GESTORES

La revista más exclusiva de fondos de inversión

#8 / OCTUBRE 2022

GESTIÓN

ESCUDOS CONTRA LA INFLACIÓN Y LA VOLATILIDAD

Cómo reajustar las carteras de fondos en tiempos inciertos

ANÁLISIS SECTORIAL

GIGANTES DE INTERNET
Menos atractivos pero con nuevas oportunidades

PRODUCTOS

FONDOS DE RETORNO ABSOLUTO
Rentabilidad pase lo que pase en los mercados

FORMACIÓN

CÓMO FUNCIONA UN FONDO DE *VENTURE CAPITAL*
La apuesta por empresas innovadoras no cotizadas

LA HORA DE LOS VALIENTES

Apenas dos meses después del inicio de la invasión de Ucrania, titulaba esta misma página "Las arpías de la guerra", convencido de que Putin no nos derrotará. Ahora, seis meses más tarde, vemos cómo el sátrapa se tambalea. Su criminal agresión sigue causando efectos devastadores en el planeta y en la economía global, pero hemos desarrollado escudos para protegernos.

MANUEL MORENO CAPA • DIRECTOR DE GESTORES

Si hace seis meses recomendaba desde aquí no caer en el pánico, recurrir al asesoramiento profesional para nuestras inversiones y no realizar movimientos bruscos en nuestras carteras de fondos, ahora –como está haciendo el ejército ucraniano– es recomendable pasar a la ofensiva: ha llegado la hora de los valientes, de tomar posiciones que nos protejan de esta ola inflacionaria y de volatilidad que será duradera pero que terminará pasando.

Si al enorme, ineficaz, corrupto y desmotivado ejército de Putin le está haciendo frente uno más pequeño, se debe no sólo a la motivación de ciudadanos que combaten por recuperar su país, sino también a que las tropas de Zelenski disponen de dos elementos imbatibles: armamento moderno, facilitado por Occidente y, sobre todo, la mejor inteligencia militar del planeta, es decir, la estadounidense y la británica.

El inversor también dispone de herramientas tan eficaces como los drones y modernos misiles de los ucranianos. Y algunas de estas herramientas están específicamente diseñadas para comportarse razonablemente pase lo que pase en los mercados. Un buen ejemplo son los fondos de retorno absoluto, que analizamos detalladamente en las páginas 22 a 27. No son infalibles (nada en los mercados lo es), pero pueden resultar escudos muy útiles frente a la volatilidad.

Pero más importante aún que el armamento es la inteligencia. Como en el número anterior de GESTORES, algunos de nuestros consejeros editoriales nos comentan (páginas 6 a 11) estrategias y estilos de gestión capaces de protegernos de la inflación (el peor "impuesto" de todos, pues a todos nos afecta) y de la incertidumbre, acrecentada por el sentimiento de que el conflicto bélico –que está en el corazón del repunte inflacionario y del cambio de política de los bancos centrales– puede prolongarse e incluso degenerar en uno aún mayor.

Y no estamos ante "un conflicto en un país lejano entre gentes de las que no sabemos nada", como se refirió el torpe primer ministro británico Neville Chamberlain a las aspiraciones nazis sobre Checoslovaquia en 1938, que desembocaron en la invasión hitleriana del país y en el estallido de la Segunda Guerra Mundial. Ucrania no es un país lejano, sino un aspirante a ser plenamente europeo (justo lo último que desea Putin), y la agresión criminal del dictador ruso no sólo afecta a los pobres ucranianos, sino que incrementa la pobreza y la desigualdad en todo el mundo, erosiona el crecimiento incluso de las grandes economías occidentales, compromete la lucha global contra la emergencia climática y hasta deteriora radicalmente el medio ambiente: ahí están las nubes de metano que escapan de los gasoductos saboteados, por no hablar del riesgo de grave incidente en la mayor central nuclear de Europa, tomada por los incompetentes militares rusos.

Por ese carácter global de esta guerra, y por las amenazas que mantiene sobre todos, es más necesario que nunca tomar medidas inteligentes, no precipitadas, incluso valientes. Esconder el dinero en depósitos a plazo fijo equivale a dejar que lo erosione rápidamente la inflación. Hacer movimientos precipitados en las carteras de fondos (que aún pueden tener plusvalías pese a los últimos recortes) sin tener claro qué rumbo tomar tampoco ayudará a los inversores.

La clave es actuar con inteligencia y con determinación. Igual que Europa y Estados Unidos no pueden ceder ante la agresión del tirano del Kremlin, los inversores deben actuar también con rigor y sin dejarse llevar por el miedo. Estamos en un escenario nuevo, con la inflación más alta en casi medio siglo y los tipos de interés subiendo a niveles de hace dos décadas. Pero esto no debería ser eterno. Hay mercados absolutamente distorsionados, comenzando por el energético. ¿O alguien cree de verdad que los índices actuales son todavía válidos para calcular el precio de algo tan manipulado como el gas? Las propias Bolsas asisten a valoraciones, en términos de PER, que dan ganas de comprar masivamente valores de calidad. De hecho, ya lo están haciendo algunos gestores de fondos de los que se juegan su propio dinero en los productos que gestionan. Una prueba no sólo de que son valientes, sino, sobre todo, de que se mueven con criterios profesionales a medio y largo plazo. Los mismos que debe seguir el inversor.

"Los inversores disponen de herramientas y de inteligencia/asesoramiento suficientes para protegerse e incluso para actuar con determinación"

08/sumario

GESTIÓN

Escudos contra la inflación y la volatilidad

Cómo reajustar las carteras de fondos en tiempos inciertos.

PRODUCTOS

Fondos de retorno absoluto. Rentabilidad pase lo que pase en los mercados

No son la panacea, pero sí una buena alternativa en estos tiempos de guerra, inflación e incertidumbre en los mercados.

Plante árboles en su cartera de fondos

Si después de asistir a los trágicos incendios forestales del último verano, se ha concienciado aún más sobre la importancia de los bosques, ahora puede invertir en ellos.

Edita: **Consejeros del Capital Social, S.R.L.**
Presidente: Fernando González Urbaneja.
Consejero delegado: Javier Arce.
Director: Manuel Moreno Capa.
Directora de Publicidad: Lorena Sarmiento.
CONSEJO EDITORIAL: Ana Claver Gaviña, Lorenzo González Menéndez, Fernando González Urbaneja, Ángel Martínez-Aldama, José María Martínez-Sanjuán, Enrique Marazuela Cejudo, Manuel Moreno Capa, Mari Pinardo Martín, Gonzalo Rengifo Abbad y Alejandro Scherk Serrat.
FOTOGRAFÍA: iStock, Freepik, Pixabay y Unsplash.
DISEÑO Y MAQUETACIÓN: Marcela De Gregorio y Alfredo Casaccia.
REDACCIÓN, PUBLICIDAD y SUSCRIPCIONES, Calle de San Hermenegildo, 31-2º D. 28015 Madrid. Teléfono 91 515 57 15.
redaccion@revistaconsejeros.es // publicidad@revistaconsejeros.es // suscripciones: info@revistaconsejeros.com
D.L.: M. 50.516-2005 ISSN: 1885-6829
La revista GESTORES se publica y distribuye conjuntamente con la revista CONSEJEROS.

Nota de la redacción. GESTORES es una revista dirigida a inversores y a profesionales del sector financiero (entre estos últimos, en particular a entidades consideradas como contrapartes elegibles o inversores profesionales bajo la normativa aplicable). El análisis y la información sobre instituciones de inversión colectiva u otros instrumentos financieros que publica GESTORES tiene exclusivamente propósitos informativos y no debe interpretarse en ningún caso como una oferta de venta o una recomendación de inversión. La información no constituye una descripción completa de las instituciones de inversión colectiva u otros instrumentos financieros, mercados o productos a los que se hace referencia. Las opiniones publicadas por los colaboradores no deben ser interpretadas como opiniones de la publicación, que puede o no compartirlas, según los casos, y tampoco deben ser consideradas ofertas de venta o recomendaciones de inversión.

LA ÚLTIMA FRONTERA

03 La hora de los valientes

FORMACIÓN

¿Cómo funciona un fondo de *venture capital*?

La inversión en *startups* tecnológicas, antes reservada a unos pocos *business angels* e inversores especialistas, va ganando protagonismo en las carteras de cada vez más inversores, tanto individuos como corporaciones e inversores institucionales.

ANALISIS SECTORIAL

12 Los gigantes de internet. Menos atractivo pero con nuevas oportunidades / Tras el impulso conseguido por los efectos de la pandemia, los gigantes de internet han sufrido serios retrocesos bursátiles.

18 Oportunidades de compra tras la corrección

OPINIÓN

34 Otra vez la inflación / Por Enrique Marazuela. CFA, CAd, director de Asuntos Económicos de la Universidad Pontificia Comillas.

Fidelity Funds Sustainable Future Connectivity Fund

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

Fidelity INTERNATIONAL

El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida.
Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerseinformación 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. CS1051

Cómo reajustar las carteras de fondos en tiempos inciertos

ESCUDOS CONTRA LA INFLACIÓN Y LA VOLATILIDAD

La mejor defensa es un buen ataque: ante la agitación actual, el inversor en fondos puede reajustar sus carteras para que actúen como escudos frente a la inflación y la volatilidad, al tiempo que le permitan mejorar sus posiciones a medio y largo plazo. Cuatro miembros del Consejo Editorial de GESTORES exponen diversas estrategias para lograrlo.

Cómo obtener rentabilidades reales positivas: la vuelta a la normalidad

Por Gonzalo Rengifo. Director general de Pictet AM en Iberia y Latam.

Normalmente, cualquier nueva situación conlleva incertidumbres y estamos viendo que el sentimiento del mercado se está volviendo muy negativo, en mi opinión, demasiado negativo. Porque, en cierto modo y pese a la incertidumbre a corto, volvemos a una cierta normalidad.

Analicemos de forma pausada a qué nos estamos enfrentando. Es cierto que los niveles de inflación son excesivamente altos (máximos de los últimos cuarenta años), pero también es cierto que es una inflación principalmente impulsada por alimentos y energía y lo más seguro es que tenga una vida corta, no estructural.

De hecho, venimos de un ciclo post pandemia en el que las políticas monetarias (¡durante diez años!) y fiscales han terminado de inundar de liquidez los mercados, creando una burbuja de precios en los activos, un exceso de ahorro en las familias y exceso de caja en las empresas, con unos balances saneados. Todo ha sucedido muy rápido y después de un 2021 vertiginoso y muy positivo, nos encontramos con un 2022 en el que salen a relucir todos los desequilibrios, lo que ha traído mucha volatilidad a los mercados y mucha desconfianza entre los inversores. Recesión es la palabra de moda en estos momentos, sin olvidar el trágico conflicto armado en Ucrania.

¿MÁS RIESGOS O MÁS OPORTUNIDADES?

Los próximos doce meses no van a ser fáciles: tendremos que lidiar con inflación, volatilidad, tipos de interés al alza, beneficios de las empresas a la baja y un menguante crecimiento económico. La verdad es que la foto augura más riesgos que oportunidades.

Ahora bien, si miramos y trabajamos para los próximos tres a cinco años, los próximos doce meses son el periodo de las oportunidades, donde por primera vez en diez años la renta fija volverá a jugar un papel fundamental en las carteras y, además, ofreciendo rentabilidades por encima del 2 al 3%. Sería poco profesional afirmar que se pueden obtener rentabilidades reales positivas con inflación de doble digito, pero debemos pensar en la inflación media para los próximos cinco años y lo que nos está diciendo el mercado es que está debería acercarse al objetivo de los bancos centrales, que es el 2%.

Por ello, nuestro esfuerzo y trabajo debe centrarse en estructurar una cartera de inversión para un perfil de riesgo medio conservador que nos dé una rentabilidad nominal entorno al 5%. Efectivamente, siempre han existido activos capaces de proporcionar rentabilidades reales positivas en un entorno inflacionario. Hablamos de inmuebles, de materias primas y del oro.

Ahora bien, si queremos obtener esa rentabilidad real positiva en los próximos cinco años debemos en primer lugar diversificar nuestra cartera, teniendo en cuenta todos los activos disponibles, de forma que disminuyamos volatilidad y busquemos de correlación entre las distintas fuentes de retorno. En el gráfico se muestra una cartera que aconsejaría para los próximos cinco años. Es una simulación de los activos que debería de tener una cartera bien diversificada.

Si partimos de una cartera 50% bonos y 50% acciones, lo más probable es que podamos obtener una rentabilidad nominal anualizada positiva entre 2% y 2,5%. Si queremos acercarnos a niveles del 4 al 5% de rentabilidad, entonces habría que incluir los siguientes activos,

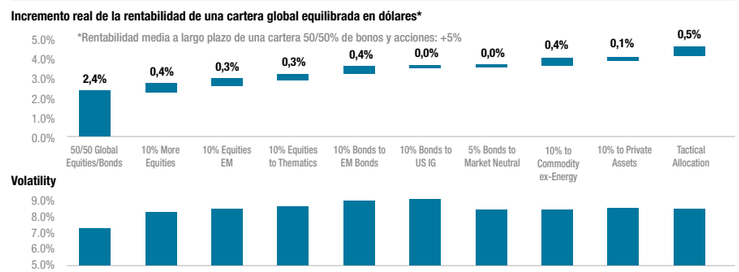
- Mas renta variable de mercados desarrollados e incluir mercados emergentes.
- Inversión temática (salud, transición energética, ciberseguridad y automatización).
- Estrategias de retorno absoluto.
- Activos reales (inmobiliario, deuda privada, infraestructuras, capital riesgo).

No es una cartera estática, sino dinámica, un buen punto de partida para poder no solo combatir la inflación, sino también alcanzar una máxima eficiencia en el binomio riesgo/rentabilidad.

