financiación de operaciones comerciales puede ofrecer una opción de diversificación atractiva. Puede servir como alternativa a los activos de crédito tradicionales, como los bonos de titulización de activos (como las cédulas hipotecarias) y los bonos de vencimientos cortos con alta calificación, debido a una rentabilidad potencialmente mayor y a la prima de complejidad.

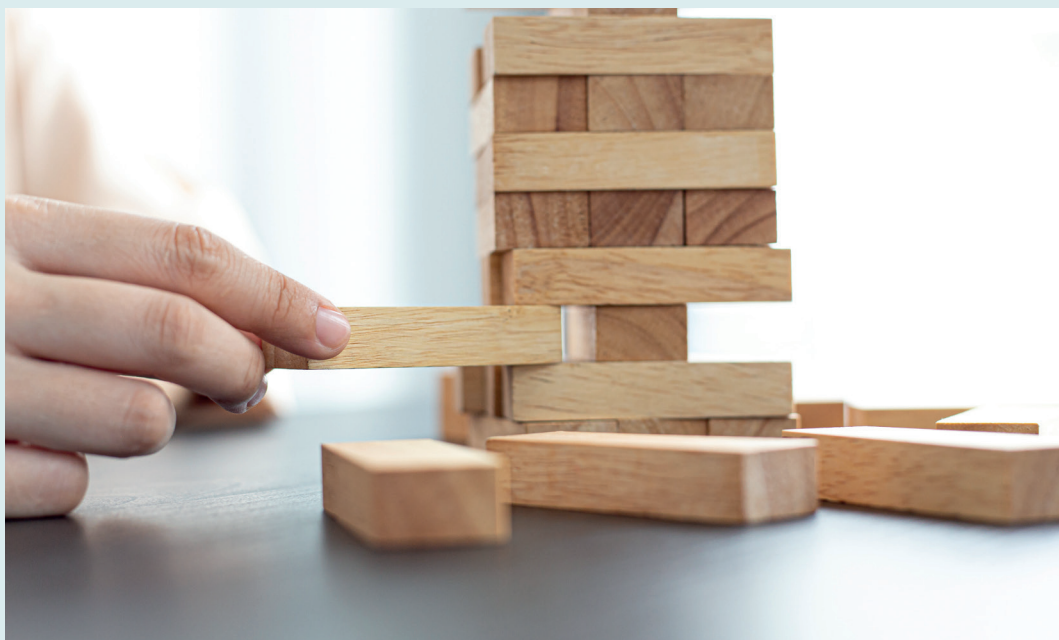
También, puede reemplazar a los bonos del Estado, ya que ofrece la posibilidad de obtener retornos estables y presenta una baja sensibilidad a los cambios de tipos. Por último, la financiación de operaciones comerciales puede actuar como una posición estratégica de tesorería. Su estructura semilíquida da a los inversores la capacidad de reposicionar la cartera.

Aunque se trata de una clase de activos relativamente nueva y compleja, con el socio adecuado, es posible beneficiarse de las ventajas que ofrece la financiación de operaciones comerciales. ■



**David Newman**

Responsable de  
High Yield Global de  
Allianz Global Investors



# Redescubriendo la gestión activa

**A** lo largo del mercado alcista de los últimos años, los inversores se apresuraron a contratar fondos de gestión pasiva de bajo coste para exponerse a la bolsa estadounidense. Hasta hace poco estos inversores obtuvieron recompensa, ya que las tendencias del mercado proliferaron y las empresas con grandes capitalizaciones crecieron aún más. El matiz está en que los inversores que han mantenido una exposición pasiva a la renta variable estadounidense durante el año pasado se habrán visto afectados durante los picos de volatilidad que hemos vivido.

Esta montaña rusa pone de relieve un problema fundamental de la inversión pasiva: cuando los mercados suben, los inversores ganan, pero no están protegidos ante las caídas del mercado cuando estas se producen. Como la mayoría de los productos pasivos están ponderados por capitalización bursátil, inherentemente se so-

breponderan los activos caros y se infraponderan los activos baratos, independientemente de los motivos que justifican las diferencias de valoración. A su vez, estas distorsiones exponen a los inversores a un alto riesgo de concentración cuando se forman burbujas en los activos y, al mismo tiempo, les hacen estar poco expuestos a las áreas más baratas cuando se reexaminan las valoraciones bursátiles.

Un ejemplo de ello lo tenemos en la burbuja puntocom. En aquel momento, los inversores en índices pasivos habrían mantenido un tercio de sus inversiones en acciones tecnológicas caras y, por lo tanto, habrían sufrido pérdidas considerables cuando la burbuja explotó. En esa época, un gestor activo experimentado habría reconocido y evitado estas acciones sobrevaloradas. Adoptar una opinión contracorriente que evite los valores con mejor comportamiento no siempre tiene sentido, pero también es cierto que las distorsiones que pueden crear los mercados en

los que domina el momento presentarán oportunidades cuando las condiciones cambien. Dichas oportunidades se demuestran en el comportamiento relativo del índice S&P 500 equiponderado y ponderado por capitalización a lo largo de varios ciclos. Los periodos en los que el índice equiponderado supera al índice ponderado por capitalización constituyen momentos en los que la acción promedio supera a los componentes de mayor tamaño del índice. A menudo, esto ocurre porque la dinámica de los mercados está alejándose de los factores que en un primer momento otorgaron a los valores con más peso ese estatus.

No todos los valores baratos y rechazados comenzarán necesariamente a destacar cuando los ciclos del mercado cambien, ya que algunos estarán baratos por una buena razón y, por lo tanto, es poco probable que se comporten bien en cualquier entorno de mercado. Así, es necesario un enfoque riguroso para determinar exactamente cómo está cambiando el panorama de inversión y qué empresas se beneficiarán de ello.

### **La gestión híbrida por detrás de la activa**

En los últimos años, la línea entre la inversión activa y pasiva se ha difuminado un tanto debido a la proliferación de productos smart beta, que aspiran a mejorar las rentabilidades de los productos pasivos tradicionales a través de ajustes algorítmicos basados en conjuntos de datos financieros cuantitativos, a la vez que mantienen bajos los costes. Los estudios han demostrado que dichas estrategias tienen potencial para generar rentabilidades superiores a largo plazo.

Creemos que un enfoque de inversión totalmente activo es más apropiado en esos momentos, ya que puede tener en cuenta factores cualitativos que las estrategias algorítmicas no pueden incorporar eficazmente. Por ejemplo, la capacidad de una empresa para mantener su poder de fijación de precios depende no solo de la propia empresa, sino de sus mercados finales, las tecnologías existentes, las cadenas de suministro, la competencia, etc., factores que son difíciles de cuantificar en datos.

Otra característica que el análisis activo puede evaluar mejor es la sostenibilidad. En lugar de confiar en unos datos históricos extraídos de información pública, los analistas con enfoque ascendente pueden dialogar con las empresas para descubrir información prospectiva que no puede obtenerse del análisis de los datos, como los cambios normativos. De hecho, nuestras calificaciones ESG propias tratan de ofrecer un mecanismo a través del cual se puedan integrar evaluaciones de sostenibilidad cualitativas y detalladas en carteras de renta variable de gestión activa para mitigar los riesgos ESG que resultan difíciles de cuantificar. ■



**Rosanna Burcheri**

Gestora del Fidelity Funds  
America Fund



Apaciguando la tormenta:

## Cómo las estrategias de bonos garantizados gestionadas de forma activa pueden marcar la diferencia

La primera mitad de 2022 se presentó como una tormenta perfecta. Acontecimientos geopolíticos, el regreso de una (¿transitoria?) elevada inflación y el consiguiente cambio en las acciones del Banco Central provocaron una importante oleada de ventas en los mercados financieros. Tanto los resultados de la renta variable como los de la renta fija se han visto muy afectados. Esta situación es especialmente problemática para los inversores orientados a bonos de bajo riesgo: Incluso los segmentos de alta calidad del mercado, como los bonos soberanos, se enfrentaron a enormes vientos en contra.

Los bonos cubiertos o garantizados, también llamados Covered Bonds, pueden considerarse como una alternativa a la parte del mercado de deuda pública de grado muy alto, los cua-

les también se vieron afectados en este entorno de aumento de las tasas de rentabilidad y ampliación de los diferenciales. Sin embargo su calidad crediticia no se ha visto dañada en absoluto. Los balances de los bancos siguen mostrando solidez. La calidad del crédito está respaldada además por la regulación de la UE que excluye los Covered Bonds de los riesgos de rescate (bail-in). La regulación establece una clara distinción entre deuda bancaria regular (de riesgo más alto) y covered bonds (riesgo más bajo). Esta es una base sólida para que los covered bonds continúen su historial de más de 200 años sin impagos.

En estas complicadas condiciones del mercado, la gestión activa marcó una gran diferencia. Gran parte del mercado está tomado por actores pasivos, hecho que conduce a más oportunidades de generación de alfa de las que suelen

encontrarse en las llamadas clases de activos de menor riesgo. Nordea Asset Management (NAM) lleva gestionando estrategias *European Covered Bond* desde 2012 con un enfoque activo muy sólido y distintivo. Este tipo de estrategias vienen funcionando muy bien desde los últimos años hasta 2022 - y siguen funcionando durante el actual ambiente hostil. Nuestra solución más flexible, *Nordea European Covered Bond Opportunities Strategy*, ha logrado incluso ofrecer una rentabilidad positiva absoluta a los inversores en lo que va de año **(31.05.2022)**<sup>1</sup>.