Como podemos ver, hay mucho trabajo que hacer. No todos los inversores deben tener todos los activos mencionados en su cartera, pero sí deben de haberlos analizado por lo menos una vez y conocer qué valor añadido pueden aportar.

En resumen, volvemos a la normalidad, pero siendo conscientes que las reglas han cambiado, ya no es suficiente ni aconsejable solo tener bonos y acciones. Hay que buscar la máxima diversificación, la única forma de obtener rentabilidades reales positivas en los próximos años.

Cómo obtener una razonable tasa de rentabilidad (superior al 4%). Inversiones en dólares



*Based on USD. Initial portfolio is 50% global equities and 50% global government bonds. Portfolio volatility based on 10Y covariance matrix. EM Bonds based on 50/50 blend of local currency and hard currecy govt bonds. Private assets is a 50/50 of Private Equity and Direct Lending. TActical allocation contribution based on a tracking error of 2% and a IR of 0.25. Data as of April 29th 2022.

En busca de rentabilidad en momentos de incertidumbre

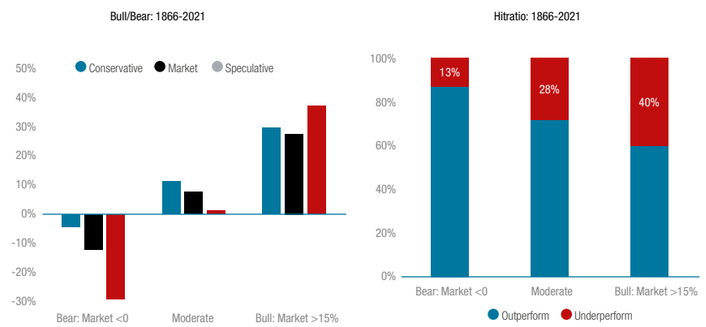
Estrategias de protección

Por Ana Claver. Directora gerente de Robeco Iberia, Latam y US. Offshore. Presidenta del comité de Sostenibilidad de CFA Society Spain.

¿ES POSIBLE GESTIONAR UN FONDO DE INVERSIÓN –O UNA CARTERA DE FONDOS– DE MODO QUE EL INVERSOR ESTÉ PROTEGIDO EN LOS MOMENTOS DE CAÍDA DEL MERCADO Y SE BENEFICIE CUANDO SUBE MODERADAMENTE? ESE ES EL OBJETIVO DE LAS ESTRATEGIAS QUE DENOMINAMOS *CONSERVATIVE* (CONSERVADORAS), QUE PODRÍAN FUNCIONAR BIEN EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES, CON CARTERAS DE MENOR VOLATILIDAD, ALTA CALIDAD Y ELEVADA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO.

GRÁFICO 1:

Fórmula conservadora, acciones especulativas y cartera que replica al mercado durante mercados alcistas (bull) y bajistas (bear).



Low-risk: statistical and forward-looking factors			Return factors: upside potential	
Volatility Short-term and long-term stock price variation	**Beta** Short-term and long-term correlation with markets	**Distress risk** Probability of default and credit spreads	Income	**Value & Quality** Dividend yield, profits, net share buybacks, sustainability
			Sentiment	**Momentum & Revisions** (Credit) momentum, residual analyst revisions, new sentiment

GRÁFICO 2:

Investigación histórica en profundidad: acciones conservadoras a través del tiempo. Navegando a través de recesiones, guerras y ciclos económicos.

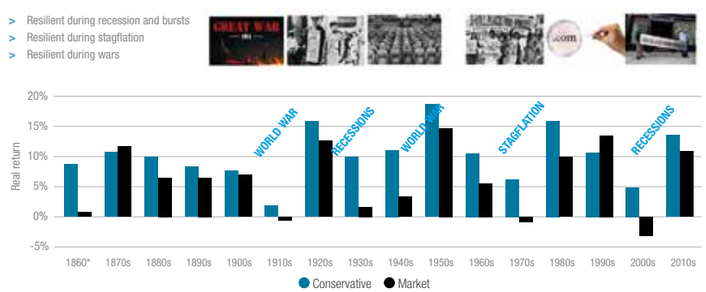
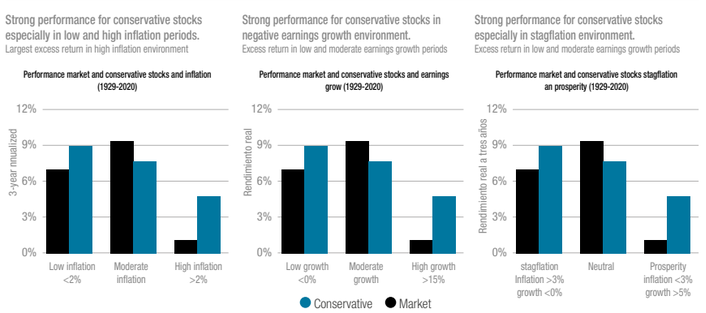


GRÁFICO 3:

Mejor comportamiento de las acciones conservadoras en momentos de retorno a una alta inflación, de beneficios decrecientes o de estanflación.



Las estrategias que denominamos *Conservative* (conservadoras) en la gestión de los fondos de inversión van a un poco más allá de los fondos de baja volatilidad, porque no sólo tienen en cuenta factores de baja volatilidad en el modelo (Beta, desviación típica), sino que introducen también factores de *distress* (para evitar el riesgo de un apalancamiento financiero excesivo), de sentimiento (teniendo en cuenta el *momentum* del precio y de las revisiones de los beneficios) y de valoración (haciendo hincapié en la rentabilidad por dividendo y en la sostenibilidad de ese dividendo). Todo esto ayuda, por un lado, a limitar los *drawdowns* (retrocesos) y, por otro lado, a ensalzar el retorno y el ratio de *sharpe*, participando mejor de la subidas. Así, el fondo trata de proteger en las caídas, acompañar al mercado cuando sube moderadamente y podría quedarse algo atrás cuando estemos ante subidas más verticales. Analizando las series históricas de +150 años de acciones conservadoras, es algo recurrente, como se observa en el gráfico 1.

El proceso de inversión y el modelo que siguen los *Conservative* es comprar dentro de la baja volatilidad, la parte más barata y de calidad y con mejor *momentum*. Es decir el factor que más pesa es el de baja volatilidad, seguido del *value* (que incorpora calidad).

El resultado son carteras con menor volatilidad, de alta calidad, con rentabilidad por dividendo elevada, valoración atractiva y buen *momentum* de beneficios. En líneas generales mismas características / estilos que podrían funcionar bien en los próximos trimestres como veíamos antes.

PERSPECTIVA HISTÓRICA

Los gráficos adjuntos muestran las conclusiones de un gran trabajo de investigación histórico, que da como resultado el mayor *backtest* (prueba retrospectiva) que existe en el mercado para evaluar las acciones conservadoras en distintos contextos históricos, analiza datos hasta 1866, es decir, de más de 150 años, para ver la evolución de las acciones conservadoras en el contexto del mercado. La muestra de datos no es concluyente para determinar el futuro, y las compañías en el pasado no son iguales a las de ahora, pero sí que ven que los patrones de comportamiento de los inversores son muy similares a lo largo del tiempo, y nos pueden dar pistas, como vemos en el gráfico 2.

Como se aprecia en los gráficos 2 y 3, al analizar el comportamiento de acciones conservadoras frente al mercado en escenarios de reversión del crecimiento (en beneficios hacia medias más bajas) o en mayor inflación tras décadas en niveles muy bajos, o de estanflación, se comprueba que en estos entornos –similares al que atravesamos en la actualidad– históricamente las acciones conservadoras lo han hecho mejor que el mercado: gráfico **3.**

El gráfico 4 ilustra de qué modo las estrategias de baja volatilidad suelen batir al mercado en entornos de mayor incertidumbre como el actual, es decir, alta volatilidad y mercados bursátiles a la baja.

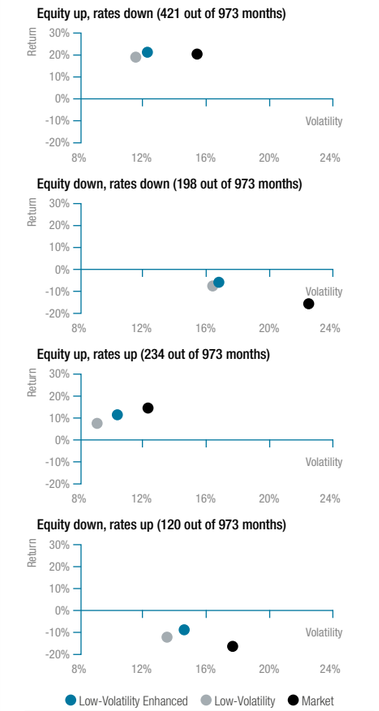
El gráfico 5 muestra que estas estrategias suelen batir al mercado en momentos de bajo crecimiento, alta volatilidad e inflación elevada, es decir, en momentos similares a los actuales.

Estas estrategias más defensivas pueden proteger al inversor en entornos más nerviosos, bajistas y de más volatilidad. A día de hoy, a los inversores parece no importarles el estar persiguiendo *momentum* y el estar pagando altas valoraciones, pero en algún momento cambiará y el foco tornará a buscar retornos más estables y no tan cíclicos o tan *growth*. Ahora, el *timing* es complicado claro y el de factores más. Pero con las valoraciones como están, que siguen altas (el ratio actual Shiller PE sigue muy ajustado), la volatilidad normalizándose de nuevo en niveles altos, todo ello acompañado de caídas de mercado y repuntes de la volatilidad, como hemos estado viendo este año, y estas estrategias harán honor a su lema de "*winning by losing less*" (ganando al perder menos).

Es, en definitiva, una forma más defensiva de estar largo de mercado (y en el caso del fondo Robeco European Conservative o Robeco Emerging Conservative, con una rentabilidad por dividendo del 5%) y, a la vez, de reducir el riesgo cuando el mercado corrija o la volatilidad repunte. Como comentábamos antes, su poca correlación con otras estrategias más tradicionales es interesante y la combinación de un fondo conservador con otro fondo más cíclico en una cartera puede ser muy eficiente. ■

GRÁFICO 4:

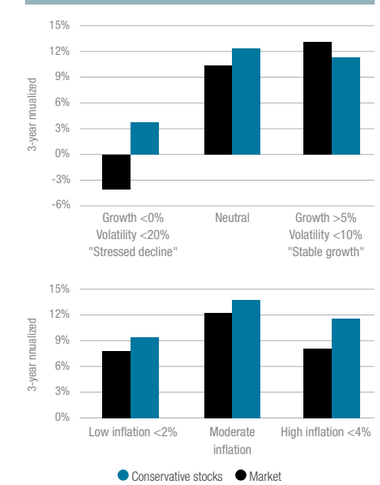
Perdiendo menos en mercados bajistas cuando suben los tipos de interés



Source: Robeco research. Based on empirical research on US stock data from 1929-2010. Low Volatility is defined as a generic low-volatility strategy based on 3-years volatility. Low volatility enhanced is taking valuation and momentum factors into account as well.

GRÁFICO 5:

Mejores resultados en entornos inciertos



Cómo revisar y ajustar las carteras de inversión

Por José María Martínez-Sanjuán. CFA, Global Head of Fund Selection en Santander Private Banking.

La inflación ha pasado a ser la principal preocupación a nivel global y no hay, por ahora, muestra alguna de desaceleración. Si los efectos adversos de la misma en su cartera de fondos es algo que preocupa a los inversores, no es de extrañar, pues la inflación descontrolada puede convertirse en un serio dolor de cabeza al que hay que combatir. Sólo en Europa el panorama actual, no muy diferente al del resto de los países en el mundo, se muestra en el gráfico 1.

Los bancos centrales han cambiado el discurso mantenido durante muchos años y han iniciado una senda restrictiva que ha supuesto subidas de tipos de interés a costa de un menor crecimiento esperado, como se aprecia en el gráfico 2.

Adicionalmente, surge el temor a un fantasma al que se podría tener que enfrentar la economía: la tan temida estanflación, término utilizado para describir una economía con precios disparados, combinados con una desaceleración del crecimiento, lo que a su vez podría llevar a un alto nivel de desempleo. La combinación de una inflación elevada, la más elevada durante cuarenta años, y unas cadenas de suministro desastrosas han exacerbado esos temores.

Ante este escenario tan complejo, los inversores están confusos y no saben dónde invertir, pues ven que las acciones y los bonos están cayendo al mismo tiempo.

REVISAR EL PLAN DE INVERSIÓN

En primer lugar, es aconsejable revisar su plan de inversión y, si no tiene un plan establecido, es buen momento para hacerlo. Tener un plan financiero robusto conlleva tener una asignación de activos en su cartera de inversión que esté alineada con sus objetivos, con su horizonte temporal de inversión, así como con su tolerancia al riesgo. Todos estos factores son distintos para cada uno de nosotros, y por ello es imposible dar una recomendación estándar que valga para cualquier persona.

En segundo lugar, vamos a evaluar los distintos escenarios posibles. Si usted considera que la inflación está para quedarse un tiempo, hay ciertos ajustes que debería plantearse, como es reducir su exposición a renta fija, especialmente a aquellos bonos con mayor duración y menor calidad crediticia, pues son los más sensibles ante un aumento de tipos de interés y un deterioro de la economía. En un entorno de alta inflación los bonos son los grandes perdedores. Esto se debe a que los intereses que gana con ellos vía cupones son fijos y si el escenario continúa con unos tipos de interés al alza, el valor de sus bonos es menor y ello se refleja necesariamente en el precio, el cual tendrá que caer para reflejar el nuevo escenario. Si quiere tener una parte de la cartera invertida en bonos (o en fondos de renta fija), es aconsejable que lo haga a través de bonos cuyas estructuras son flotantes, de forma que cualquier subida de tipos de interés sea recogida de forma paulatina cada vez que toque actualizar los intereses del bono.

Si, por el contrario, piensa que los tipos de interés ya han recogido un valor justo y, por tanto, no van a subir más, o incluso pueden llegar a caer de nuevo como consecuencia de una futura desaceleración económica, lo conveniente sería empezar a invertir a unos precios actuales cuyas rentabilidades futuras son ciertamente más atractivas de lo que han sido en el pasado reciente. En este caso invertir en bonos con mayor duración sería la estrategia más adecuada, e incluso invertir en bonos de menos calidad crediticia podría ofrecerle una rentabilidad adicional.

SECTORES DEFENSIVOS EN BOLSA

En renta variable es diferente pues, si bien es cierto que las compañías también sufren costes mayores al calor de la inflación, la clave en un entorno de alta inflación es posicionarse en sectores defensivos que son aquellos que son capaces de incrementar los precios de los bienes y servicios que ofrecen. Suelen ser compañías cuyos ingresos son más estables independientemente del ciclo económico en el que nos encontremos, y además empresas que tienen un nivel razonable o bajo de apalancamiento. Este tipo de compañías exhibe una menor volatilidad gracias a la calidad de sus balances y a la resiliencia de sus modelos de negocio, los cuales soportan mejor los periodos de mayor incertidumbre. Cuando haya una mayor claridad de la situación en la que nos encontramos dentro del ciclo económico, será el momento de invertir de nuevo en compañías más cíclicas que se beneficiarían de esa mejora, pero no parece que estemos ahí todavía.

INVERSIÓN ALTERNATIVA

Ya en el terreno de la inversión alternativa, son las estrategias de activos reales las que más se benefician de un entorno inflacionista. Por activos reales nos referimos a bienes inmuebles, así como a infraestructuras. Son activos que generalmente proporcionan una corriente de flujos de caja estable y cuyos contratos de renovación suelen estar ligados a la inflación. En algunos casos, dependiendo del activo que se trate, dichos contratos están avalados por el Estado, lo cual le confiere una mayor estabilidad en un periodo de incertidumbre económica. ■

GRÁFICO 1:
EUROPA-INFLACIÓN EN JULIO DE 2022 (en %).

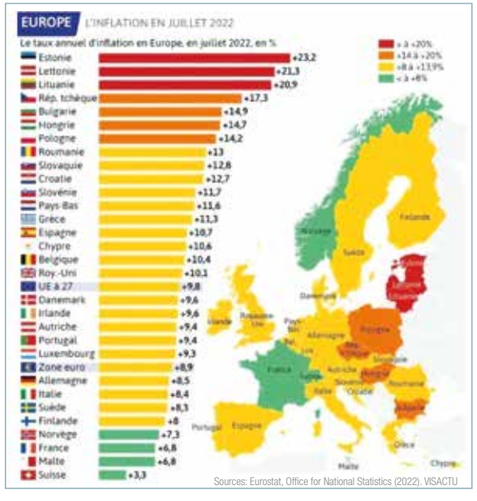
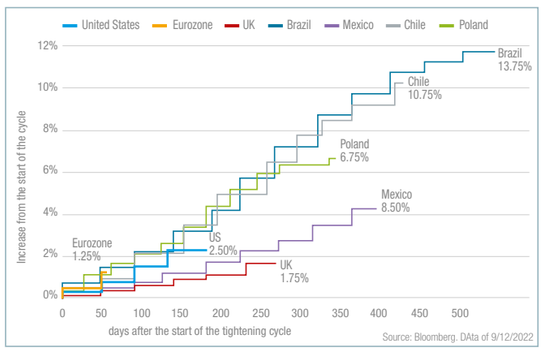


GRÁFICO 2:
TIPOS DE INTERÉS DE LOS BANCOS CENTRALES.
(desde tipo cero al comienzo del ciclo de endurecimiento de las políticas monetarias)



Encontrar la estabilidad en tiempos agitados

Por Lorenzo González. CAIA, Institutional&Advidsory Business Sales Director en Nordea.

Después de más de una década de bajos tipos de interés, los inversores se enfrentan ahora a un aumento de la inflación, aumento de los tipos de interés y a la posibilidad de un aterrizaje forzoso. ¿Dónde posicionarse para encontrar estabilidad en tiempos tan inciertos?

A medida que los mercados se ven afectados por la inflación y la subida de tipos, los inversores deben enfrentarse a los desafíos económicos con inversiones fundamentales.

Las inversiones fundamentales se enfocan hacia activos que pueden generar rentabilidad para compensar el impacto de la inflación. Esto puede sugerirle acudir a renta variable, pero los riesgos de este tipo de activo han aumentado. Así pues, ¿cómo pueden los inversores capturar rentabilidad y, al mismo tiempo, encontrar una capa de protección contra las caídas?

La respuesta: sea muy selectivo en las acciones que decide incorporar en su cartera.

Los inversores necesitan empresas que puedan soportar fuertes presiones -inflación, subidas de tipos de interés, debilidad económica…- y que al mismo tiempo puedan seguir haciendo crecer sus negocios. Nos referimos a empresas con beneficios estables y sólidos balances financieros que pueden actuar como estabilizadores, proporcionando un elemento de protección tanto para la recesión económica como para las subidas de los tipos de interés.

La naturaleza de las empresas en las que invertimos radica en estar bien posicionadas para hacer frente a las presiones inflacionarias y poder así beneficiarse de un crecimiento continuo incluso durante períodos de recesión económica. Además, esto puede generar un potencial de recalificación al alza, dado que los inversores tienden a buscar estas características en condiciones económicas como las que estamos experimentando actualmente.

¿QUÉ SIGNIFICA "ESTABLE"?

Cuando nos fijamos en la estabilidad, aspiramos a una cartera con menor volatilidad. Hay varios componentes que contribuyen a esto, empezando con un universo de inversión estable.

Un universo de inversión estable está compuesto por compañías de prestigio con beneficios constantes. Estas empresas suelen tener menos sensibilidad a las variables económicas del mercado en general, al ofrecer productos o servicios que muchos podrían considerar como productos esenciales para satisfacer necesidades básicas. Hablamos, por ejemplo, de alimentos básicos o artículos de cuidado personal, o bien de aquellos destinados a la provisión de servicios públicos o ciertos bienes y servicios tecnológicos. Estas empresas verán una demanda relativamente constante a lo largo del ciclo económico, aunque esto por sí solo no es suficiente. También habría que tener en cuenta empresas cuya demanda sea constante y con ello tengan la capacidad para fijar los precios. Estas compañías con capacidad para fijar los precios están en mejores condiciones de transmitir los aumentos de costes, garantizando así el aumento de las ventas en un entorno inflacionario (incluso sin aumentos de volumen).

El paso final para formar la ecuación sería un sólido balance financiero, que garantice que el crecimiento de las ventas se traduzca en un crecimiento de los beneficios. Como resultado, estas compañías ofrecen un elemento de protección de la inflación al ser poco sensibles al ciclo y menos vulnerables ante una recesión.

¿Existe alguna solución con estas características en el entorno actual? Con la oscilación de los mercados, muchos inversores no desean retirarse completamente de los mercados de renta variable, pero sin embargo desean reducir los niveles de riesgo de sus carteras. Gracias a un universo de compañías de alta calidad con beneficios constantes y sólidos balances financieros, combinado con un firme enfoque fundamental en la valoración a la hora de seleccionar acciones, fondos como Nordea 1 – Global Stable Equity Fund han podido ofrecer un perfil de rentabilidad que da a los inversores protección frente a las caídas sin comprometer en gran medida los resultados de los mercados alcistas. ■

LOS GIGANTES DE INTERNET

Menos atractivo pero nuevas oportunidades

Tras el impulso conseguido por los efectos de la pandemia, los gigantes de internet han sufrido serios retrocesos bursátiles durante los últimos meses, particularmente afectados por la inflación y la subida de tipos. Pero no todos son iguales ni presentan similares perspectivas. Frente a colosos con pies de barro, hay otras compañías que serán capaces de surfear sobre la actual ola de incertidumbre. En su conjunto, el sector ha perdido atractivo pero continúan existiendo oportunidades.

TEXTO **Alejandro Scherk Serrat** *

Hoy en día, con la revolución tecnológica, las empresas de internet –entendiendo por tales las que ofrecen prestaciones en la red como dirección electrónica, página web o posibilidad de negocio online–, son prácticamente todas las compañías grandes, las medianas y la mayoría de las pequeñas. No obstante, seguimos distinguiendo como compañías específicamente del sector internet aquellas cuya actividad principal se basa de un modo u otro en el negocio online y que nacieron para dicho propósito. Pese a ser un sector relativamente nuevo, estas empresas, gracias a la comodidad que ofrecen, su gran ubicuidad y su enorme flexibilidad, han crecido de forma espectacular en los últimos años. De hecho, se han convertido en los nuevos gigantes mundiales, al sustituir en este liderazgo en tamaño a sectores antaño muy importantes y capitalizados, como el petróleo, la energía o la banca.

* **Alejandro Scherk**, miembro del Consejo Editorial de la revista GESTORES, es médico y analista financiero. Lleva más de treinta años analizando compañías cotizadas y es presidente de las SICAV Kersio España (desde 2013) y Kersio Lux (desde 2017).

En Bolsa existen en estos momentos ya decenas de empresas cuya actividad principal es, por decirlo así, la de internet, pero al ser sus aplicaciones muy variadas, su actividad también lo es. La transformación continua de este sector obliga a constantes actualizaciones de la realidad del mismo. Nos centraremos en explicar cómo están afectando a estas empresas los recientes acontecimientos, especialmente el aumento de la inflación y las subidas de tipos de interés. En Bolsa existen actualmente decenas de empresas, pero por limitación de espacio nos limitaremos a hablar de las más importantes.

Riegos actuales

La mayoría de gigantes de internet cotizados han sufrido fuertes caídas de precios en los últimos meses. Existen diversas explicaciones lógicas para este fenómeno.

En primer lugar, hay una penalización generalizada en la Bolsa debido a los dos efectos más arriba mencionados: la fuerte inflación y las alzas en los tipos de interés que están aplicando todos los grandes bancos centrales del mundo, empezando por la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos. Como ya es bien sabido, tipos de interés más altos se trasladan a los rendimientos de la renta fija, que ofrece mayor remuneración, lo que compite con la Bolsa. Durante muchos años apenas ha habido inflación y muchos bancos centrales ofrecían tipos de referencia negativos, una situación que siempre hemos visto como insostenible a muy largo plazo. De alguna forma, estamos volviendo a un escenaario más normalizado, en que el IPC puede rondar el 2% cuando las cosas se estabilicen, mientras que los tipos de referencia han de mantenerse en tasas positivas de forma clara. Eso es lo que estamos viendo y creemos que es un cambio que será duradero. Además, la deuda de las empresas resulta más cara de

> El final de la pandemia sugiere un nuevo cambio de paradigma en el que los anteriores ganadores, léase especialmente las empresas de internet, pueden salir perjudicados.

SELECCIÓN DE VALORES ANALIZADOS

COMPAÑÍA	CB	Pº	yld	DPS	PER 20	PER 21	PER 22 e	PER 23 e	PER 24 e	P/VC	VF/ebitda 20	VF/ebitda 21	VF/ebitda 22 e	VF/ebitda 23 e	VF/ebitda 24 e	VF/ebit 20	VF/ebit 21	VF/ebit 22 e	VF/ebit 23 e	VF/ebit 24 e	P/V 20	P/V 21	P/V 22 e	P/V 23 e	P/V 24 e	DF/RRPP	bdi t	bdi t-1	%	ebitda t	ebitda t-1	%	ebit t	ebit t-1
META	439.597	160,32	0,00%	0,00	15,1	11,2	11,4	9,7	9,5	3,50	10,1	7,3	6,2	5,3	5,3	12,3	8,6	8,3	7,2	7,0	5,11	3,73	3,63	3,12	3,07	0,13	6.687	10.395	-36%	10.336	14.353	-28%	8.357	12.367
EBAY	24.525	44,11	2,00%	0,88	4,3	1,8	14,7	9,0	8,3	4,68	9,0	8,4	6,5	6,0	5,6	11,0	9,9	8,0	7,6	7,5	2,76	2,35	2,03	1,90	1,86	1,56	-531	10.734	-105%	-1.221	702	-274%	525	732
AMZN	1.296.777	127,51	0,00%	0,00	60,8	38,9	41,4	31,8	36,9	9,87	27,0	22,0	17,5	15,3	19,2	56,9	52,3	31,3	24,0	24,4	3,36	2,76	2,90	2,75	3,14	0,95	-2.028	7.778	-126%	12.911	15.740	-18%	3.317	7.702
GOOG	1.438.815	108,68	0,00%	0,00	35,7	18,9	23,6	18,8	16,8	5,63	24,5	14,7	15,4	11,9	13,0	32,2	16,9	19,1	14,7	13,1	7,88	5,58	6,33	5,52	5,83	0,11	16.002	18.525	-14%	23.151	22.091	5%	19.453	19.361
NFLX	101.788	226,11	0,00%	0,00	36,9	19,9	19,1	15,0	12,8	5,34	23,4	17,2	14,3	11,5	10,0	24,0	17,8	15,6	12,5	10,8	4,07	3,43	3,02	2,68	2,42	0,75	1.441	1.353	6%	1.662	1.886	-12%	1.578	1.848
AAPL	2.533.787	155,81	0,59%	0,92	44,1	26,8	34,6	27,0	26,0	43,61	32,0	20,6	25,1	22,1	18,7	37,3	22,7	29,2	24,4	21,3	9,23	6,93	7,66	6,78	6,11	2,06	19.442	21.744	-11%	25.881	26.958	-4%	23.076	24.126
MSFT	1.921.986	256,06	0,97%	2,48	43,4	31,4	26,4	27,6	21,3	11,54	28,4	22,9	19,1	18,2	14,7	35,2	26,7	22,4	21,5	17,2	13,44	11,43	9,69	9,10	7,56	0,37	16.740	16.458	2%	24.513	22.439	9%	20.534	19.095
BABA	249.529	91,80	0,00%	0,00	10,9	10,8	26,2	10,5	12,5	1,71	7,5	6,0	7,5	4,5	5,5	12,8	13,2	17,1	7,3	9,1	3,19	2,26	1,90	1,47	1,45	0,05	6.579	3.118	111%	7.414	6.315	17%	4.738	3.831
Internet	3.301.502		0,01%		33,3	19,7	23,9	19,2	18,5	6,15	21,2	14,8	13,3	11,1	12,1	30,5	19,9	18,6	14,9	14,0	4,80	3,73	3,92	3,57	3,84	0,35	21.571	48.785	-56%	46.839	54.772	-14%	33.230	42.010

AMZN ebitda 1 t 19. EBAY ebitda 3 t 19. 1 USD = 6,5105 yuanes.
META = Meta Platforms, EBAY = eBay, AMZN = Amazon, GOOG = Alphabet, NFLX = Netflix, AAPL = Apple Computer, MSFT = Microsoft, BABA = Ali Baba.