Este éxito a corto y a largo plazo se basa en una combinación de factores importantes:

- Los *covered bonds* ofrecen una protección crediticia única respaldada por la entidad emisora y, además, por un “cover pool” de activos altamente regulados que cubrirán los pagos del bono si el emisor no puede hacerlo. Esto hace que no sólo tengan una calificación muy alta, sino que incluso sean una verdadera alternativa a los bonos soberanos—en la mayoría de los casos incluso con una calificación más fuerte que el propio país. Utilizamos esta función de forma activa.
- A pesar de una calificación comparable o incluso mejor, las tasas de rentabilidad de los *covered bonds* siguen sujetas a cierta volatilidad en comparación con las tasas de rentabilidad de los bonos soberanos (los llamados diferenciales). Esto podría deberse a diferentes razones, como a aumentos en los riesgos de crédito, pero también a menudo sólo a factores técnicos. Tenemos la capacidad y las habilidades necesarias para beneficiarnos de estas divergencias en nuestras estrategias.
- Incluso entre los *covered bonds*, hay una divergencia significativa. Los *covered bonds* emitidos por bancos más pequeños o los emitidos por bancos con una calificación general más débil o los no denominados en euros ofrecen diferenciales adicionales que tenemos en cuenta de manera activa.
- Debido a nuestra gran convicción en la clase de activos y el enfoque de inversión, mejoramos la exposición a la estrategia *Nordea European Covered Bond Opportunities*. Aprovechamos la oportunidad para comprar *covered bonds* sólidos a crédito, creando una exposición adicional al mismo tiempo que mantenemos un perfil de riesgo crediticio muy sólido.

Estos cuatro puntos son sólo una breve descripción de nuestra forma de pensar y de cómo gestionamos los *covered bonds*. Nuestra filosofía de inversión y las herramientas de las que»



**Henrik Stille**

Portfolio Manager of the Nordea  
Covered Bond Opportunities  
Strategy

» disponemos se adaptan perfectamente a esta clase de activos<sup>2</sup>, donde nuestro foco está puesto en ofrecer la máxima calidad.

Probablemente la mejor descripción la ofrezca la visión combinada de nuestros resultados a largo plazo para los inversores (absolutos y relativos) y nuestra rentabilidad frente a los retos extremos de 2022<sup>3</sup>. El mercado europeo de *covered bonds* es un mercado de renta fija único, y nuestro enfoque para este mercado es una propuesta de valor estratégica única. Nuestra posición como la mayor gestora de *Covered Bonds* de Europa<sup>4</sup>, con alrededor de 45.000 millones de euros en esta clase de activos, respalda esta opinión.

## Estrategias básicas de NAM en este mercado

- **La estrategia European Covered Bond** tiene un perfil de riesgo de tipo de interés intermedio (duración en torno a 4 a 5,5) y con ello se encuentra más expuesta a un mayor riesgo de inflación y a mayores subidas de los tipos de interés.
- **La estrategia Low Duration European Covered Bonds** accede al mismo mercado con



un riesgo limitado frente a la subida de los tipos de interés.

- **La estrategia European Covered Bond Opportunities** mantiene el perfil de alta calificación, presenta un riesgo de tipos de interés limitado pero ofrece acceso a una exposición crediticia elevada -esencialmente más de lo mismo. ■

<sup>1</sup> Fuente: Nordea Investment Funds S.A. Fecha a 31.05.2022. La rentabilidad presentada es histórica. Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de los resultados futuros, y los inversores podrían no recuperar la totalidad del importe invertido. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

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

<sup>3</sup> La rentabilidad presentada es histórica. Las rentabilidades pasadas no constituyen un indicador fiable de los resultados futuros, y los inversores podrían no recuperar la totalidad del importe invertido. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.

<sup>4</sup> Fuente: Nordea Investment Funds S.A. 30.06.2022

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



# Quedan menos de 50 días... ¿Tiene todas las piezas necesarias para crear una cartera ESG compatible con MiFID?



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



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

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

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

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



# Las cifras de crecimiento sorprenden favorablemente en Europa

Las cifras de crecimiento en Europa dieron una agradable sorpresa, ya que el PIB del conjunto de la eurozona aumentó un 0,7% en términos intertrimestrales. La sorpresa positiva provino principalmente de los países del sur de Europa, que se beneficiaron de un fuerte repunte del turismo, mientras que Alemania, pilar industrial de la eurozona, vio cómo se estancaba su actividad.

Las cifras del PIB del segundo trimestre confirman que el crecimiento económico mundial está perdiendo impulso. En Estados Unidos, el PIB cayó un 0,9% en base anualizada respecto a los tres primeros meses del año, registrando un segundo descenso trimestral consecutivo. Esto se debió principalmente a un menor gasto público y a la inversión inmobiliaria, mientras que el consumo interno, el mayor componente del PIB, siguió creciendo. Dada la actual fortaleza del mercado laboral, es poco probable que el primer semestre de 2022 se clasifique oficialmente como una recesión, aunque ya se cumple el criterio técnico de dos trimestres consecutivos de caída del PIB. En

China, el PIB sólo creció un 0,4% interanual, debido a las estrictas medidas de contención que, sin embargo, se han levantado entretanto. En Japón, las exportaciones siguen siendo el componente más dinámico del PIB, y la ralentización de la demanda mundial apenas ha tenido impacto hasta ahora. En general, la mayoría de los indicadores de actividad de junio fueron relativamente débiles, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios, lo que sugiere una nueva moderación del ritmo de crecimiento económico mundial de cara al tercer trimestre.

## La Reserva Federal ha realizado su segunda subida de tipos consecutiva

En línea con las expectativas, el Comité Monetario de la Reserva Federal realizó su segunda subida consecutiva de 75 puntos básicos en julio, situando el rango objetivo del tipo de los fondos federales en el 2,25% - 2,50%. Jerome Powell, el principal responsable monetario de Estados Unidos, no dio más indicaciones sobre futuros movimientos de tipos. Un nuevo endurecimiento de 50 puntos básicos en la próxima reunión de septiembre es el escenario más probable actual-

# 2022



mente. En Europa, el banco central subió los tres tipos principales en 50 puntos básicos, poniendo fin a la era de los tipos negativos. El tipo de refinanciación del BCE, que es su tipo de interés político más importante, se sitúa ahora en el 0,50%. La presidenta del Consejo de Gobernadores, Christine Lagarde, también presentó el nuevo instrumento antifragmentación destinado a evitar una dispersión demasiado amplia de los tipos de financiación dentro de la zona del euro. Si se produjera un diferencial de este tipo, el BCE podría intervenir en determinadas condiciones comprando sin límite los bonos de los Estados más presionados.

## Los rendimientos de la deuda pública cayeron bruscamente

En los mercados de renta fija, los rendimientos de la deuda pública cayeron bruscamente a ambos lados del Atlántico debido a los numerosos signos de desaceleración económica. En el conjunto del mes de julio, el rendimiento de referencia a 10 años cayó en Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia y España.

## Fuerte repunte de los mercados bursátiles

Tras el histórico descenso de las cotizaciones bursátiles en la primera mitad del año, los mercados de valores repuntaron con fuerza en julio. La publicación de buenos resultados de las empresas de la mayoría de los grandes valores de los principales índices bursátiles supuso un alivio para los inversores, que volvieron a mostrarse más proclives a asumir riesgos en la renta variable. Como resultado, el MSCI All Country World Index Net Total Return registró su mayor incremento mensual desde abril de 2020. Sólo los países emergentes no participaron en el rebote. A nivel sectorial, los mejores rendimientos los obtuvieron los valores tecnológicos y de consumo discrecional (incluidos los bienes de lujo en particular), que se recuperaron con fuerza de su bajo rendimiento del primer semestre. ■



**Guy Wagner**

Director de Inversiones de  
BLI - Banque de Luxembourg  
Investments



# Calidad, el estilo que no pierde vigencia

**S**i se tienen en cuenta los primeros siete meses del año, 2022 será recordado como un año muy difícil para los inversores. La renta variable tuvo su peor primer semestre en décadas. Los bonos fracasaron completamente en su rol diversificador, obteniendo pérdidas muy significativas. Los inversores de renta variable han tenido que hacer frente a la mayor inflación en décadas, junto con una mayor incertidumbre, una volatilidad elevada y unos bancos centrales cada vez más restrictivos. Como si esto no fuese suficiente, las recesiones son cada vez más probables.

## ¿Cómo deberían los inversores posicionar sus carteras en este entorno?

En semejante entorno incierto, seleccionar la asignación adecuada es verdaderamente difícil:

- Si bien a las acciones de baja volatilidad tiende a irles bien en las recesiones, sufren mucho cuando los tipos aumentan.
- A las acciones de valor les va bien cuando aumentan los tipos de interés y la inflación, pero tienden a ser más cíclicas y padecer durante fuertes contracciones del ciclo económico.

- Las acciones de crecimiento o small-caps no son adecuadas para períodos de bajo crecimiento e incremento de tipos de interés debido al gran impacto negativo del factor de descuento redescantando sus valoraciones
- Un enfoque robusto para el entorno actual sería a través de acciones que combinen:
  - Aspectos defensivos, es decir, la capacidad para resistir fuertemente en recesiones y caídas generalizadas de la renta variable.
  - Alto poder de fijación de precios para poder luchar contra las compresiones de márgenes.
  - La capacidad para obtener una rentabilidad superior más adelante en el ciclo cuando los inversores son más selectivos en sus asignaciones.

Todo esto apunta hacia las acciones de alta calidad.

### El estilo que no pierde vigencia

Los factores de inversión van y vienen entre períodos de rentabilidades superiores e inferiores, dependiendo en dónde estemos en el ciclo. Al valor y el tamaño les ha tendido a ir mejor históricamente en las fases iniciales de los ciclos.

La calidad es una gran excepción – en nuestra opinión el factor más consistente de todos.