COMPAÑÍA	%	NA	R.O.E.	Dv	Periodo	BDI 20	BDI 21	BDI 22 e	BDI 23 e	BDI 24 e	RRPP	ebitda 20	ebitda 21	ebitda 22 e	ebitda 23 e	ebitda 24 e	ebit 20	ebit 21	ebit 22 e	ebit 23 e	ebit 24 e	Ventas 20	Ventas 21	Ventas 22 e	Ventas 23 e	Ventas 24 e	Deuda fin.	caja	DFN	VF	v t	v t-1	%
META	-32%	2.742	23,2%	0	2 q 22	29.146	39.370	38.518	45.314	46.287	125.767	39.533	54.720	64.771	75.352	76.182	32.671	46.753	48.314	56.081	57.383	85.965	117.929	121.096	140.949	143.216	16.067	54.619	-38.552	401.045	28.821	29.077	-1%
EBAY	-28%	556	108,1%	489	2 q 22	5.667	13.608	1.667	2.736	2.953	5.243	3.219	3.425	4.478	4.809	5.179	2.636	2.923	3.636	3.818	3.855	8.894	10.420	12.089	12.902	13.220	8.176	3.766	4.410	28.935	2.422	2.668	-9%
AMZN	-57%	10.170	16,2%	0	2 q 22	21.331	33.364	31.359	40.778	35.132	131.402	48.150	59.175	74.490	85.169	67.745	22.899	24.879	41.670	54.279	53.416	386.064	469.822	447.734	471.368	413.414	124.577	119.140	5.437	1.302.214	121.234	113.080	7%
GOOG	0%	13.239	15,8%	0	2 q 22	40.269	76.033	61.035	76.332	85.745	255.419	54.129	90.269	86.252	111.931	102.519	41.224	78.714	69.490	90.239	101.554	182.527	257.637	227.473	260.576	246.800	27.283	138.395	-111.112	1.327.703	69.685	61.870	13%
NFLX	-15%	450	14,5%	0	2 q 22	2.761	5.116	5.335	6.778	7.960	19.075	4.701	6.403	7.704	9.596	11.040	4.585	6.195	7.076	8.827	10.245	24.996	29.698	33.667	38.029	42.049	14.233	5.819	8.414	110.202	7.970	7.342	9%
AAPL	-4%	16.262	98,8%	14.961	3 q 22	57.411	94.680	73.324	93.741	97.489	58.107	77.344	120.233	98.597	111.801	132.381	66.288	108.949	84.711	101.410	115.965	274.515	365.817	330.812	373.911	414.548	119.691	179.308	-59.617	2.474.170	82.959	81.434	2%
MSFT	8%	7.506	26,6%	18.615	4 q 22	44.281	61.271	72.738	69.546	90.421	166.542	65.755	81.602	97.843	102.481	126.776	52.959	69.916	83.383	86.737	108.747	143.015	168.088	198.270	211.170	254.365	61.270	117.905	-56.635	1.865.351	51.865	46.152	12%
BABA	24%	2.718	15,8%	0	1 q 23	22.953	23.087	9.517	23.874	20.013	145.685	24.216	30.179	24.300	40.426	32.890	14.285	13.774	10.696	25.146	19.965	78.291	110.174	131.029	169.348	172.342	7.232	74.336	-67.104	182.425	31.601	31.573	0%
Internet	-21%		18,5%	489		99.174	167.491	137.914	171.938	178.076	536.906	149.732	213.992	237.695	286.857	262.665	104.015	159.464	170.185	213.244	226.452	688.446	885.506	842.059	923.825	858.699	190.336	321.739	-131.403	3.170.098	230.132	214.037	8%

financiar, efecto que se traslada a la cuenta de resultados y reduce el beneficio neto final.

En segundo lugar, las empresas tecnológicas y, en general, las de elevado crecimiento, son especialmente castigadas por un alza de tipos de interés, pues estos descuentan negativamente flujos futuros, que tienen más importancia en aquellas compañías que basan buena parte de su valor en el crecimiento. Si gran parte del precio de una tecnológica se debe al beneficio futuro, éste se ve más castigado por tipos altos que el equivalente de una empresa de bajo crecimiento. De ahí el mayor castigo de las tecnológicas. De hecho, sectores como la banca y otras empresas de alto *yield* (rendimiento) y flujos estancados se ven relativamente beneficiadas por estas subidas.

Al tratarse de valores de crecimiento, las subidas de tipos de interés perjudican especialmente al sector.

Existe, por último, un tercer efecto más específico de las empresas de tecnología. Estas se beneficiaron enormemente por la pandemia de la covid. Al reducirse la actividad y la movilidad, muchas transacciones, tanto empresariales como de consumo ordinario, se hacían in situ a través de las redes. Esto potenció exponencialmente los ingresos de las compañías de internet, que también incrementaron de forma muy relevante sus beneficios. A la inversa, durante los últimos meses, el control de la pandemia, el aumento de actividad y el mayor consumo fuera de casa reduce los ingresos y beneficios del sector, con el consiguiente castigo de las cotizaciones de las empresas del sector. Más aún, como ya hemos dicho antes, salvo una nueva pandemia u otra catástrofe similar, este retorno a la normalidad ha vuelto para quedarse, con lo que estos efectos negativos van a ser permanentes.

Al margen de todo ello, existen efectos específicos de compañías que analizaremos a continuación, y que pueden representar un castigo aún mayor o menor. Las compañías analizadas a partir de la página 18 están todas cotizadas en Bolsa y son de las más significativas del sector. No pretendemos ser exhaustivos en un segmento de mercado que cuenta con decenas de empresas. G

La adaptación al nuevo escenario del empleo

Las compañías tecnológicas no han sido inmunes a la crisis de la covid y han registrado una evolución reciente bastante característica. Por un lado, y como ya se ha señalado en el artículo principal, la caída de actividad en empresas y personas ha facilitado enormemente el tráfico online, lo que ha multiplicado los ingresos de las compañías envueltas en venta a domicilio, sea alimentación, ropa, complementos, artículos de hogar u otros. Por otro lado, la reciente normalización de esta situación pandémica, aun cuando lenta y progresiva, está teniendo efectos muy peculiares en este sector.

La "vuelta a la normalidad" se está cobrando un precio no menor en una actividad que hasta no hace tanto parecía imparable. El tráfico por internet, que no había parado de crecer, está deshaciendo el camino a medida que familias y empresas vuelven a salir a la calle. Muchas compañías tecnológicas, muy avanzadas y flexibles casi por propia definición, han sabido readaptarse a los nuevos tiempos, mejorando rutinas, optimizando procesos y eliminando lastre. Lo que se está viendo es que este doble efecto (menor actividad y mayor eficacia) se está cebando en las plantillas y en los hábitos laborales.

Ya en su día, un monstruo tecnológico como Cisco, empresa norteamericana especializada en *routers* y otros productos que facilitan el acceso a la red, apostó por la jornada laboral de tres días en el despacho y dos en casa. Aunque parece que en la industria pesada (y no tan pesada) los horarios laborales van a seguir siendo prioritariamente cumplidos en el lugar tradicional de trabajo, no pasa lo mismo con los servicios. Cuanto más sofisticado es un puesto de trabajo, y cuanto más cualificado es un empleado, más se introducen en el contrato laboral especificaciones sobre lugar de trabajo durante la jornada. Muchos empleados del sector ya negocian directamente con la empresa estos aspectos en el momento de su incorporación. De hecho, se está imponiendo la fórmula de trabajar en casa lunes y viernes, para ampliar, al menos físicamente, el fin de semana, mientras que se asiste al centro físico martes, miércoles y jueves.

Decenas de empresas tecnológicas han efectuados importantes reducciones de puestos de trabajo durante los últimos meses, debido a una "cierta vuelta a la normalidad post-pandémica" y al descenso de la actividad online.

Aunque esto sería, en todo caso, motivo de otro artículo, lo que resulta evidente es que este radical cambio de hábitos incide directamente en el mercado de oficinas. Estas tienden a ser más inteligentes, más sofisticadas, más flexibles en cuanto a ocupación (usuarios cambiantes), con mayor espacio y menos tasa de ocupación por espacio y tiempo. En Estados Unidos las tasas de desocupación han subido del 9% en el cuarto trimestre de 2019 (justo antes de la pandemia) al 12,3% en el primer trimestre de 2022, con un pico del 17,2% en el segundo trimestre de 2021.

La cara oscura de esta evolución, como, desgraciadamente, ocurre casi siempre, se da en los trabajadores poco cualificados. Estos no son suficientemente capaces de adaptarse a los nuevos tiempos y muchos están perdiendo su empleo. La fuerte inflación desatada por el aumento de precios repercutidos por la crisis energética tampoco ayuda a esta nueva generación de exempleados en apuros.

Un analista resume estos cambios describiendo cinco grandes nuevas tendencias que afectan a los nuevos empleados.

1. El puesto de trabajo es dinámico, cambiante. Este nuevo fenómeno se caracteriza por traslados de trabajadores de un área a otra, procesos de aprendizaje cruzado y empleados que usan nuevos conocimientos en áreas nuevas de la empresa.
2. Los empleados se sienten estimulados y desean crecer tecnológica e intelectualmente en su puesto de trabajo. Incluso así predomina un factor muy tradicional: el dinero es su primer motivador.
3. La movilidad de empleados de base y directivos es mucho mayor, tanto dentro de la empresa como hacia otra compañía.
4. El trabajo se vuelve híbrido: se trabaja tanto en casa como en el espacio físico de la empresa, algo sobre lo que ya hemos abundado anteriormente. Esto puede valer incluso para empleados que mayoritariamente deben hallarse físicamente en la empresa.
5. Aparecen trayectorias laborales nuevas. Hay caza talentos que obvian (al menos parcialmente) las tradicionales características de formación académica y otras del curriculum vitae y buscan nuevas habilidades y capacidades en los empleados.

En este nuevo entorno, algunos de los más destacados ejemplos de reducción de empleados son los siguientes.

1. Entre el primer y segundo trimestres de 2022, Amazon ha reducido su plantilla en cerca de 100.000 empleados (más de un 6% del total). El gigante norteamericano ha sufrido una importante caída de demanda en los últimos días y semanas.
2. Netflix redujo unos 300 empleados en la primera mitad del año. Los suscriptores han crecido menos hasta que en su última publicación han caído en 200.000 por primera vez en su historia.
3. Robinhood, una compañía realmente nueva, también norteamericana como las dos anteriores, y especializada en transacciones financieras online, habla en una web de eliminación de más de 1.000 puestos de trabajo, el 30% de su fuerza laboral total.
4. De forma menos específica, se habla de reducción de personal en empresas tan diferentes como Microsoft, la firma de IT Oracle o el portal TikTok.
5. La lista no es, ni mucho menos, exhaustiva. Existen decenas de empresas tecnológicas que han efectuados importantes reducciones de empleo en las últimas semanas/meses con motivo de una "cierta vuelta a la normalidad post-pandémica".

En definitiva, se abre un nuevo mundo en que las empresas online tendrán un nuevo protagonismo y los trabajadores deberán forzosamente adaptarse, una vez más, a los nuevos requisitos del mercado laboral. Como prácticamente siempre pasa, estos cambios serán traumáticos para muchos, dejando victimas en el camino, pero emergerá una nueva situación más ajustada al nuevo mundo y sus retos y más capacitada para afrontarlos, en la que habrá también muchos ganadores.

Oportunidades de compra tras la corrección

Hay gigantes y gigantes. Aunque a algunos de ellos (como Netflix y Ali Baba) no conviene acercarse aún por el riesgo de que le caigan encima al inversor, otros (como Meta, Ebay y Microsoft) ofrecen oportunidades de compra tras las correcciones de los últimos meses. Y se pueden mantener en cartera Amazon, Alphabet y Apple.

TEXTO Alejandro Scherk Serrat *

Meta Platforms

La antigua Facebook ya la analizamos en el número 7 de la revista **GESTORES** al hablar del metaverso, pues es en el subsector en que la compañía de Mark Zuckerberg desea especializarse.
Las apuestas de Whatsapp y de Instagram fueron muy buenas para la compañía, pero en el camino la marca Facebook ha ido perdiendo usuarios y existe en el mercado una sensación creciente de pérdida de peso y cierta desorientación en la estrategia a seguir a futuro.
Como ya vimos en su momento, el metaverso es un sector incipiente, que promete mucho pero también tiene riesgos elevados de fracaso. Dos de los grandes iconos del metaverso son los NFT (*non fungible tokens*, o diseños en la red que se hacen personales y se comercializan a veces por miles de millones de dólares) y las criptomonedas, como el bitcoin, están en crisis. El bitcoin y otras similares han perdido dos tercios de su valor desde sus máximos. Bill Gates, uno de los hombres más ricos del mundo y ex presidente de Microsoft, desdeña ambos tipos de activos y en unas recientes declaraciones afirma estar fuera de ellos y que las transacciones en los mismos se basan en la teoría del más tonto.
Sea como sea, las acciones de Meta han caído de forma sustancial y se hallan a múltiplos relativamente interesantes. Es significativo que la tendencia alcista en resultados de años anteriores se ha truncado en los dos primeros trimestres de 2022. En el segundo trimestre los ingresos ya han caído un 1%, tras haber subido un 7% en el primer trimestre, mientras que el beneficio neto ha descendido un 36%, cuando solamente lo hizo en un 21% en el primer trimestre. No obstante, tras las fuertes caídas de cotización, el múltiplo PER consensus es de unas 15 veces el beneficio actualizado para 2023, aun cuando nuestras previsiones son más optimistas.
En cualquier caso, es un valor decididamente barato para ser una compañía tecnológica. Pese a descontar problemas de estrategia y de crecimiento, nuestra recomendación a estos precios es de **COMPRAR**.

Pese a los riesgos actuales del sector, hay posicionamientos, estrategias y negocios muy variados que permiten realizar distinciones en cada valor.

Ebay

Esta compañía norteamericana es un intermediario de la red que conecta compradores y vendedores en su país e internacionalmente. A la empresa le han surgido importantes competidores como Etsy, pero mantiene un nicho de mercado sólido y en crecimiento.
Pese a ello, en el segundo trimestre de este año la actividad también se ha ralentizado y las ventas han caído un 9%, con previsiones de la empresa de modestas caídas en el ejercicio completo. Además, por una provisión especial ha arrojado pérdidas durante el periodo.
A los precios actuales descuenta buena parte de las malas noticias y la valoración es atractiva. Recomendamos **COMPRAR**.

Amazon

El negocio de Amazon se benefició enormemente de la pandemia, al pasar el consumidor a encargar multitud de cosas por internet en vez de ir físicamente a las tiendas. No obstante, y a la inversa, la superación de la pandemia lanzará al consumidor de nuevo a la calle, lo que reducirá el comercio online.
Las acciones de Amazon alcanzaron valoraciones desproporcionadas a nuestro juicio, y aunque han experimentado una corrección muy importante, seguimos sin ver un valor barato. El reciente *split* 20X1 realizado, coloca la acción en niveles que le permiten entrar en el índice Dow Jones Industrial 30 en próximas revisiones. Eso es así porque por normas establecidas del índice, a los precios unitarios elevados a los que cotizaba Amazon no podía pertenecer este barómetro bursátil. Este *split*, por tanto, puede resultar ser un relativo catalizador. No obstante, a la cotización actual no entraríamos todavía en el valor. Recomendamos **MANTENER**.

Alphabet

También Alphabet ha efectuado un *split* 20X1 que puede permitirle entrar en el índice Dow Jones Industrial 30 por los mismos motivos que Amazon. En relación a esta última compañía, vemos un negocio algo más protegido y las acciones algo más baratas, pese a lo cual todavía esperaríamos un cierto recorte. Recomendamos **MANTENER**.

Netflix

La gran fortaleza de Netflix ha sido su constante incremento en usuarios, impulsado por la elevada creación de nuevas series. A la plataforma la están amenazando múltiples competidores que entrar cada día en este mercado, de forma que en las últimas publicaciones de resultado ha mostrado crecimientos negativos, algo a lo que el valor es especialmente sensible. Los múltiplos actuales no son exigentes. No obstante, esperaríamos un catalizador en forma de retorno a tasas positivas de crecimiento en usuarios. Mientras tanto, nos mantendríamos alejados del valor. Recomendamos **VENDER**.

Apple Computer

Apple es la empresa más capitalizada del mundo, especializada en pequeños utensilios de hardware, el más famoso de los cuales es el iPhone. Pese a que no parece que las nuevas tendencias de internet tengan que afectar mucho a este gigante, sí lo está haciendo la ralentización de la economía china, donde Apple tiene una cuota importante.
En el tercer trimestre del ejercicio, Apple incrementa muy levemente sus ventas, pero ve caer sus resultados: el beneficio neto se reduce un 11%.
Al precio actual, cotiza a un múltiplo exigente. Recomendamos **MANTENER**.

Amazon, el coloso norteamericano del comercio online, puede sacar partido del *split* de sus acciones; su equivalente chino, Ali Baba, se enfrenta a posibles cambios regulatorios del gobierno de Pekín.

Microsoft

El gigante de Redmond es la segunda empresa más capitalizada del mundo, detrás de Apple. Su presencia en la nube ha sido la gran apuesta estratégica que le ha permitido retomar el liderazgo en tecnología, sin olvidar otras incursiones en diversos sectores, como la reciente compra de Activision Blizzard, un grupo de juegos online que atravesaba dificultades judiciales y que Microsoft ha adquirido para estar más presente en este segmento de mercado.
La compañía avanza con paso firme y sus resultados son espectaculares, prueba de que sigue habiendo mucho terreno para el crecimiento si se apuesta por actividades de futuro. Los múltiplos son mucho más elevados que los de Meta Platforms o Ebay, pero sus actividades y posicionado actual también son mucho mejores. Recomendamos **COMPRAR**.

Ali Baba

La plataforma china es el equivalente de Amazon, pero enfrenta elevados riesgos legales de la mano de unas autoridades dispuestas a intervenir en los contenidos, la difusión y la regulación del sector. Se hace difícil, dada la opacidad del gobierno chino, adivinar los próximos pasos. Frente a esta incertidumbre, propugnamos mantenernos alejados del valor mientras no se despejen estas incógnitas, algo que no creemos suceda a corto/medio plazo. Recomendamos **VENDER**.

CIMD INTERMONEY RESEARCH

Más de 35 años de experiencia

100% independientes

Especialización España

Diario antes de apertura de mercado

Sin compromiso de permanencia

Descuento a partir de 3 usr por entidad

¡BIENVENIDOS AL CIR!

CIMD Intermoney Research (CIR), es la plataforma digital **líder de análisis económico**, donde se pueden encontrar todos los informes generados en el Grupo CIMD Intermoney obteniendo una **visión 360 del mercado financiero (macro, micro, mercados, energía y especiales).**

La plataforma incorpora una propuesta de valor claramente diferenciadora con funcionalidades enfocadas a una excelente experiencia de usuario.

Aprovecha la Tarifa BASIC a partir de 25€ para estudiantes y senior.

¡PRUÉBALO YA CUATRO SEMANAS GRATIS!

Regístrate en la web:
www.intermoneyresearch.com

cimd intermoney

FONDOS DE RETORNO ABSOLUTO

Rentabilidad pase lo que pase en los mercados

No son la panacea, pero sí una buena alternativa en estos tiempos de guerra, inflación e incertidumbre en los mercados y en la economía. Al sacar partido a momentos de elevada volatilidad como los actuales, los fondos de retorno absoluto -que buscan obtener una rentabilidad positiva con independencia de la evolución de los mercados- pueden ayudarnos a reducir los riesgos e incluso a batir a la desbocada inflación. Pero no todos son iguales, ni todos lo consiguen.

TEXTO Mar Barrero*
DIRECTORA DE ANÁLISIS DE ARQUIA PROFIM BANCA PRIVADA

Los mercados de renta variable y renta fija siguen inmersos en una espiral bajista que, a corto plazo, parece difícil de revertir. La guerra en Ucrania, el fuerte encarecimiento de los precios de la energía, el alza continuada de la inflación y el riesgo de que las políticas monetarias más restrictivas de los bancos centrales lleven a las principales economías del mundo a una recesión son factores que no invitan al optimismo inversor.

En este entorno de incertidumbre, en el que son pocos los activos que realmente pueden considerarse un buen refugio para los ahorros, ganan atractivo como alternativa de inversión algunas de las estrategias aplicadas en la gestión de los fondos de retorno absoluto. Aunque estos productos no son la panacea, sí pueden ser una opción a tener en cuenta para reducir el riesgo asumido en momentos de mayor incertidumbre y conseguir rentabilidades que batan a la inflación. Algo en estos momentos muy complicado con los activos tradicionales y las estrategias direccionales.

Los fondos de retorno absoluto son productos que buscan obtener una rentabilidad positiva con independencia de la evolución de los mercados. Estos fondos no siguen a ningún índice de referencia, sino que pretenden lograr una rentabilidad ajustada al nivel de riesgo asumido, al tiempo que ponen el énfasis en la preservación del capital. Para ello, aplican una política de inversiones muy flexible y suelen utilizar estrategias con derivados que les permiten "ponerse largos" (comprando activos o índices que se espera vayan a subir) o "cortos" (vendiendo activos o índices que se espera vayan a bajar). En el caso de las inversiones en renta fija, estas mismas estrategias les permiten tener duraciones positivas (si se espera bajada de tipos de interés) o negativas (si se prevén subidas de tipos). Todo ello, en función de la visión y perspectivas que los gestores del fondo tengan sobre la economía y los mercados a corto y medio plazo.

> Los fondos de retorno absoluto buscan obtener una rentabilidad positiva con independencia de la evolución de los mercados.

El riesgo gestor

En estos productos, más que en ninguna otra categoría, la labor de selección de activos y de estrategias por parte de los gestores es fundamental y tiene una gran relevancia en el resultado final del producto. Aunque su objetivo es dar rentabilidades positivas en cualquier circunstancia de mercado, esto no significa que siempre lo consigan. Como cualquier otro tipo de fondo, los de retorno absoluto también sufren oscilaciones en sus precios y estas pueden ser importantes si el gestor se equivoca al posicionarse corto o largo en un determinado activo. En los fondos de retorno absoluto, el riesgo gestor es casi tan importante o más que el riesgo de mercado.

En general, los fondos de retorno absoluto lo hacen bien cuando hay una fuerte descorrelación en el mercado entre los distintos activos (renta fija, variable, divisas, materias primas…) o entre los distintos sectores o subsectores dentro de un mismo tipo de activos. También necesitan que las volatilidades sean altas. Por el contrario, la evolución de los fondos de retorno absoluto se resiente si existe una alta correlación entre activos (todo sube o todo cae al mismo tiempo) o la volatilidad, aun estando presente, no se dispara.

Hay que tener en cuenta, además, que cuando hablamos de fondos de retorno absoluto estamos englobando bajo un mismo concepto productos con estrategias y políticas muy diversas (global macro; *longh/short*; *market neutral*; estrategias de derivados –CTAs, o *commodity trading advisor* –, fondos de volatilidad, inversos, etc.), por lo que a la hora de analizar su evolución no podemos generalizar. Incluso dentro de una misma estrategia, las diferencias entre los distintos productos que la representan son elevadas, debido a la gran flexibilidad con que cuentan los gestores. Bien podemos decir, que cada fondo de retorno absoluto es una categoría en sí mismo. Por ello, dentro de una misma familia, como puede ser la de fondos global macro, podemos encontrar fondos que en el acumulado de 2022 ganan más de un 10% y otros que pierden cerca de un 30%

Principales estrategias

Existen diferentes maneras de categorizar los fondos de retorno absoluto, en función del tipo de activo en el que invierten (renta variable, renta fija, divisas o multi activo), de su estilo de gestión (de valor relativo u oportunístico), de su grado de exposición a mercado (mercado neutral o direccional) o de su nivel de riesgo. También es muy frecuente ver los fondos de retorno absoluto clasificados por el tipo de estrategia de gestión alternativa que siguen (*equity market neutral*, *long/short equity*, CTA, multi estrategia de renta fija y divisas, global macro, etc). Las más habituales son:

Equity market neutral (mercado neutral):

Los fondos que componen esta familia invierten en renta variable (acciones o derivados), tomando posiciones compradoras (largas) y vendedoras (cortas), para conseguir un efecto neutral a mercado, en busca de la rentabilidad por el diferencial neto de ambas inversiones (tomando su riesgo específico), independientemente de cuál sea la dirección del mercado (evitan así el riesgo de mercado).

* **Mar Barrero Muñoz** es directora del departamento de análisis de Arquia Profim Banca Privada, donde analiza productos financieros desde 2008, al tiempo que es miembro del comité de inversión. Licenciada en Periodismo y especialista en Información Socioeconómica por la Universidad Complutense de Madrid, es miembro de European Financial Planning Association, EIP. Fue redactora de la revista INVERSIÓN entre 1993 y 2005, donde además escribió diversos manuales sobre fondos, Sicavs y mercado inmobiliario.

Dentro de fondos que cumplen con la normativa UCITs pertenecientes a esta categoría, el producto más destacado en lo que llevamos de 2022 (con cierre a 30 de agosto) es el **Lumyna-MW TOPS (MN) UCITS EUR B** (acc). Se trata de un fondo de renta variable europea que sigue el Sistema de Cartera Optimizada para Operaciones aplicado por la entidad Marshall Wacce. El fondo tiene como objetivo un rango de volatilidad de entre el 6% - 8%. Se trata de un fondo muy diversificado con 1.090 posiciones en cartera entre largas y cortas. La exposición neta a mercado del fondo en el mes de julio se encontraba en el +9,54%. **TABLA-1**

Long Short Equity:

Aplican una inversión dinámica en renta variable (acciones o derivados), tomando, como en la estrategia anterior, posiciones compradoras (largas) y vendedoras (cortas), de manera oportunista, intentando aprovechar la dirección del mercado, tanto al alza, como a la baja, con lo que pueden conseguir rentabilidad en escenarios alcistas y en bajistas de mercado. La gran diferencia con la estrategia *equity market neutral* es su grado de exposición a mercado, que suele ser mucho más relevante en este caso (su exposición neta es superior a +20% o inferior a -20%).