Es verdad que el factor calidad puede verse rezagado en las fuertes subidas impulsadas por la demanda de activos de riesgo que marcan el comienzo de una recuperación temprana del ciclo. Sin embargo, estos entornos no tienden a durar, y tampoco la rentabilidad menor de la calidad. De hecho, no ha habido un período continuado de 10 años en donde la calidad obtuviera una rentabilidad menor desde finales de la década de 1980.

El Gráfico 1 muestra la rentabilidad superior de los diferentes factores de la renta variable de EE. UU. versus el mercado durante períodos de diez años desde finales de la década de 1970 basados en los datos de la famosa biblioteca académica de Kenneth French. En promedio, durante períodos de diez años, la calidad es el factor que históricamente ha obtenido una rentabilidad superior de manera más regular por un margen significativo (88% de las veces, siendo 77% el segundo mejor resultado). También es el factor que registró la menor rentabilidad negativa. Esto resalta el potencial de la calidad como un factor “para todos los climas”.

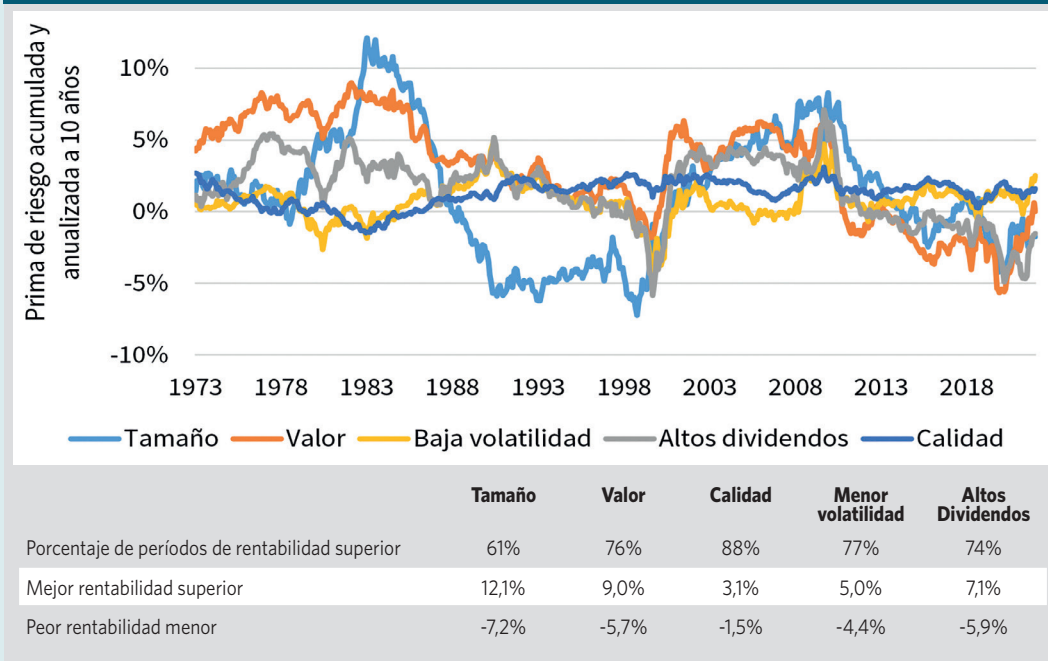
Para los inversores sería sabio considerar el factor calidad como el ancla de sus carteras; no solamente hoy, sino siempre. >>



**Pierre Debru**

Responsable de Análisis  
Cuantitativo & Soluciones  
Multiactivo, WisdomTree

GRÁFICO 1: EL EXCESO DE RETORNOS ANUALIZADOS A 10 AÑOS DE LOS FACTORES ESTADOUNIDENSES VERSUS EL MERCADO



Fuentes: WisdomTree, Ken French. Los datos corresponden al 30 de junio de 2022 y representan el set de datos disponible más actualizado. Valor: mayores 30 de carteras. Tamaño: menores 30 carteras. Calidad: mayores 30 carteras. Mínima Volatilidad: menores 30 carteras. Alto Dividendo: mayores 30 carteras. Mercado: todas las firmas CRSP incorporadas en EE. UU. y que cotizan en la NYSE, AMEX o NASDAQ. **La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.**

## » Calidad o Calidad+

La construcción de una cartera para focalizarse en un factor de renta variable determinado es un ejercicio delicado. Todos los factores están interconectados y todas las compañías tienen algo de exposición a todos estos factores. Cuando los gestores de carteras dirigen el cursor hacia un factor, tienden a cambiar la exposición de toda la cartera. Esto es particularmente cierto con la calidad. Al tratar de crear una exposición de calidad “pura”, es fácil:

- Focalizarse solamente en un puñado de compañías de alta calidad y generar una cartera que esté llena de riesgos idiosincrásicos

(por ejemplo, el riesgo específico de compañía), lo que lleva a la cartera a perder su componente de “para todos los climas”.

- Olvidarse de las valoraciones y generar una inclinación hacia las acciones caras/de crecimiento que hacen que la cartera pase de ser defensiva a cíclica.

Al pensar acerca de una exposición a la renta variable ‘core’ con un comportamiento “para todos los climas” y bien diseñada para el entorno actual, una combinación de compañías de muy alta rentabilidad con credenciales sólidas de pago de dividendos parece satisfacer la mayoría de las condiciones. ■

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



Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos nuestra sociedad.



# Un mercado que desafía estereotipos

**L**os últimos meses no han sido fáciles para los mercados, y acabamos de ser testigos de señales de alivio. ¿Hemos superado el gran retroceso, o nos esperan nuevas caídas? Nuestra opinión es que la mayor parte del bajón del mercado ya se ha producido, pero cabe esperar nuevos episodios de volatilidad con el riesgo todavía predominando a la baja. La pregunta clave: ¿Qué descuentan ahora los mercados, y cómo deberían posicionarse los inversores de cara al abanico de resultados que nos esperan?

Tras un periodo en el que se han negado a aceptarlo, los participantes del mercado están por fin afrontando los riesgos macroeconómicos y geopolíticos en el horizonte: un consumidor cada vez más débil ante una inflación creciente, cuellos de botella persistentes (aunque ligeramente mitigados), las repercusiones de la política china de cero COVID, la probabilidad de nuevas presiones en los precios de las materias primas debido a la guerra en Ucrania, y el impacto de todo lo anterior en los beneficios corporativos. Además, no hay que olvidar el riesgo de que los bancos centrales endurezcan en exceso sus políticas tratando de equilibrar inflación y crecimiento. En

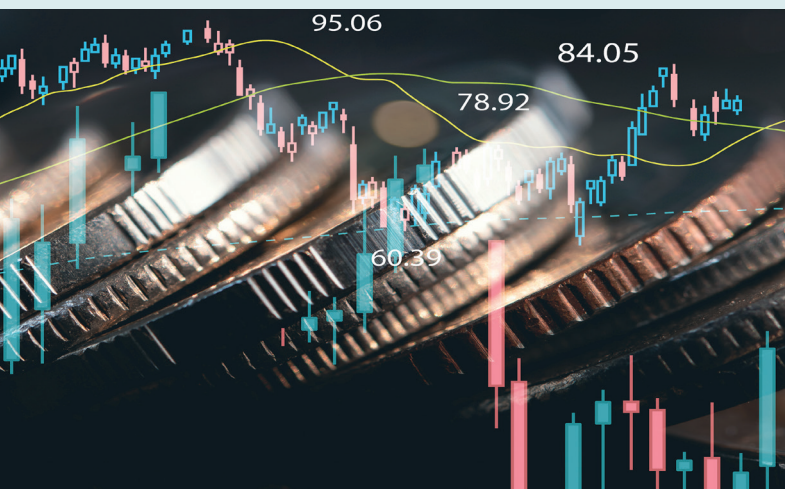
función de la región, se considera muy probable que vaya a producirse una recesión con distintos niveles de intensidad.

Una recesión significativa, con su epicentro tal vez en Europa y provocada por los embargos de gas natural, podría dar pie a nuevas caídas, sobre todo en los mercados de renta variable. No obstante, una depresión o un colapso de los mercados de deuda corporativa como el de 2008, en el que compañías y particulares pasan apuros para devolver sus deudas, no están descontados y no constituyen nuestro escenario básico. Dicho esto, los mercados no parecen haber respondido de manera desproporcionada a la baja. Cualquier repunte obedecerá seguramente a los datos, dependerá del flujo de noticias, y podría ser breve.

## Nuestro posicionamiento

Pese a las fuertes caídas que hemos presenciado en los mercados de renta fija y de renta variable, todavía resulta difícil sugerir que constituyen una respuesta excesiva por parte de los inversores. Estos movimientos son más bien un reflejo razonable de los riesgos en el horizonte, sobre todo si tenemos en cuenta que el retroce-





so partió desde niveles de valoración que en muchos casos no eran precisamente atractivos.

Al comparar acciones y bonos, el rumbo de correlación positiva o inversa entre ambas clases de activos dependerá de si el crecimiento o la inflación están en primer plano en la mente de los inversores. Desde un punto de vista de valoración relativa, comparando niveles de TIR y de rentabilidad por dividendo, las acciones todavía parecen baratas respecto a la deuda. No obstante, mucho dependerá del panorama de beneficios en adelante. En renta variable seguimos prefiriendo temáticas a largo plazo que nos parecen duraderas y que se beneficiarán de la inversión prevista con independencia de los altibajos del panorama macroeconómico, como la infraestructura y el ecosistema de bajas emisiones de carbono.

Dicho esto, las ventas generalizadas están empezando a crear nuevas oportunidades de inversión, y hemos aprovechado la volatilidad del mercado para comprar selectivamente acciones que han visto caer sus valoraciones de forma significativa. Algunas acciones se han visto castigadas de forma injusta y hemos invertido, pero de forma muy selectiva, dada la incertidumbre que se avecina. Las amplias disparidades de beneficio dentro de un mismo sector de actividad son un recordatorio de la necesidad de realizar una criba cuidadosa. ■

#### **Exclusivamente para inversores profesionales**

*El valor de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión.*



### **Fabiana Fedeli**

Chief Investment Officer  
Renta Variable y Multi-activos  
de M&G Investments



# Jaque mate victorioso de Sextant Grand Large

**E**n lugar de contar con una rentabilidad tranquilizadora a principios de año, asistimos a un cambio de escenario: el mercado vuelve a tomar en cuenta la valoración de las compañías en medio de un contexto económico aún más agitado. Afortunadamente, este panorama favorece el proceso fundamental de Sextant Grand Large y la asignación la vuelve a determinar la valoración a largo plazo de los mercados, algo que parecía olvidado en los últimos años. Contar con una selección adecuada de valores y de bonos que tienen en cuenta el riesgo de tipos y las valoraciones suscita interés por el fondo.

El primer semestre de 2022 ha sido un periodo de corrección de los mercados, caracterizado por el gran retorno de las valoraciones. En los últimos años hemos tenido un contexto especial, con unos tipos de interés y una inflación cercanas a cero y, sin embargo, se ha producido crecimiento económico. Este entorno bastante singular ha tenido un triple efecto en el mercado en términos de asignación y selección de valores. En términos de asignación, porque el

mantra era “cash is trash”, en la que había que invertir el 100% del fondo. Por un parte, en la renta variable no se tenían tan en cuenta las valoraciones, por lo que había una creciente brecha en los mercados y, por otro lado, en la renta fija, había que tomar duraciones máximas (esto nos hace recordar los bonos de Austria y Argentina a 100 años).

Hay una serie de claves para entender el escenario actual invertidos en uno de nuestros fondos estrella: **Sextant Grand Large**, un fondo diversificado, global y flexible. La idea principal de este fondo es basarse en las valoraciones. Se determina la exposición neta a la renta variable según las valoraciones a largo plazo del mercado. Cuánto más baratos estén los mercados según el PER de Shiller, más invertido va a estar el fondo. Mucho se ha hablado sobre las diferencias de valoraciones entre Estados Unidos y el resto del mundo, entre *value* y *growth*, y entre las grandes y las pequeñas capitalizaciones. El contexto de estos últimos meses ha cambiado y en este momento nos encontramos focalizados en una lucha contra la inflación, con un retorno de las

valoraciones, situación favorable para Sextant Grand Large, que ha resistido bien gracias a su enfoque fundamental.

La rentabilidad acumulada anual es cercana al -3,1%, lo que lo sitúa entre los primeros en su categoría (Morningstar o Quantalys). Además, el fondo ha logrado mantener una volatilidad baja, del 5,5% a un año, a pesar del difícil entorno de mercado. La asignación a la renta variable no ha variado mucho, con una exposición del 30%, un 23% en bonos y un 27% de tesorería. Ser defensivo implica una relación calidad-precio a largo plazo que deja poco potencial de caída. Esto es bastante coherente con lo que tradicionalmente llamamos valores defensivos, es decir, valores que son sólidos y que cuentan con excelentes balances. También tenemos una ponderación relativamente importante en compañías japonesas de pequeña y mediana capitalización, que nos brindan oportunidades muy interesantes.

### **Evaluando las oportunidades en renta fija**

Si nos fijamos en la renta fija de categoría *Investment Grade* o en los *benchmarks*, éstos se encuentran en un -10% desde principio de año. Además, hemos tenido una subida de tipos muy importante en Estados Unidos y en Europa con también un aumento de los márgenes del crédito. A título ilustrativo, en la categoría *High Yield*, si tomamos el índice *Barclays High Yield Pan European* que excluye a las financieras, hoy volvemos a tener unos 650 puntos básicos de margen de crédito, mientras que en los últimos 10 años estábamos más bien por debajo de 440 puntos básicos. Asimismo, un 4,75% de rentabilidad frente al 7,5% actual. Sin duda, el mercado es mucho más atractivo en la actualidad, tanto en rentabilidad como carry y está pagando mucho más por el riesgo crediticio de los emisores.

El retorno de las dispersiones, provoca que haya que ser muy selectivos tanto en sectores como emisores (buena noticia para los *bond pickers*), particularmente en el mercado de alto rendimiento entre las calificaciones BB y B. El peso en cartera de la renta fija, inferior al 10% en enero, ha vuelto a situarse sobre el 20%, y hemos empezado a recomprar de forma muy gradual vendiendo vencimientos cortos para invertir en vencimientos más largos.

Todo esto ha provocado que tanto la duración de la cartera, como el número de posiciones haya aumentado, para los cuales el riesgo de crédito según nuestros análisis está correctamente valorado. El hecho de contar con un doble de rentabilidad que, de duración, es un posicionamiento que nos gusta mucho. Sin embargo, queremos seguir siendo cautelosos y manteniendo la prudencia. Los riesgos macro y geopolíticos son todavía muy elevados y hay que seguir atentos al ciclo de crédito. ■



**Louis d'Arvieu**

Gestor de Amiral Gestion



**Anne-Claire Daussun**

Gestor de Amiral Gestion



## La volatilidad en 2022 lastra las rentabilidades de los fondos españoles, aunque el patrimonio de la industria se mantiene por encima de los 300.000 millones de euros

Con la mirada de los inversores centrada en los siguientes pasos de los bancos centrales, considerando un sinnúmero de incertidumbres que pesan sobre los mercados y las economías como lo es la inflación, la potencial recesión (ya sea técnica como muchos la califican), la gestación de un conflicto mayor entre EE.UU. y China teniendo por en medio a Taiwán, el conflicto aún sin resolver entre Rusia y Ucrania y que tiene un coste mayúsculo para Europa en cuanto al gas y por ende expectativas nada favorables para el invierno negro al que se aproxima la región y que ha llevado a algunos gobiernos europeos a anunciar medidas para la reducción del consumo energético.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

**C**on dicho preámbulo no es de extrañar, como ya comentaba Don O'Neal (gestor de Capital Group) que nos enfrentemos a unos mercados bajistas y que el entorno al que nos enfrentamos haya cambiado, y aquello que funcionaba en el proceso de asignación de activos ya no lo hace.

Durante el mes de agosto, y similar a la tendencia de meses anteriores, ni el mercado de bonos ni el de acciones se libraron de las rentabilidades, algunas de ellas aupadas por la divisa, ya que el dólar sigue siendo la divisa ganadora del año, con el euro habiendo roto la paridad y llegando a cotizar por debajo de esta. La volatilidad sigue siendo un factor destacado del año, ante el cual los gestores deben mostrar cintura y aprovechar las circunstancias, ya que es ahí donde la gestión activa lo hace mejor que la pasiva.

De este modo, al cierre de agosto **la mayoría de las categorías de inversión de los fondos de inversión registraron pérdidas**, a excepción de la renta variable internacional que subió 1,54% y los fondos globales con 0,57% de ganancia, según datos previos de Inverco. En términos **acumulados**, la rentabilidad de las diferentes categorías se sitúa **en terreno negativo de hasta el 4,88%**, siendo especialmente la renta variable mixta la que pierde cerca de un 7%, así como la renta fija mixta -5,56% y los fondos globales -5,53%.

### Los inversores siguen apostando por fondos

Con todo ello, los inversores siguieron poniendo su dinero a trabajar en fondos con lo que las captaciones netas superaron los **85 millones de euros en agosto**, menor intensidad que el

## ■ Tabla 1. La industria de fondo sigue captando inversores

Renta Fija	85,501	9,196
Gestión Pasiva	11,468	536
Garantizados	8,549	-1,233
Monetarios	4,242	-159
Retorno Absoluto	7,537	291
Renta Variable Nacional	3,338	106
Renta Variable Mixta	25,275	-378
Renta Fija Mixta	38,716	-1,198
Globales	66,719	-2,015
Renta Variable Internacional	53,023	2,008
Inversión Libre	3,333	
<b>TOTAL FONDOS DE INVERSIÓN</b>	<b>307,701</b>	<b>7,154</b>

Table: Datos en millones de euros • Source: INVERCO • Get the data • Created with Datawrapper

mes anterior, pero que ha permitido alcanzar los **7.155 millones de euros en el conjunto de 2022**. La **categoría más favorecida** en el año es, y por mucho, la **Renta Fija con más de 9.100 millones de euros de suscripciones netas** (especialmente en fondos de mayor duración), mientras que la categoría **más penalizada** en el año e incluso la segunda peor en agosto son los **Globales**, con salidas en el año superiores a los 2.000 millones de euros. Los fondos de Renta Variable Internacional registraron salidas en agosto, no obstante, en términos acumulados es la segunda mejor categoría en cuanto a captaciones.