El fondo más destacado dentro de esta familia de productos de retorno absoluto hasta finales de agosto era el **BSF Asia Pacific Absolute Return**. Este producto invierte en empresas cotizadas en los mercados de la región de Asia Pacífico, incluidos Australia y Japón. A cierre de julio, el fondo mantenía una posición neta positiva en Corea, Hong Kong, India, Vietnam y China, mientras que mantenía una posición neta corta en Tailandia, Filipinas y Australia. **TABLA-2**

Global macro:

Esta política de inversiones consiste en comprar o vender instrumentos financieros en previsión de un gran acontecimiento económico (por ejemplo, un cambio en los tipos de interés o una nueva valoración de una divisa) que resuena en múltiples mercados. Los gestores adoptan un enfoque «*top-down*» (de arriba a abajo) para la selección de activos, pasando de las teorías generales sobre los acontecimientos futuros a la selección de determinados instrumentos financieros. Los fondos global macro pueden experimentar una volatilidad considerable mientras tratan de lograr sus objetivos y exigen un nivel relativamente elevado de tolerancia al riesgo.

Las diferencias entre los productos que forman esta categoría son significativas, al tratarse de una estrategia de inversión basada en las previsiones macro de cada gestor y el acierto a la hora de adelantarse a los acontecimientos económicos y a las políticas monetarias y fiscales aplicadas en cada momento. En lo que llevamos de ejercicio, el fondo que mayor rendimiento presenta, y el más rentable de todos los fondos comercializados en España, es el **Odey Swan**. Este producto invierte tanto en renta fija como en variable, así como en divisas, derivados sobre tipos de interés o materias primas. Precisamente, su posición larga en energía y en dólar están siendo las mayores contribuidoras al buen dato de rentabilidad que presenta este producto este año. **TABLA-3**

Event-driven:

El gestor trata de obtener beneficios a partir de los resultados de acontecimientos de empresas o sectores concretos que repercuten en los precios de los valores. Engloba estrategias de deuda en dificultades -mantienen bonos de empresas que se enfrentan a la quiebra o a una reestructuración o que han pasado por estos procesos- y estrategias de arbitraje de riesgos, que tratan de aprovechar las variaciones de los precios en los valores afectados por eventos puntuales, como fusiones, adquisiciones o cambios en la alta dirección de las compañías.

Se trata de una de las estrategias que quizás menos rentabilidad aporte, pero su evolución totalmente descorrelacionada con lo que pueda acontecer en los mercados sí contribuye a diversificar los riesgos dentro de las carteras. Dentro de esta categoría, el fondo más destacado es el producto de BlackRock, **BSF Global Event Driven**. El gestor utiliza posiciones largas, largas sintéticas y cortas sintéticas a la hora de invertir en los mercados de todo el mundo, con la idea de sacar un beneficio de los eventos corporativos: anuncios de fusiones y adquisiciones de compañías; ofertas públicas de adquisición de empresas; operaciones de escisión y separación de empresas (*spinoffs* y *split-offs*), así como cambios en la dirección corporativa. **TABLA-4**

TABLA 1: Equity market neutral (mercado neutral)

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
Lumyna-MW TOPS (MN) UCITS EUR B (acc)	Market Neutral	9,72				Generali
JPM Europe Eq Abs Alp D perf (acc) EUR	Market Neutral	5,92	15,49	-4,66	7,19	JPMorgan
BSF Asia Pacific Divers Eq AR A2 EUR H	Market Neutral	5,20	9,61	6,70	-4,85	BlackRock
Fidelity Abs Ret Glb Eq A-PF-Acc-EUR H	Market Neutral	5,14	2,68			Fidelity
Man GLG Alpha Select Alt DLH EUR	Market Neutral	4,10	7,63	3,78	5,07	Man Group Plc

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022

TABLA 2: Long Short Equity

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
BSF Asia Pacific Absolute Ret A2 EUR	Long/Short Equity	18,31	15,70	-0,67	5,50	BlackRock
FranklinK2 Elec Glb E0PFaccEURH2	Long/Short Equity	8,81	2,97	30,33		Franklin Templeton
Heptagon Kettle Hill US L/S Eq AE EUR	Long/Short Equity	7,95	8,02	17,15		Heptagon
Alken Absolute Return Europe A	Long/Short Equity	6,70	8,47	-9,62	1,41	AFFM
Lumyna-MW TOPS UCITS EUR B (acc)	Long/Short Equity	6,18	11,87	10,28	3,21	Generali

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022.

TABLA 3: Global macro

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
Odey Swan R EUR Acc	Global Macro	82,08	25,19	-27,27	-13,23	Odey Asset Management
Lemanik SICAV Global Strat R Retl EUR B	Global Macro	8,67	-20,45	9,82	-3,56	Lemanik
GAM Star Global Rates A EUR Acc	Global Macro	8,27	8,24	5,36	7,75	GAM
Fulcrum Diversified Absolute Ret R € Acc	Global Macro	7,58				ONE Fund Management
PrivilEdge Graham Quant Macro MA EUR SH	Global Macro	6,99	-2,90			Lombard Odier

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022.

TABLA 4: Event-driven

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
BSF Global Event Driven E2 EUR	Event Driven	11,86	9,22	-2,78	8,52	BlackRock
FranklinK2 Bardin Hill Arb EBPFaccEURH1	Event Driven	0,65	3,57	3,08		Franklin Templeton
Man GLG Event Driven Alternative INFEURH	Event Driven	0,43	6,04	11,00		Man Group
Candriam Risk Arbitrage C	Event Driven	0,05	0,80	-0,61	0,80	Candriam
GAM Star (Lux) - Merger Arbitrage D EUR	Market Neutral	0,03	3,38	-1,81	0,50	GAM

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022.

TABLA 5: Multiestrategia de renta fija y divisas

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
AQR Style Premia UCITS B EUR	Multiestrategia	10,34	16,71	-28,24	-10,80	AQR
Dynamic Alternative Strategies R FI	Multiestrategia	10,17				Inversis
Lumyna Millburn Divers UCITS EUR B Acc	Multiestrategia	9,07	4,14	-7,83	5,07	Lumyna
Neuberger Bm Uncrltd Strats EUR A Acc	Multiestrategia	7,46	-2,16	2,85	-1,36	Neuberger Berman
Franklin K2 Athena Risk Pr E0 EUR-H1 Acc	Multiestrategia	5,45				Franklin Templeton
Man Alternative Style Risk Pre D H EUR	Multiestrategia	5,44	8,79	-13,24	1,34	Man Group

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022.

TABLA 6: CTA (commodity trading advisor)

Nombre	Categoría	RENTABILIDAD 2022	RENTABILIDAD 2021	RENTABILIDAD 2020	RENTABILIDAD 2019	ENTIDAD GESTORA
AQR Mgd Futures UCITS RAEF EUR	CTA	28,66				AQR
Fulcrum Multi Asset Trend C EUR	CTA	27,93	11,02	-8,47	4,34	ONE Fund Management
Schroder GAIA BlueTrend A Acc EUR Hedged	CTA	27,71	1,94	11,57	6,63	Schroders
ASG Managed Futures H-R/A EUR	CTA	22,81	-2,09	3,11	11,26	Natixis
Candriam Diversified Futures Classique	CTA	11,47	1,54	12,00	11,96	Candriam

Fuente: Morningstar Direct. Datos en porcentaje. Rentabilidad en euros a 30/08/2022.

Para lograr la preservación del capital aplican una política de inversiones muy flexible y suelen utilizar estrategias con derivados.

Multiestrategia de renta fija y divisas:

Los gestores invierten de forma flexible y dinámica en deuda soberana, renta fija corporativa y/o divisa, con el propósito de beneficiarse de las infra o sobre valoraciones de estos activos.

Un ejemplo de fondo de retorno multiestrategia es **AQR Style Premia**. El fondo invierte tanto con posiciones largas como con posiciones cortas, pero con el objetivo de ser neutra al mercado en cinco grupos de activos diferentes (acciones, índices de renta variable, índices de renta fija, divisas y materias primas) y cuatro estilos de inversión (valor momentum, carry y defensivo). **TABLA-5**

CTA (commodity trading advisor):

Inversión sistemática (a través de opciones) en diferentes activos, tomando posiciones compradoras y vendedoras), utilizando sofisticados modelos algorítmicos, capaces de analizar gran cantidad de información, con el objetivo de seleccionar los que ofrecen mayores probabilidades de revalorización en función de su tendencia. Dentro de esta categoría, el fondo que presenta mejores resultados en 2022 es **AQR Managed Futures**. El gestor invierte en todo tipo de activos a través de más de 100 contratos de futuros líquidos, instrumentos relacionados con futuros, contratos a plazo y swaps, tanto largos como cortos. Las operaciones se ejecutan en función de las señales que apuntan a mercados alcistas o mercados bajista. **TABLA-6**

Claves para el inversor

1

Es importante no confundir la inversión en retorno absoluto con los *hedge funds* (son llamados así los fondos de inversión libre). Los fondos de retorno absoluto están regulados por la normativa europea UCITS (The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive), marco regulatorio unificado con requerimientos de protección del inversor y son fondos líquidos, al contrario de los *hedge funds*, que presentan peores condiciones de liquidez.

2

Riesgo gestor: en este tipo de fondos, el equipo gestor adquiere una importancia esencial, ya que el éxito del fondo depende directamente de su calidad y capacidad para adecuarse a diferentes condiciones de mercado. En muchos casos, se tratan de "fondos de autor", cuyo devenir está íntimamente ligado al acierto del gestor.

Total return no es lo mismo que retorno absoluto

Dentro de la amplia oferta de fondos de inversión existentes, hay una modalidad que comparte muchas similitudes con los fondos de retorno absoluto, se trata de los fondos *total return*.

Los fondos englobados dentro de la categoría de *total return* son productos cuya política de inversiones va encaminada a la consecución de un objetivo de rentabilidad en un determinado periodo, con independencia de la evolución de los mercados.

Teniendo esto en cuenta, en un momento como el actual, de elevada volatilidad, los fondos *total return* no sólo deberían aportar rentabilidad, sino que también deberían ayudar a dar una mayor consistencia a la cartera.

Ahora bien, aunque los fondos *total return* tienen como objetivo la preservación del capital y la obtención de una rentabilidad total, estos productos, a diferencia de los fondos de retorno absoluto, sí mantienen cierta correlación con los mercados y participan de su evolución y de la evolución de los activos en los que invierten y, por ello, no siempre pueden eludir las pérdidas, en especial en periodos en el que la evolución de los distintos activos (renta fija, renta variable, materias primas) es similar (el año 2018 y los meses de febrero y marzo de 2020 son un ejemplo de periodos de alta correlación entre todos los activos y, en consecuencia, poco favorables para la gran mayoría de estos productos).

En los fondos de retorno absoluto, la rentabilidad obtenida suele depender en mayor medida del buen hacer del equipo gestor que del propio mercado (el alpha del fondo).

Los gestores de fondos *total return* buscan la mayor flexibilidad posible en sus mandatos para evitar riesgo y generar plusvalías a lo largo de un período de tiempo. Por ello, pueden invertir en todas las clases de activos existentes en el mercado (renta fija, renta variable, divisas…), con o sin limitaciones.

El objetivo de rentabilidad fijado por la entidad depende de la política de inversiones marcada en el fondo. En los fondos más conservadores, se busca una rentabilidad entre uno y dos puntos por encima de un indicador como el Euribor a 12 meses.

> No hay que confundir los fondos de retorno absoluto con los de *total return* ni con los *hedge funds* (o fondos de inversión libre).

Al igual que en los fondos de retorno absoluto, en los fondos *total return* es importante conocer la política de inversiones, los activos en los que invierte (de ello dependerá que su resultado y su volatilidad sea mayor o menor) y la consistencia de sus resultados en el tiempo (analizar si cumple realmente el objetivo marcado de consecución de una rentabilidad determinada y de preservación de capital en el tiempo).

Hay fondos *total return* de renta fija (**Pimco Total Return Bond**), multiactivos (**Ruffer Total Return**) o de renta variable (**Allianz Total Return Asian Equity**).

A modo de resumen, a sabiendas de la dificultad que entraña generalizar cuando se trata con fondos de retorno total y de retorno absoluto, son tres las ideas básicas:

1. Los fondos de retorno total están expuestos a los vaivenes de los mercados. El hecho es que es difícil encontrar un fondo *total return* con rentabilidad positiva en un año de caídas en bonos y bolsa.
2. Los fondos de retorno absoluto muestran un comportamiento menos correlacionado con el mercado que los fondos *total return*.
3. La denominación de estos fondos no siempre es garantía de su comportamiento. Vale la pena analizar, por tanto, su comportamiento histórico.

La dificultad de acertar

Es verdad que esta gran variedad de alternativas que engloba la categoría de retorno absoluto dificulta acertar con el producto más adecuado para cada momento y, además, aunque su objetivo es obtener un rendimiento positivo con independencia de la evolución del mercado, no siempre se comportan como se espera que lo hagan, lo que puede generar al inversor una gran insatisfacción.

A la hora de invertir en este tipo de fondos hay que analizar muy bien las estrategias en las que invierte y saber si estas estrategias son las más convenientes en cada momento para proteger y descorrelacionar la cartera (el objetivo principal que deben cumplir estos productos cuando se decide invertir en ellos).