### Gescoperativo y Bankinter, las grandes ganadoras de flujos en agosto

A pesar de lo anterior, hay gestoras que se vieron afectadas en el mes de agosto. Nuevamente Santander AM es una de ellas, como ha venido siendo la tónica a lo largo del 2022, esta vez las salidas son ligeramente inferiores a los 60 millones de euros. Sin embargo, este mes estuvo acompañada por la gestora de la Caixa, que, si bien se había venido librando de las salidas vía algunas medidas tomadas por los directivos de la gestora, en el mes de agosto reportan reembolsos que rondan los 83 millones de euros. También se observan reembolsos de doble dígito a Mutuactivos por

## ■ Tabla 2. Avance de datos de fondos de inversión (agosto 2022)

	Suscripc. netas	Patrimonio	Cuota de mercado
CAIXABANK AM	-82.712	76.965.193	25,01%
SANTANDER AM	-59.358	46.750.849	15,19%
BBVA AM	33.343	44.494.359	14,46%
IBERCAJA GESTIÓN	48.239	17.706.381	5,75%
KUTXABANK GESTION	27.148	17.171.546	5,58%
SABADELL AM	-12.286	14.141.815	4,60%
BANKINTER Gº ACTIVOS	74.353	10.485.040	3,41%
GESCOOPERATIVO	77.225	6.647.320	2,16%
MUTUACTIVOS	-49.315	6.359.706	2,07%
UNIGEST	-35.773	5.740.327	1,87%
<b>TOTAL</b>	<b>85.709</b>	<b>307.700.484</b>	

algo más de 49 millones de euros y Unigest por casi 36 millones. La otra cara de la moneda (respecto a las gestoras Top 10) es el caso de Gescoperativo y Bankinter, con captaciones que superan los 70 millones de euros, seguidas por Ibercaja gestión (con casi 50 millones de euros) y BBVA con entradas algo superiores a los 33 millones de euros.

Con una rentabilidad plana en las diferentes categorías durante el mes de agosto unido al apetito por parte de los inversores, **el volumen de activos de los fondos de inversión nacionales** se ha mantenido prácticamente sin cambios y **se sitúa por encima de la barrera de los 300.000 millones de euros**, donde la Renta Fija, los Globales y la Renta Variable Internacional son las que acaparan más del 66% del volumen total. ■



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

## RUFFER TOTAL RETURN INTERNATIONAL O USD CAPITALISATION

### Cómo se ha comportado este fondo



### Asignación de activos



### Rentabilidad anual del fondo (a 31/08/2022)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	31/08
Rentabilidad %	11,75	17,77	-10,42	-0,34	11,90	4,62	18,06	16,34
+/- Categoría	6,22	13,25	-8,11	2,50	-4,01	6,21	2,00	17,44
+/- Índice	-	-	-	-	-	-	2,37	17,90
% Rango en la categoría (sobre 100)	18	5	95	34	76	15	36	2

### Diez mayores posiciones

Stock	% of fund
BP	1.5
Ambev SA	1.0
Mitsubishi UFJ Financial Group	1.0
Unilever	0.8
ORIX	0.7
Hertz	0.7
Cigna	0.7
Alibaba Group ADR	0.6
Shell	0.6
NatWest Group	0.5

No es la primera vez que lo escucho este año la tendencia a criticar los fondos de inversión y frente a los etf, que crea una falsa creencia en que la gestión de carteras mediante fondos de inversión es sencilla y todos los fondos al final son de la misma índole...

Después de 10 años de fiesta en los mercados, es fácil hablar. Por esa razón, ahora en plena recesión (aunque aún se niegue), es cuando se puede encontrar valor en fondos Total Return, con un estilo hedge fund, y demostrar que el trabajo de los gestores es igual de bueno que un ETF, siendo productos que deben convivir y no ser sustitutos.

Como un buen ejemplo podemos encontrar al Ruffer Total Return, cuya filosofía es clara, lograr una baja volatilidad y una rentabilidad positiva con una gestión activa en cualquier clase de activo de renta fija, renta variable, y materias primas. Algo que me gusta es su distribución geográfica y sectorial ya que tiene un 40% de exposición a Reino Unido, y 15% en Japón, dejando únicamente un 12% para EEUU y 10 % en EU. Asimismo servicios financieros, energía, salud y materias primas ocupan el 75% de la cartera.

Respecto a sus ratios, volatilidad en torno al 8%, Sharpe positivo y alfa destacada, con una rentabilidad este año en torno al 16% y rentabilidad media 3 años del 12%.

Podría extenderme en decenas de párrafos explicando los fondos, pero creo que menos es más. En ocasiones analizamos lo ya analizado y el exceso de información hace que perdamos el foco.

Me gusta, un fondo con ideas claras y con un comportamiento excelente. ■



## Compartiendo experiencia, creando futuro.

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

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

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

### PHARMACEUTICAL TECHNOLOGIES

Antibióticos  
Inyectables estériles y liofilizados

### SPECIALTY PHARMACARE

Dermatología  
Osteoarticular

### CONSUMER HEALTHCARE

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



[reigjofre.com/es](http://reigjofre.com/es)

Cotiza en el mercado de valores RIF.MC

**LAURENT SAINT AUBIN** | Gestor del Sofidy Selection 1

# «Decidimos reducir nuestra exposición a activos value debido a las menores expectativas de crecimiento real»

Hablamos con Laurent Saint Aubin, gestor del Sofidy Selection 1, fondo bandera de la gestora Tikehau Capital con un track record notable desde su lanzamiento en 2015 y 5 estrellas Morningstar. Un fondo de activos inmobiliarios que sirven como buena fuente de cobertura contra la inflación.

POR SILVIA MORCILLO Y PABLO GALLÉN / REDACCIÓN

## ¿Por qué un fondo como el Sofidy Selection 1 es interesante para un momento de alta inflación? La estrategia ha tenido un comienzo del año complejo...

A pesar de un primer semestre complicado (-12,89% a 12/08 para Sofidy Selection 1 (GI), -18,12% para el índice FTSE EPRA Nareit Eurozone TR EUR y -25,30% para el peer group de Morningstar), durante las primeras semanas del segundo semestre el rendimiento del fondo está siendo positivo, particularmente tras el anuncio de resultados de hace unas semanas. Aunque con cierto decalaje, los activos inmobiliarios comerciales (Commercial Real Estate) pueden erigirse como una buena fuente de cobertura frente a la inflación. En tiempos de incrementos en los costes de financiación y construcción las características de ocupación en términos de oferta y demanda mejoran, puesto que resulta más complejo ofrecer TI-Res rentables para el desarrollo de nuevas propiedades. Todo ello es especialmente cierto en nuestro escenario central para el que esperamos unos niveles de inflación duraderos en el tiempo, dejando margen para el crecimiento de los alquileres reales en el futuro cercano.

## El universo de inversión de los REIT es amplio, ¿qué debe tener una empresa para formar parte del fondo?

El equipo gestor se centra en empresas inmobiliarias cotizadas - REITs - con funda-

mentales atractivos: desequilibrio entre la oferta y la demanda, baja sensibilidad a los ciclos macroeconómicos e inmobiliarios, balances sólidos, etc. Para ello, hay que prestar especial atención a los niveles de ocupación y desarrollo dependiendo de cada tipología de activo, así como, la exposición geográfica. También seguimos muy de cerca la gestión del balance y sobreponderamos aquellas compañías con características sólidas en términos de endeudamiento: diversificación de las fuentes de financiación, duración y convexidad del pasivo, etc.

## Los dividendos son importantes cuando se invierte en este sector, ¿qué importancia le dan?

La clase de activo está protegida por cada legislación fiscal nacional, puesto que las compañías están obligadas a distribuir a través de dividendos un porcentaje elevado de sus rentas imponibles y ganancias de capital. Por tanto, en un escenario de rotación desde la renta variable hacia la renta fija, podemos esperar cierta protección por esta parte. Sin embargo, nuestro foco se centra más sobre la calidad del balance de las compañías en las que invertimos y no tanto sobre su política de distribución, que debería adaptarse a las distintas condiciones de mercado, por ejemplo, a través de dividendos en acciones. Además, un ex-





ceso de distribución va en detrimento del loan-to-value de las carteras.

### **La eficiencia energética y los temas ESG también ganan terreno entre las socimis, ¿integran los criterios ESG en la selección de empresas?**

Desde Tikehau Capital / Sofidy creemos en la importancia de ser pioneros en integrar estos aspectos y hemos desarrollado una serie de herramientas de análisis ESG al mismo nivel que las cuestiones financieras. Bajo nuestro punto de vista, ser pioneros en este campo dentro del sector resultará clave para el desempeño financiero del futuro. Sin embargo, consideramos que la mayoría de los fondos inmobiliarios cotizados y privados aun no integran adecuadamente la transición energética en sus estrategias de gestión de riesgos y que la inversión en CAPEX para la modernización de los edificios todavía tiene mucho margen. Más allá de la gestión del riesgo de transición energética, consideramos que la inversión ESG es la única forma de apostar por un futuro que debe ser más sostenible. Esto incluye también la gestión de la gobernanza y de las cuestiones sociales, a las que otorgamos una especial relevancia.

### **Actualmente tiene cerca de un 20% invertido fuera de la zona euro en temáticas específicas (casas prefabricadas, biotecnología, química, etc). ¿Por qué motivo?**

Estamos invirtiendo de forma oportunista fuera de la zona euro para beneficiarnos tanto de la desincronización temporal o duradera de los ciclos inmobiliarios como de la exposición a determinadas clases de activos con características atractivas, como las casas prefabricadas, los complejos de vehículos para el ocio, los puertos deportivos, las viviendas individuales, los centros de datos, las infraestructuras de comunicaciones inalámbricas, etc. De este modo, las inversiones denominadas en USD y GBP toman un papel fundamental dentro del fondo (8,9% y 4,2% respectivamente a finales de julio de 2022), aunque su dimensión pueda variar con el tiempo. ■



# Reflexiones sobre el uso del Asset Allocation en la gestión de patrimonios

Desde hace más de 30 años, existe un amplio consenso en la literatura académica sobre el hecho de que las decisiones de distribución por clases de activos (Asset Allocation en inglés) son el principal determinante de la dispersión de retornos de las carteras de inversión. Sin embargo, no creemos equivocarnos al afirmar que estas decisiones y los métodos en los que se basan ocupan un espacio reducido en las conversaciones entre asesores y clientes o incluso dentro de las empresas de asesoramiento.

En este artículo, sin poder entrar en profundidad en los notables desarrollos técnicos que se han producido en este ámbito, queremos ofrecer algunas reflexiones prácticas sobre los principales elementos que influyen en la decisión del método de Asset Allocation a adoptar, algo que pueda estimular el debate interno y ayudar a enfocar esas conversaciones.

Cualquier método de construcción de cartera es un proceso de optimización de los pesos de unos activos o índices para maximizar una función objetivo imponiendo distintas restric-

ciones. Por lo tanto, la primera decisión que habría que tomar sería cuáles son los índices representativos del universo invertible que se deberían considerar. Para obtener un equilibrio razonable entre simplicidad y homogeneidad. Los inputs clave del proceso son los vectores de retornos esperados y de volatilidades, y la matriz de correlaciones:

1. Retornos esperados - estimar retornos a plazos inferiores a los 10-15 años en base a criterios fundamentales conduce a errores de bulto, que en el modelo clásico de Markowitz lleva a soluciones de esquina y/o a carteras muy alejadas de la frontera eficiente estimada a priori. De allí que se hayan ido desarrollando métodos que huyen de la dependencia de los retornos esperados, como las de mínima varianza, de *risk-parity* y en general todos los métodos de *risk-based asset allocation*.
2. Volatilidades - emplear la media histórica como proxy para la volatilidad futura es lo más habitual. El error que se cumple es de un orden de grandeza inferior al de los retornos. Sin embargo, aquí también se pue-

den adoptar una serie de mejoras para tener en cuenta los cambios graduales en la composición de los índices (por ejemplo, el riesgo de crédito o la duración de un índice de renta fija), aplicando un factor de ajuste a la media histórica. Los cambios más difíciles a tener en cuenta son los que ocurren de forma abrupta en momentos turbulentos de mercado: sin duda, se puede argumentar que gestionar estos picos de volatilidad no recae en los objetivos de una Asset Allocation estratégica, sino en los de una gestión de riesgos dinámica; aun así, hay que decidir si reducir el riesgo de la cartera de forma proporcional entre todas las clases de activos, o definir una composición para un régimen de normalidad y otra distinta para el régimen turbulento, y las condiciones de transición entre uno y otro (modelos de cambio de régimen de Markov).

3. Correlaciones - este factor es quizás el más problemático a tratar de forma analítica, no solo por las fluctuaciones de corto plazo que experimentan las correlaciones entre clases de activos, sino además por los cambios estructurales que ponen en tela de juicio incluso algo tan comúnmente asumido como la correlación inversa entre bonos de gobierno y acciones: ¿de qué sirve buscar construir una cartera diversificada si luego en las peores crisis todos los activos caen a la vez? En 2008 no fue así, pero el primer semestre de este año fue tan dañino para las carteras multiactivos precisamente por esta razón. Además de las herramientas de gestión dinámica del riesgo ya mencionadas en este artículo. Otro enfoque que cada vez tiene más adeptos en la industria y que en iCapital llevamos aplicando desde más de una década consiste en reemplazar las clases de activos con *risk-factors* macro (como crecimiento, tipos, inflación, crédito) como elementos básicos de las carteras. Está demostrado que las correlaciones de estos factores son menores y más estables, permitiendo obtener carteras más resilientes bajo los distintos escenarios de mercados. ■



**Paolo Mezza**

Socio de iCapital,  
miembro de ASEAFI



**ASEAFI**

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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

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

RICARDO PUMAR | Presidente de Grupo Insur

## «Nuestros objetivos para el resto del ejercicio se centran en la entrega de las viviendas programadas para el segundo semestre, por un importe de 64,9 millones de euros»

Ricardo Pumar, Presidente de Grupo Insur, nos presenta las últimas cifras financieras a cierre del primer semestre del Grupo, en el que ha incrementado su beneficio neto un 277% hasta los 11,5 millones de euros. Asimismo, explica qué objetivos y proyectos tiene ya en marcha la inmobiliaria para lo que resta de año así como las líneas fundamentales de su Plan Estratégico a 2025.

POR ESTHER CHAPA / REDACCIÓN

### El 2022 está siendo un buen año para Grupo Insur. ¿Qué balance hacen de las cifras obtenidas en el primer semestre? ¿Cuál dirían que ha sido el catalizador para obtener estos resultados?

Acabamos de publicar el informe financiero intermedio a 30 de junio de 2022 en el que presentamos un beneficio de explotación de 17,9 millones de euros vs 7,1 millones de euros en el primer semestre de 2021, lo que supone un incremento del 152%. Este importante incremento del beneficio se debe en gran medida al resultado positivo de 12,1 millones de euros derivado de la aplicación de la NIIF 3, sobre combinación de negocios, por la compra del restante 50% y consiguiente toma de control de la participada Desarrollos Metropolitanos del Sur, S.L., sociedad que habíamos constituido en 2015, al 50%, con Anida Operaciones Singulares, S.A.U. para desarrollar una importante bolsa de suelo en el sector Entrenúcleos de Dos Hermanas (Sevilla). Estos beneficios por la toma de control han puesto de manifiesto el valor generado por esta sociedad, aparte de los beneficios obtenidos en los distintos ejercicios, desde su constitución.

### ¿Cuáles han sido los hitos más destacados para la compañía en lo que llevamos de año?

Los hitos más destacados para el Grupo durante este primer semestre han sido, en primer lugar, la compra del 50% restante del capital social de la sociedad Desarrollos Metropolitanos del Sur, S.L., con un valor

bruto de los activos a la fecha de la toma de control (16 de junio de 2022) de 85,8 millones de euros, en segundo lugar, en cumplimiento de nuestro plan estratégico, las importantes inversiones realizadas durante el período en compras de suelo, fundamentalmente terciario-oficinas, en Madrid y Málaga, para el desarrollo de nuevos proyectos de oficinas, inversiones que han alcanzado un volumen global de 48,3 millones de euros (32,6 millones de euros ajustado por el porcentaje de participación del Grupo en las sociedades con terceros) y, en tercer lugar, el sólido comportamiento de la actividad patrimonial, con un incremento de la cifra de negocio del 19,9%, crecimiento que aporta mucha consistencia a nuestra cuenta de resultados.





### **¿Qué nuevos proyectos y objetivos se ha marcado Insur para lo que resta de año?**

Nuestros objetivos a corto plazo para el resto del ejercicio se centran fundamentalmente en la entrega de las viviendas programadas para el segundo semestre, por un importe de 64,9 millones de euros (58,8 millones de euros ajustado por el porcentaje de participación del Grupo en las sociedades con terceros) y avanzar en el desarrollo de los numerosos proyectos que tenemos en cartera. Entre estos me gustaría destacar los dos proyectos de oficinas que estamos proyectando en Málaga capital, el proyecto Ágora, con una edificabilidad de 9.500 m<sup>2</sup> s/r y el proyecto Martiricos, con una edificabilidad de 10.900 m<sup>2</sup> s/r, los dos proyectos de oficinas en Madrid capital, un edificio de oficinas en Las Tablas de 9.000 m<sup>2</sup> s/r y un campus empresarial en Valdebebas, con una edificabilidad de 36.500

m<sup>2</sup> s/r y el proyecto hotelero en Atlanterra, en Tarifa (Cádiz) con una edificabilidad de 30.000 m<sup>2</sup> y 315 habitaciones.

### **¿Siguen manteniendo las previsiones anunciadas en el Plan Estratégico a 2025? ¿En qué consiste exactamente?**

Las líneas fundamentales de nuestro Plan Estratégico son aumentar la eficiencia general del Grupo y la rentabilidad de los proyectos, mediante al acceso a mejores y mayores proyectos, la diversificación geográfica, con una mayor presencia en Madrid, la potenciación de la actividad de promoción terciaria en las capitales de Madrid y Málaga y la diversificación de las fuentes de financiación, líneas estratégicas que nos permitirían alcanzar unos beneficios consolidados acumulados de 100 millones de euros y preparar a la compañía para acometer una ampliación de capital.■



# Inversiones en I+D, clave para el crecimiento

**E**l Sector biotecnológico europeo es fundamental para mantener la independencia y soberanía estratégica. Según los últimos datos de EURO-PABIO, contribuyó al PIB de la UE con más de 35000 millones de euros y soporta 1 millón de puestos de trabajo de alta formación. Farmaindustria señala en su informe que el **20% de la inversión industrial en I+D en España proviene de la industria farmacéutica**, y el último informe de ASEBIO que **las empresas biotecnológicas suponen el 0,9% del PIB y soportan más de 120000 empleos**. España además dispone de magníficas condiciones para el desarrollo de ensayos clínicos, lo que supone una oportunidad para atraer inversión internacional y son una oportunidad para pacientes.

En Oryzon **seguimos apostando por desarrollar fármacos de muy alta innovación** en el campo de la epigenética y por la inversión en I+D como mo-

tor de crecimiento de la compañía. En el primer semestre de 2022 hemos intensificado nuestras inversiones en I+D **hasta los 7,8 M€ (+28% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior)**. A pesar del contexto internacional, mantenemos una sólida posición financiera, reforzada recientemente con la firma de un programa de bonos convertibles por hasta 20 millones de euros a lo largo de 30 meses, que proporciona financiación para seguir desarrollando nuestra apasionante cartera de proyectos hasta el primer semestre de 2024.

En oncología hemos obtenido **datos muy positivos con iadademstat en el ensayo de Fase II ALLICE**, en combinación con azacitidina, **en leucemia mieloide aguda (LMA)**. Los datos de 42 meses presentados recientemente continúan confirmando un alto porcentaje de respuestas, que son rápidas y duraderas, junto con una buena tolerabilidad. Tenemos previsto presentar los datos finales de este ensayo en diciembre en ASH-2022.