El nivel de riesgo que asumen y lo que nos indica si son o no aptos para un inversor más o menos conservador es el dato de volatilidad.

Es importante, también, ver la consistencia de sus resultados en los distintos ciclos del mercado y la capacidad y rapidez que tienen a la hora de recuperarse en momentos de corrección. Esta información nos servirá para valorar la flexibilidad y agilidad del gestor a la hora de adaptarse a los cambios.

Por último, indicar que, al ser productos de cierta complejidad, la recomendación es no destinar a ellos más de un 15% del total invertido y, en la medida de lo posible, antes de invertir solicitar la ayuda de un asesor que ayude a comprender la estrategia seguida y sus ventajas o inconvenientes. G

INVERTIR EN CIBERSEGURIDAD

Durante los últimos doce meses, los mercados de renta variable y renta fija han estado sometidos a continuos vaivenes que han ocasionado importantes pérdidas en muchos de los valores y sectores, como son todos los relacionados con las nuevas tecnologías (inteligencia artificial, robótica, ciberseguridad, big data…), que mejores rendimientos habían cosechado durante la última década y muy especialmente entre abril y diciembre de 2020.

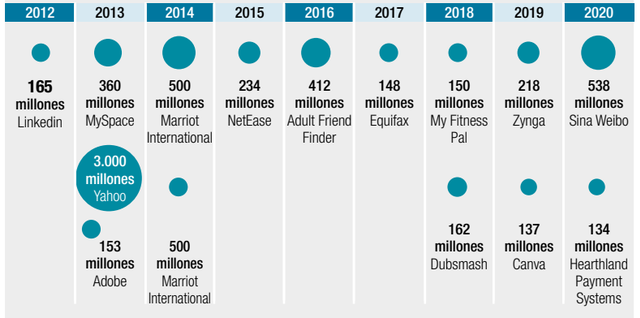
La corrección sufrida por el sector tecnológico se debe en gran parte al cambio en la política monetaria de los bancos centrales. Al tratarse de empresas necesitadas de mayor financiación, y con valoraciones en bolsa muy elevadas, se ven afectadas de forma mucho más negativa por el incremento de los tipos de interés.

Esas correcciones, sin embargo, deben considerarse como una oportunidad de compra de valores y fondos con un interesante potencial de revalorización a medio y largo plazo, como son los centrados en el sector de la ciberseguridad.

Nuestras vidas son cada vez más digitales. Los ordenadores son indispensables para un gran número de trabajos y los teléfonos inteligentes se han convertido en una parte integral de nuestro día a día. Las nuevas tecnologías hacen que nuestras vidas sean más fáciles, pero también cada vez más vulnerables (el 53% de las empresas españolas sufrieron un ciberataque en 2021). De ahí que la ciberseguridad ya sea considerado como uno de los sectores vitales dentro de la nueva economía (se prevé que el mercado de ciberseguridad crezca el 12,6% anual hasta 2030).

En la brecha de seguridad

Los quice mayores casos de violación de datos del siglo XXI



Fuente: CSC Online

mega. mega online

Actualmente hay tres fondos registrados en España que centran sus inversiones en empresas de seguridad y ciberseguridad, aunque son muchos más los que incluyen algunas de esas compañías en sus carteras, en especial dentro de la oferta de fondos tecnológicos. Los tres productos especializados en este sector son Pictet Security, CS Security y Allianz Cyber Secuty. Dentro de sus carteras encontramos empresas representantes del sector como Palo Alto Networks, Crowdstrike, Okta, Verisk Analitics, Fortinet o Zscaler.

INVERSIÓN EN MADERA

Plante árboles en su cartera de fondos

Un joven sauce, que crea 75 kg de biomasa en cinco años, captura 140 kg de CO2, la emisión de un vehículo durante 1.000 km. Si después de asistir a los trágicos incendios forestales del último verano, se ha concienciado aún más sobre la importancia de los bosques, ahora puede invertir en ellos: hay en el mercado un fondo especializado en todo lo que rodea a la madera, desde las superficies forestales a los productores de paneles para construcción y muebles, constructores de viviendas, fabricantes de pulpa, de envasado, de productos de higiene...

TEXTO Paula Mercado*
DIRECTORA DE ANÁLISIS DE VDOS STOCHASTICS

* * Paula Mercado es directora de análisis de VDOS Stochastics –y de su web quefondos.com–, proveedor de referencia en la industria de gestión de activos. Además, colabora habitualmente en diversos medios especializados del sector. @VDOSSStochastics

Según la Organización de Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación, la agricultura industrializada y la urbanización han reducido los bosques del mundo en 129 millones de hectáreas (una superficie equivalente a la de Sudáfrica) durante últimos 25 años. En mayo de 2019, la concentración de CO2 en el aire alcanzó un pico histórico, con 415 partículas por millón. Pero las soluciones tecnológicamente complejas de captura y almacenamiento de carbono a gran escala requieren gran coste de instalación y pueden perder hasta 75 por ciento del carbono por fugas, mientras que un joven sauce, que crea 75 kg de biomasa en cinco años, captura 140 kg de CO2, la emisión de un vehículo durante 1.000 km.

Pictet Timber es el único fondo de inversión temática con contribución neta negativa a emisiones de CO2 en toneladas/por millón de facturación. Además, contribuye al ecosistema de bosques (hábitat silvestre, protección del suelo y ciclo del agua) y ofrece alta exposición, en comparación con el índice mundial, a los objetivos de sostenibilidad de Naciones Unidas "acción climática", "consumo responsable" y "vida en la tierra". Desde que se puso en marcha en 2008, tiende a comportarse bien en tres de cuatro posibles escenarios de crecimiento/inflación, pero especialmente cuando ambos aumentan, al favorecer a los sectores inmobiliario y materiales.

La esencia de Pictet Timber es cómo emplear más madera en el mundo, con el objetivo de favorecer la economía circular.

El fondo invierte en toda la cadena de valor de la madera: fabricantes de paneles para construcción y muebles, constructores, fabricantes de pulpa, de envasado, de productos de higiene y empresas industriales. Respecto al índice mundial, sobrepondera el sector de materiales e inmobiliario. Hay que tener en cuenta que los propietarios de bosques norteamericanos se clasifican como *Real Estate Investment Trust* (REIT).

Inversión de valor

El equipo gestor entiende la madera como una inversión con sesgo "valor". Su núcleo son compañías propietarias de bosques gestionados sosteniblemente, en jurisdicciones reguladas que protegen los bosques, como Estados Unidos, Canadá, Europa y Japón.

El gestor del fondo es Mikael Jafs, CEFA. Incorporado a Pictet AM en 2019, fue con anterioridad responsable del sector de silvicultura, papel y envases en Kepler Cheuvreux y en UBS, así como analista del sector de pulpa y papel en SEB Enskilda de Estocolmo. Fundó una empresa de negociación de derivados que posteriormente se convirtió en miembro de la Bolsa de Helsinki. Es licenciado en Derecho por la Universidad de Helsinki (Finlandia) y en la Swedish School of Economics and Business Administration, en Helsinki.

El proceso de inversión de **Pictet Timber** es común a todos los fondos temáticos basados en megatendencias de Pictet AM. Los gestores seleccionan acciones de cada temática sin seguir índice, aspectos regionales o momento del mercado. Se gestiona activamente, siguiendo un estilo GARP (Crecimiento a Precio Razonable).

Como parte fundamental del proceso inversor, emplea el marco científico de *Límites Planetarios* del Stockholm Resilience Centre, que identifica nueve dimensiones críticas para las actividades humanas (cambio climático, acidificación, contaminación química, cambios de uso del suelo, agotamiento del ozono, aerosol, cambios del ciclo del nitrógeno, pérdida de biodiversidad, cambios del ciclo del fósforo y agotamiento de suministros de agua dulce).

A nivel de Grupo cuenta con *Pictet ESG Scorecard*: fortalezas y debilidades ASG de las empresas, favoreciéndose transversalmente el dialogo activo y el ejercicio del derecho de voto para impulsar cambios. Anualmente informa de la contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas para 2030.

Economía circular

La esencia de **Pictet Timber** es cómo emplear más madera en el mundo, con el objetivo de favorecer la economía circular. Algunas compañías son propietarias de bosques, otras producen pulpa, tablones, papel y/o productos de higiene. El segmento de construcción lo forman grandes compradores de madera. Además, invierte en pulpa y madera tratada. Es muy significativo el crecimiento en empaquetado. El principal impulsor del crecimiento del sector es el mercado de viviendas, con ciclos habitualmente mayores que la economía global.

La demanda de madera se ve impulsada por el crecimiento demográfico y el aumento del PIB per cápita.

El fuerte crecimiento del comercio electrónico y la guerra contra los plásticos impulsa la demanda de cartón para contenedores y envases de papel.

Su proceso inversor parte de un universo de 40.000 compañías globales, que se reduce hasta los 50 – 70 valores que incluye la cartera final. Se seleccionan empresas con estas características:

1) Relacionadas con actividades de silvicultura.
2) Se excluyen las que tienen exposición a armas, controvertidas o que causan daños ambientales y/o sociales significativos, o que operan en áreas ecológicamente sensibles, o países donde la integridad de los bosques no esté garantizada.
3) Se evalúa asímismo la calidad de su gestión, su posición competitiva, capacidad para ampliar márgenes, valoración, pureza, liquidez y volatilidad, integrando datos ASG.
4) Se toma en cuenta el valor de los recursos de madera, por acceso a largo plazo a bosques, comparativas en el mercado de capital privado, autosuficiencia, existencia de arrendamientos a largo plazo y otros elementos.

La cartera tiene un muy bajo solapamiento (menos de 5%) con el índice MSCI World y una capitalización media entre 3.000 y 6.000 millones de dólares.

La demanda de madera se ve impulsada por el crecimiento demográfico y aumento del PIB per cápita. Destaca la demanda de fibra en mercados emergentes, sobre todo Asia-Pacífico y especialmente China, el mayor importador mundial de madera. Además, en los bosques se va añadiendo valor con el tiempo, a medida que cada árbol crece, y puede elegirse el momento de la cosecha según precios de materiales y productos finales.

El fuerte crecimiento del comercio electrónico y la guerra contra los plásticos impulsa la demanda de cartón para contenedores y envases de papel, mientras que higiene y pulpa proporcionan crecimiento defensivo y exposición al aumento del nivel de vida en países emergentes.

A largo plazo el impulso del mercado de la vivienda continuará en Estados Unidos, dada la demanda reprimida, la escasa inversión los últimos diez años y una demografía favorable. Por otra parte, el suministro de madera de Canadá ha comenzado a caer por razones biológicas y el aumento sólo gradual de la capacidad de los aserraderos del sur de EEUU, todo lo cual presiona al alza los precios de la madera a medio plazo.

Actualmente, las valoraciones de los bosques de madera, por precios de las acciones, operan con descuentos sustanciales, de hasta 30 por ciento, frente a activos comparables del mercado de capital privado. G

¿Cómo funciona un fondo de *venture capital*?

La inversión en *startups* tecnológicas, antes reservada a unos pocos *business angels* e inversores especialistas, va ganando protagonismo en las carteras de cada vez más inversores, tanto individuos como corporaciones e inversores institucionales. La mayor parte de esta inversión se canaliza a través de fondos de *venture capital* que son gestionados por profesionales experimentados y supervisados por entidades reguladoras como la CNMV en nuestro país. ¿Cómo funcionan estos fondos, capaces de aportar mayor rentabilidad esperada y descorrelación con muchos activos?

TEXTO Gonzalo Tradacete Gallart
CFA CHARTERHOLDER, MIEMBRO DEL COMITÉ DE ALTERNATIVOS DE CFA SOCIETY SPAIN.

Comenzaremos con una práctica y casi obvia definición: los fondos de *venture capital* son vehículos de inversión en la que uno o varios inversores ("partícipes" o *"limited partners"*) comprometen parte de sus ahorros para que gestores profesionales especializados ("gestores" o *"general partners"*) los inviertan en empresas innovadoras/tecnológicas no cotizadas, con el objetivo de obtener una rentabilidad a medio/largo plazo acorde con su estrategia. De esta definición se desprenden ya algunas de sus principales características:

Estrategia por fases

Estamos de acuerdo en el subyacente (*startups*), y tradicionalmente los fondos de *venture capital* invierten cantidades moderadas en la fase temprana (dos o tres primeros años de vida), para luego construir su posición (léase adquirir más participaciones en siguientes ampliaciones de capital o compraventas) con inversiones mayores en las empresas más prometedoras de su cartera diversificada (formada normalmente por entre veinte y treinta empresas).

Este modelo ha inspirado una gran variedad de estrategias con fondos que invierten en un único sector/tecnología, o cantidades idénticas en todas las empresas de la cartera en fases muy tempranas, o enfocados en *startups* consolidadas (más de cinco o diez años de vida), por ejemplo. Lo que la inmensa mayoría de estrategias tienen en común es el objetivo de vender las participaciones con fuertes plusvalías, normalmente en los llamados *exits* (venta de la *startup* a una compañía de mayor envergadura), aunque también venderse a otros fondos especializados en siguientes fases de la vida de la empresa o mediante la cotización en mercados bursátiles. De nuevo, en lo que casi todas coinciden es en que esas fuertes plusvalías vienen derivadas por una intensa y rápida creación de valor gracias al crecimiento de las *startups* durante el periodo en el que el fondo es socio/accionista de ellas.

Gonzalo Tradacete Gallart.

La mayor parte de la inversión en *startups* tecnológicas se canaliza a través de fondos de *venture capital*.

Estos fondos apenas tienen liquidez, ya que no negocian en ningún mercado organizado y suelen invertir en empresas no cotizadas.