Creemos que las combinaciones con iadademstat aumentarán las opciones terapéuticas para los pacientes con LMA tanto en primera como en segunda línea. Así empezaremos próximamente a reclutar pacientes en un **nuevo ensayo en EEUU, FRIDA**, en combinación con gilteritinib en pacientes con mutación FLT3 en recaída/refractarios. Para complementar los costes de ejecución de este estudio, hemos conseguido recientemente una subvención pública no retornable de la UE de 1,87 millones de euros.

Seguimos además los preparativos para nuevos ensayos en combinación en tumores sólidos neuroendocrinos. En **cáncer de pulmón de células pequeñas** (CPCP), STELLAR será un ensayo de Fase Ib/II aleatorizado y multicéntrico de iadademstat con un inhibidor de punto de control inmunitario en pacientes con CPCP metastásico en primera línea. Además, estamos a punto de iniciar, también en EE.UU, un ensayo de Fase Ib/II colaborativo en combinación con agentes sinérgicos en CPCP R/R a platino y en tumores neuroendocrinos (NET) de alto grado pulmonares y extrapulmonares. La firma reciente de una colaboración con el Instituto Nacional del Cáncer de EE.UU. en el marco del programa CRADA, es un éxito que avala nuestra ciencia y nos permitirá ampliar considerablemente el desarrollo clínico de iadademstat utilizando una extensa red de hospitales federales.

En neurología, seguimos avanzando en el desarrollo clínico de vafidemstat. Continuamos reclutando pacientes de forma activa en el ensayo clínico de Fase IIb **PORTICO en pacientes con Trastorno Límite de la Personalidad** (TLP) en Europa y EE.UU. Al igual que el ensayo clínico de Fase IIb **EVOLUTION en pacientes con esquizofrenia** que también ha continuado reclutando pacientes.

La compañía está desplegando además un enfoque pionero de medicina de precisión en enfermedades del sistema nervioso, con un primer **ensayo clínico en pacientes con síndrome de Kabuki** (SK) como punta de lanza. La compañía está finalizando el diseño de este nuevo ensayo de Fase I/II, denominado HOPE, que planea llevar a cabo en EE.UU.

En Oryzon nos encontramos en un **momento clave**, la nueva hornada de ensayos clínicos deberá sentar las bases para un desarrollo clínico acelerado y una llegada a mercado más rápida. Las últimas incorporaciones de profesionales norteamericanos con amplísima experiencia en interacciones con la FDA y el entorno financiero USA, no solo refuerzan nuestra presencia permanente en este país, sino que serán críticas **para la ejecución de los programas clínicos y avanzar estratégicamente en el plan de alianzas y aprobaciones.** ■



**Carlos Buesa**

CEO y fundador  
de Oryzon Genomics



# Listos para liderar el crecimiento de las renovables en Europa

Las empresas necesitan tener bien definidos tres aspectos esenciales para crecer y desarrollar sus proyectos de manera óptima: un buen plan estratégico que marque un rumbo claro, con unos objetivos bien definidos y la manera de llevarlos a cabo; una organización bien engrasada y preparada para dar ese salto cuantitativo y cualitativo; y por último la suficiente solidez financiera para impulsar ese crecimiento y sostener ese esfuerzo en el tiempo.

Junto a ello, es necesario una correcta gestión del riesgo, que permita controlar esas variables que generan incertidumbre con mecanismos que lo mitiguen. Y para eso una buena gobernanza es clave, y Grenergy como cotizada con experiencia la tiene.

En Grenergy seguimos haciendo los deberes en todas estas variables con el único propósito de seguir impulsando el crecimiento. Después de un desarrollo sostenido en los últimos años que nos ha situado en una relevante posición en el sector de las renovables, estamos implementando unos planes de expansión, con una mayor presencia en

Europa y Estados Unidos, así como diversificando la tecnología hacia el almacenamiento.

Nada de esto sería posible sin la confianza que el mercado y los inversores vienen depositando en Grenergy, y que para nosotros supone la mejor prueba de que estamos en el camino adecuado para seguir creciendo.

Y es que los inversores nos han apoyado de una forma abrumadora en las distintas operaciones de mercados de capitales que hemos lanzado. Primero en el mercado de renta fija, con programas en vigor de 200M€ habiendo realizado las principales emisiones en un momento muy competitivo en tipos. Por otro lado, dos ampliaciones aceleradas por 195M€ dirigidas por bancos de inversión como Citi o Barclays, ejecutadas con sobredemanda y obteniendo un libro de calidad que nos acompañará en adelante.

Estamos hablando de casi 400 millones de euros con los que la compañía fortalece su balance, sus fondos propios y capacidad financiera para acometer las inversiones del plan estratégico, que pasan principalmente por acelerar su crecimiento.



to en energía solar, eólica, y así como reforzar su capacidad de liderazgo en almacenamiento.

En el mercado europeo, acuciado en estos momentos por potenciar la transición energética con el desarrollo de energías renovables y de almacenamiento, estos fondos nos han servido para adelantarnos y fortalecer nuestros planes en Alemania. Con nuestra nueva sede en Berlín, y el magnífico equipo de desarrollo local, apoyado por nuestra central, nos pondremos a trabajar en el objetivo de construir plantas solares lo antes posible, y poder alcanzar un pipeline de 3 GW para 2025.

El Plan REPower EU lanzado por la Unión Europea para, entre otros aspectos, duplicar la capacidad solar de aquí a 2025, va a suponer sin duda un fuerte empujón a los planes de construcción de renovables en estos países y en otros que forman parte también de la UE, y que de esta forma disminuirán su dependencia del gas y el petróleo rusos en este contexto de crisis energética provocada por la guerra de Ucrania.

En EEUU las renovables han recibido positivamente el impulso que el Plan Biden, recientemente aprobado y que invertirá 370.000 millones de dólares en descarbonizar la economía, lo que va a suponer una exponencialidad en la instalación de plantas solares como de almacenamiento de baterías.

Con la adquisición hace unos meses del 40% de la desarrolladora estadounidense de proyectos fotovoltaicos y de baterías Sofos Harbert Renewable Energy, estamos posicionados para aprovechar dichos planes.

No podemos olvidar Latinoamérica, donde Grenergy lleva una década operando y, en este periodo, ha logrado posicionarse como empresa líder en Chile en cuanto a número de plantas conectadas, más de 50, y contar con presencia en otros cuatro países de la región.

Y en cuanto al almacenamiento, la compañía ha puesto ya en marcha divisiones de esta tecnología en las tres plataformas en las que opera, EE.UU., Latam y Europa. El objetivo es integrar el almacenamiento en sus planes de crecimiento como factor clave en la transición energética y herramienta fundamental del sistema eléctrico.

Tenemos un plan estratégico definido, recursos y apoyo demostrado de los mercados financieros, y hay una coyuntura internacional para acelerar la descarbonización y la independencia energética. Sin duda, en Grenergy, estamos preparados ante este reto. ■



**Daniel Lozano**

Chief Strategy and Capital  
Market Officer de Grenergy



# El valor de estar cerca en un mundo global y competitivo

**P**ara ser longevos en un sector global, competitivo y exigente como es el de la energía, debemos ser profesionales, comprometidos y dar soluciones de máxima calidad.

Tras cumplir 75 años de historia, en Arteché creo que también debemos ser justos y valorar como se merece este hito.

Tenemos un fuerte arraigo en el territorio y, sin olvidar nuestras raíces, generación tras generación, la compañía ha ido evolucionando y creciendo a nivel internacional. Somos una empresa familiar que nació en 1946 con un pequeño taller en el País Vasco y, actualmente, somos más de 2.500 personas; contamos con 13 factorías en Europa, América, Asia y Oceanía; y tenemos clientes en 175 países. Además, para aspirar a liderar un mercado como este, debemos buscar soluciones innovadoras y, por ese motivo, tenemos seis centros dedicados a la investigación.

Competimos en una liga muy disputada donde los competidores son grandes corporaciones con estructuras inmensas al lado de la nuestra; pero, 75 años después de nuestra fundación, somos líderes en el mercado de transformadores de medida a nivel internacional y en el de relés auxiliares y mantenemos también una posición de liderazgo regional en el resto de los productos especialmente dirigidos a mercados de alta exigencia y valor añadido, como la generación renovable y el sector ferroviario. Pero para llegar a este punto de excelencia, no es suficiente ofrecer productos de máxima calidad y entran en juego otros factores, como el cuidado al cliente.

Siempre contamos una anécdota que creemos que refleja muy bien qué es Arteché: nuestros primeros cinco clientes hace 75 años siguen siéndolo en la actualidad. Huelga decir que ellos podrían haber elegido a cualquier otro en el mercado, pero han decidido seguir uniendo su camino al nuestro y es algo que, francamen-

te, nos hace sentirnos muy orgullosos de nuestro desempeño. Esto, además de demostrar que somos un proveedor serio y constante, habla de cómo cuidamos a los que nos eligen. No en vano, nuestros clientes nos han dado una nota de 4,7 sobre 5 en sus valoraciones.

Creemos y logramos ser más grandes, sí; pero sin perder nuestra esencia: la cercanía. Somos un pez pequeño en un mar de grandes peces, pero, lejos de verlo como una desventaja, lo vemos como una oportunidad para ofrecerle valor añadido a nuestros clientes, amoldándonos a unas necesidades cada vez más exigentes y estando a su lado en momentos de éxito, pero también (y, sobre todo) cuando hay que arrimar el hombro o surge algún imprevisto. Este aspecto hace que se genere una bonita relación que va más allá de lo meramente comercial, en la que se celebran de forma sincera los logros propios y ajenos, y que, cuando los tiempos en los que nos están tocando vivir actualmente son de todo menos amigables, nos sigan eligiendo. Disponemos de una capacidad técnica que nada tiene que envidiar a la de una gran multinacional del sector de la energía y, además, el punto de diferenciación que podemos ofrecer es un trato cercano gracias a la ubicación de nuestras plantas y oficinas comerciales.

La cercanía es algo que fomentamos dentro y fuera de la compañía. El hecho de ser una empresa familiar no es baladí: los valores que la fundamentan tienen un peso específico en nuestro día a día. La atención que tenemos por las personas de Arteché es fundamental y se traslada a los clientes. Cuidamos a los de casa y cuidamos a quiénes deciden contar con nuestros productos y servicios en sus proyectos e infraestructuras. El cuidado del cliente empieza desde dentro de nuestra gente, haciendo ver la importancia de sentir sus proyectos como propios para generar un lazo fuerte y duradero y un sentimiento de pertenencia y compromiso. En definitiva, somos una empresa familiar que cuenta con personas preparadas para dar el mejor servicio en lugares tan dispares como Australia, Turquía, México, Indonesia, Estados Unidos y España, entre otros, y que logramos que esta cultura familiar y de cercanía cale en el cliente.

Nuestro objetivo es seguir creciendo, ser más fuertes, más sólidos, más sostenibles y más internacionales, pero siempre recordando de dónde venimos y cuáles son nuestros valores. Apostamos por seguir siendo un referente y aportar valor al sector eléctrico para contribuir a su transformación en un momento en el que es fundamental en la transición energética, y lo seguiremos haciendo como hasta ahora: codo con codo con nuestros clientes. ■



**Tomás Solís**

Chief Commercial Officer  
(CCO) de Arteché

## CYRILLE CARRIÈRE |

Presidente y Director de Lonvia Capital

# «Somos business pickers y no usamos el retrovisor»

Su fuerte interés por la economía y las finanzas le llevó a que tras terminar su educación en estos campos comenzara a trabajar en Rothschild en 1998 como analista financiero de varios sectores. Posteriormente, en Barclays Wealth Management comenzó su andadura como gestor de fondos de renta variable de pequeña y mediana capitalización, y desde ahí no ha dejado a esas pequeñas joyas de la corona, ya que posteriormente en Groupama siguió con ellas, cosechando un sinnúmero de reconocimientos con el fondo Avenir Euro, pero también asumió mayores responsabilidades.

---

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

**T**ras casi nueve años decide embarcarse en el ambicioso proyecto de crear su propia gestora independiente, acompañado inicialmente un reducido número de profesionales. Así surge Lonvia Capital, donde además Carrière es Presidente y Director de Gestión, y que a 23 meses de su lanzamiento están gestionando 320 millones de euros en fondos abiertos, cifra similar a la de cierre de 2021 a pesar de las caídas de mercado, lo que significa que las caídas de mercado las han más que compensado con suscripciones netas superiores a los 100 millones de euros.

## Un estilo de gestión basado en un verdadero bottom-up

Según comenta Carrière, a menudo en las gestoras en las que ha trabajado, muchos procesos de gestión se basaban en enfoques top down: ¿el mercado subirá o bajará?, ¿tenemos que estar en valores cíclicos o defensivos? La selección de títulos venía en último lugar, y solo servía para ilustrar las decisiones de apuestas direccionales, apuestas sectoriales. Y rara vez funcionaba. Básicamente se trataba de una gestión de "retrovisor", añadiendo que era "muy útil para describir el pasado, pero absolutamente ineficaz para crear alfa".

Por ello, al comenzar a gestionar small caps decidió crear una filosofía de gestión que

fuera totalmente opuesta a lo que había conocido. Se centró en **la selección de valores, la generación de alfa y en su capacidad para identificar empresas capaces de crear valor a largo plazo**, controlando sus estrategias de crecimiento, independientemente del entorno del mercado. Dejó de hacer apuestas direccionales y de vender un valor porque "le fue bien", como si tuviera que vender todos los años la cartera para reemplazarla con nuevas ideas "frescas".

Con una humildad muy característica de esas personas especiales, comenta que algo que le diferencia de otros gestores es "haberse mantenido fiel a su filosofía", así como el abstraerse del ruido del mercado y centrarse en aquello que se puede controlar, y eso pasa por "conocer, entender y comprender bien los modelos de negocio en los que uno va a invertir, que en nuestro caso invertimos con la ambición de acompañar a las compañías por décadas". Es por eso que dedica más del 80% de su tiempo reunido o hablando con los equipos directivos de las compañías, y puntualiza que "la proximidad al management es crucial para entender bien el modelo de negocio".

Añade que no pierde tiempo en intentar anticipar o predecir lo que van a hacer los mercados, ya que sobre eso no tiene ningún tipo de control.



A lo anterior, comenta que su proceso de construcción de carteras es diferencial, ya que por mucho que les guste una compañía no hacen apuestas específicas o temporales, sino que invierten en aquello para la siguiente década.

### **Las inversiones son transversales, y nosotros somos business pickers**

Una compañía es buena o mala independientemente de su valoración, no hay Value vs. Growth. El factor de rentabilidad diferenciador será la capacidad de una empresa para generar beneficios sostenibles, independientemente de la categoría en que se clasifiquen.

*"A mí no me gusta hablar de Value o de Growth, a mí me gusta hablar de buenos modelos de negocio".* Hay empresas ganadoras y perdedores en todos los sectores. Es un error intentar apostar por value o por growth, por EE.UU. o por Europa. Las oportunidades son transversales.

Como consecuencia, su estrategia se basa **en construir carteras a largo plazo**, independientes de los índices de referencia, totalmente invertidas, sin consideraciones de *market timing*, sin derivados, sin gestión de la beta, sin asignación sectorial o geográfica. No toman en cuenta ningún factor top down en su proceso de inversión ya que **su estrategia es simple y patrimonialista**, siendo *business pickers* y no *stock pickers*.

Es por ello que la rotación de sus carteras es muy baja, ya que al invertir en una compañía el conocimiento y convencimiento es alto, y su peso es simplemente que cada una está en una fase de crecimiento diferente. Su tracking error es elevado (alrededor de 10%) y su active share también (por encima de 90%).

### **Visión sobre la inflación, valoración y perspectivas**

Los tipos de interés tienen dos **efectos**, uno sobre la **valoración** y otro sobre el **coste de la deuda**. Si inviertes en compañías con baja deuda y una fuerte posición de liquidez, las subidas de tipos les afectarán menos. »



» Las subidas de tipos de interés tienen un impacto en las valoraciones (en la pendiente de la curva de rentabilidad), pero la rentabilidad está impulsada sobre todo por el crecimiento de las empresas. El **desempeño operativo** seguirá siendo el **principal catalizador de la cotización** de una acción.

Para combatir la inflación, el **poder de fijación de precios** es más esencial que nunca, y ya las empresas (que pueden) han anunciado aumentos de precios. Es importante tener empresas en cartera que **no sean intensivas en capital**, y que además, unido a la alta recurrencia de sus productos o servicios, haga que se comporten bien en un entorno de inflación por encima de la media.

La perspectiva es favorable para las empresas de pequeña y mediana capitalización en Europa. El universo de pequeñas y medianas empresas es el lugar de la **innovación por excelencia**, donde se **crean nuevas tecnologías, nuevos modelos económicos** en todos los sectores.

Este es el "sweet spot" para identificar empresas que ya no son conceptos industriales, que están presentes en buenos mercados con los productos y la gestión adecuados, y que se beneficiarán de fases de expansión y aceleración de su crecimiento. Empresas en las que invertir y a las que podemos apoyar como inversores a largo plazo.

En Europa hace muchas décadas que se viene desarrollando un know how único en algunos sectores de gran relevancia para los avances que hemos tenido como sociedad durante los últimos años. La tecnología médica, la digitalización, la innovación, la automatización de procesos en la industria, en la logística, o la industria 4.0 son sectores donde Europa juega un rol de liderazgo a nivel global.

### Consejo para los inversores

Vivimos en un mercado dominado en el corto plazo por una narrativa macroeconómica y factores exógenos (subidas de tipos de interés, inflación, guerra en Ucrania, Covid en China....) que crean incertidumbre y falta de visibilidad, y eso es justo lo que no quieren los inversores, pero la **dinámica a largo plazo prevalecerá**, de ahí que, ahora más que nunca, es **esencial tener una visión a largo plazo**.

Cuando hay volatilidad, debido a las incertidumbres, falta de visibilidad, etc... tendemos a rotar hacia otros sectores, valores, estilos, intentando predecir qué es lo que mejor se va a comportar. Y precisamente, es en estos momentos de mayor ruido cuando se hacen más evidentes las ventajas de aplicar conceptos de inversión sencillos, como la **orientación al largo plazo, la diversificación y el conocimiento profundo de las compañías en las que se invierte**. Estos son principios básicos, los pilares sobre los que construir carteras de calidad en el largo plazo. ■

Con Holaluz,  
aunque no tengas tejado,  
**ahora la luz eres tú.**

Porque hacemos llegar  
hasta tu casa **energía 100%**  
**verde producida por un**  
**tejado muy cerca de ti.**

**Produce. Vende. Contagia.**  
**Súmate a la Revolución de los Tejados.**

SUSTAINALYTICS

ESG  
INDUSTRY  
TOP RATED



Certified



Corporation

luz 100% verde

900 67 07 07

**holaluz**

Un selfie  
desde Marte.  
¿En serio?

En serio.

## Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

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

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



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