Gestores experimentados

Por las características del subyacente, normalmente es preciso que el equipo gestor del fondo tenga experiencia, no sólo para identificar oportunidades y negociar las inversiones y desinversiones, sino también para apoyar a los fundadores de las *startups* en varias facetas de la creación de una empresa innovadora y con altos riesgos asociados. Todo ello, en función de la estrategia del fondo, por supuesto.

Partícipes profesionales y bien asesorados

Son estos riesgos típicos de las *startups*, junto a la iliquidez asociada a los fondos de *venture capital*, los que provocan que estos fondos estén normalmente reservados para inversores profesionales, aunque se permite que inversores minoristas bien asesorados y con cierta envergadura puedan también participar. Las participaciones que adquieren los fondos no son sólo en *startups* no cotizadas, difíciles de vender en el corto plazo, sino que además el propio fondo de *venture capital* tampoco es negociado en ningún mercado organizado. Fondos con estrategias especializadas en este "mercado secundario" han florecido en distintos puntos de Europa recientemente.

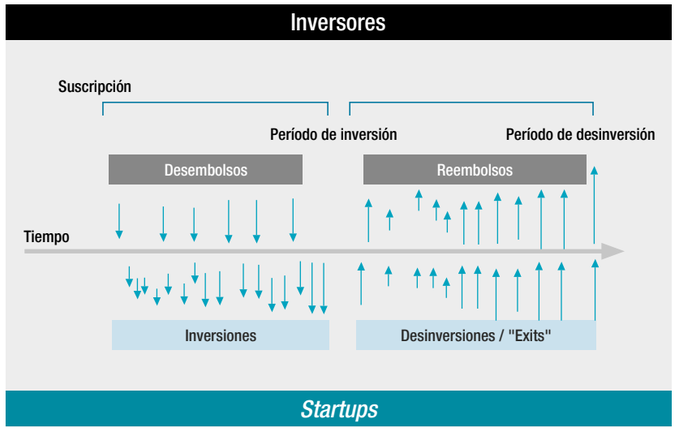
Compromiso de desembolso

Los partícipes no desembolsan normalmente su inversión de golpe, sino que adquieren un compromiso para ir desembolsando una cantidad total en varios desembolsos (*"capital calls"*) a solicitud del gestor. De esta manera se intenta maximizar la rentabilidad final del fondo, adecuando los flujos de entrada de capital a la identificación de oportunidades de inversión. De igual forma, se intentará retornar a los partícipes el capital obtenido en los *exits*

tan pronto como pueda, para minimizar el tiempo con dinero "dormido" en el fondo y, de ese modo, reducir también su coste de oportunidad.

Periodos

Con todo este conocimiento podemos ya concretar mejor el funcionamiento de los fondos de *venture capital*: Los partícipes van a formalizar sus compromisos durante el periodo de suscripción (de uno a dos años) del fondo, durante el cual se comercializa el fondo. Durante el periodo de inversión (de tres a seis años, en función de estrategia), el gestor va a ir solicitando el desembolso de los compromisos para invertir el dinero en distintas *startups*. Normalmente importes pequeños en muchas (entre veinte y cuarenta compañías) al principio (20-45% del fondo) e importes mayores en las cinco o diez empresas que mejor van al final del periodo de inversión. Finalmente, durante el periodo de desinversión (entre los cinco y siete años siguientes al periodo de inversión), el gestor va a intentar vender las participaciones adquiridas con las fuertes plusvalías mencionadas y trasladárselas a los partícipes mediante el reembolso de las unidades del fondo. Así de fácil, como se aprecia en el diagrama adjunto (las flechas han sido elaboradas a escala de los flujos de dinero, a ojo de buen cubero).



Comisiones y rentabilidad

Los fondos de *venture capital* suelen cobrar una comisión de gestión anual sobre el importe comprometido durante el periodo de inversión (1,5-2,5% al año) y sobre el importe efectivamente invertido y aún gestionado (léase no desinvertido) durante el periodo de desinversión (0,5%-1,5%). Además, los gestores cobran una comisión de éxito (10-30%, llamada "*carry*") sobre las plusvalías que excedan un umbral de rentabilidad (TIR) mínima para los Partícipes (6-10% anual, o "*hurdle*"). En cualquier caso, hay muchas variaciones sobre este modelo.

Estos fondos aspiran a conseguir rentabilidades anuales netas superiores 15-20% anual (a siete-diez años vista) para sus partícipes (que no deben olvidar la rabiosa iliquidez de estos productos). Y, en buena medida, estas rentabilidades se han conseguido a nivel global durante la última década, posiblemente la segunda mínimamente relevante en la historia del *venture capital* en Europa.

Además de una notable rentabilidad, estas inversiones suelen aportar descorrelación a una cartera de inversiones típica. Y, desde luego, fomentan la innovación empresarial, el emprendimiento tecnológico, la creación de valor y un impacto positivo en la sociedad. Por todo ello, es una gran noticia que cada vez un mayor número de inversores integren estas estrategias en sus carteras por muchos motivos. Pero, como siempre, hay que entender en que se invierte. No es oro todo lo que brilla, y hay que evaluar con inteligencia y precaución cualquier compromiso en cualquier activo, fondo o gestor. G

CFA INSTITUTE CELEBRA SU 75 ANIVERSARIO

José Luis de Mora.

Margaret Franklin.

CFA Institute, la asociación global de profesionales de la inversión, celebra su 75 aniversario: se conmemora el día de 1947 en que las sociedades de analistas de Boston, Chicago, Nueva York y Filadelfia unieron fuerzas para cumplir su compromiso compartido de brindar estándares más altos a la profesión de inversión.

El 11 de junio de 1947 se formó la National Federation of Financial Analysts Societies, precursora de CFA Institute. Se iniciaba así el desarrollo de una profesión de inversión que situó la educación, la ética y la profesionalización entre su objetivo fundamental. En 1963, el análisis de inversiones se convirtió en una profesión acreditada, cuando 284 candidatos se presentaron al examen inaugural del Programa CFA.

Margaret Franklin, CFA, presidenta y directora ejecutiva de CFA Institute subraya que "los fundadores de CFA Institute reconocieron y promovieron el principio de que la práctica de la gestión de inversiones conlleva una responsabilidad que exige los más altos estándares de atención entre aquellos que hacen de ella su carrera". Franklin destaca que "el análisis de inversiones no era una profesión en 1947, pero nuestras sociedades fundadoras la convirtieron en una. En 1963, introdujimos el examen CFA inaugural, que se ha convertido en el Programa CFA, tan familiar para cientos de miles de aspirantes a profesionales de la inversión en la actualidad".

José Luis de Mora, CFA, presidente de CFA Society Sp*ain* señala que "nuestra misión de liderar la profesión de inversión no ha cambiado durante estos primeros 75 años, pero nuestra organización nunca se ha detenido. El Programa CFA y los currículos complementarios se adaptan para garantizar su actualización y relevancia, y el liderazgo de nuestras credenciales. Los Códigos y Estándares de CFA Institute continúan aportando claridad a desafíos éticos a menudo complejos y urgentes. Me siento inmensamente honrado de estar al frente de CFA Society Spain mientras conmemoramos el 75 aniversario de CFA Institute".

Para obtener más información sobre CFA Institute y su comunidad global de profesionales de la inversión, visite CFA Institute Members. Para obtener más información sobre el Programa CFA y el conjunto completo de certificaciones, visite: CFA Institute Programs.

Para obtener más información sobre los programas de aprendizaje profesional de CFA Institute, visite: Professional Learning.

NOVENO PREMIO GLOBAL DE ÉTICA Y CONFIANZA EN LAS FINANZAS

Este concurso de ensayos invita a profesionales y académicos menores de 35 años a reinventar cómo las instituciones financieras y las partes interesadas pueden equilibrar el deseo de crecimiento, seguridad y estabilidad.

Josina Kamerling.

CFA Institute y CFA Society Spain están apoyando la novena edición del Premio Global de Ética y Confianza en las Finanzas para un Futuro Sostenible, organizado por el Observatoire de la Finance. Este galardón, dotado con 20.000 dólares, invita a profesionales y académicos menores de 35 años a enviar un ensayo de 5.000 palabras con argumentos rigurosos y conclusiones claras para que lo revise un distinguido jurado internacional. La fecha límite para la presentación es el 29 de mayo de 2023.

La misión del concurso es promover una mayor conciencia entre los jóvenes de todo el mundo sobre la importancia de fortalecer la ética y la integridad en el sector financiero, así como acelerar la transición hacia un sistema financiero sostenible. El año pasado, la octava edición del Premio atrajo a más de 450 personas de más de 90 países para expresar su interés en presentar un trabajo para la competencia.

"En el centro de esta iniciativa está la oportunidad para que los jóvenes reflexionen sobre el papel de la ética para ayudar a dar forma a un sistema financiero más sostenible y responsable para el futuro", comenta Josina Kamerling, responsable de asuntos regulatorios de CFA Institute para EMEA. Subraya que "tal esfuerzo intelectual es aún más necesario y urgente en este momento, dado el papel cada vez mayor del sector financiero en los asuntos públicos y privados y el creciente desafío del cambio climático y las nuevas tecnologías en las finanzas".

En opinión de Kamerling, "nuestros futuros líderes tienen la clave para garantizar que el sector financiero siga estando basado en un fuerte sentido de propósito, integridad y comportamiento ético, y CFA Institute se enorgullece de apoyar este Premio. Sabemos bien que la ética y la confianza son las herramientas necesarias que pueden ayudar a reenfocar las actividades financieras en beneficio de la sociedad en su conjunto".

"Creemos que los temas de ética y confianza en las finanzas tienen un papel fundamental que desempeñar para lograr un cambio positivo en un mundo incierto", señala el profesor Paul H. Dembinski, Director del Observatoire de la Finance. Y subraya que "en toda la sociedad, todavía tenemos mucho que descubrir y resolver sobre cómo avanzar hacia una mayor sostenibilidad, y el progreso requerirá una variedad de contribuciones. Esperamos explorar nuevas ideas brillantes de un grupo diverso de jóvenes brillantes. Estoy encantado de lanzar la novena edición del premio".

Más información sobre el Premio y las bases para poder participar se encuentran disponibles en: https://www.ethicsinfinance.org/

Por CFA Society Spain

ENRIQUE MARAZUELA (*)

Otra vez la inflación

El actual nivel de los tipos de interés es, desde una óptica histórica suficientemente amplia, muy bajo. Por lo tanto, no debemos asustarnos de que, ante a una inflación que no será pasajera, se asiente en cotas más altas de las que hemos visto en la última década.

No hace tanto, escribí para esta misma revista una columna sobre la inflación. Y la conclusión era que no iba a ser tan transitoria como se esperaba –aunque a todos nos gustara que así fuera–, ni tan moderada como en la década anterior (cuando estuvo, de promedio, en el 1,3% en Europa y en el 1,7% en Estados Unidos). Las razones eran varias: el efecto base respecto a las consecuencias de la pandemia, que básicamente ya ha desaparecido, los cuellos de botella en los procesos productivos, que no solo persisten, sino que incluso se han agravado con la guerra de Ucrania, y las consecuencias de los fuertes estímulos monetarios y fiscales, que con el transcurso del tiempo se irán disipando. Hacía alusión también a la transición energética, que es inflacionista, aunque sea un proceso justo porque hasta ahora contaminar era gratis y no se monetizaban los costes medioambientales que suponía.

Pese a que es adecuado revisar la influencia de las variables que pensábamos que actúan sobre el nivel general de precios, este análisis es, si no inadecuado, sí al menos insuficiente en estos momentos porque ha habido un profundo cambio de escenario tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Esta invasión entierra definitivamente el sueño del "fin de la historia" que preconizaba Francis Fukuyama y nos acerca más a la "trampa de Tucídides" de la que nos prevenía Graham Allison. Fukuyama soñó con el fin de la guerra y las revoluciones tras la caída del Muro de Berlín. Allison se refiere a que la citada trampa aparece cuando una potencia emergente, que en nuestro caso es China, se enfrenta estratégicamente y termina haciéndolo militarmente con la incumbente, en este caso Estados Unidos. Afortunadamente, Allison también destaca que ha habido alguna excepción en la historia. Esta trampa toma el nombre del historiador griego por su relato de la Guerra del Peloponeso del siglo V a.C., cuando Esparta se enfrentó a Atenas por el temor que el ascenso de la segunda inspiró en la primera.

La guerra de Ucrania vuelve a poner de manifiesto la polarización del mundo y supondrá una resistencia a avanzar en el proceso de globalización que hemos vivido en las últimas décadas. Esta globalización ha supuesto un gran avance de bienestar mientras ha estado vigente, tanto en la forma de crecimiento como de desinflación.

Además, en el actual contexto, Rusia está utilizando su gran peso global como proveedor de materias primas como un arma política en este conflicto, presionando a terceros países, especialmente los de la Unión Europea, para que modifiquen sus actuales planteamientos. Esta actuación de Rusia se está reflejando en una escalada de precios de la energía, pero no descartamos que se vea en un futuro no lejano también en los alimentos, pese a que lo nieguen en sus declaraciones en Naciones Unidas. Conviene recordar que la energía está presente en todos los procesos productivos, con grandes efectos de contagio y puede degenerar en una espiral de ascenso de precios. A la vista de lo anterior, no puede resultar sorprendente que no vemos que la inflación vaya a ceder significativamente en el corto plazo.

La actuación de los bancos centrales en este contexto es fácil de deducir: su principal objetivo es mantener el valor de la moneda y sus instrumentos son los tipos de interés y la cantidad de dinero. No dudamos de que utilizarán todo su arsenal para solucionar el brote de la inflación, por lo que las consecuencias sobre la economía van a ser un efecto colateral. Los bancos centrales buscan también el pleno empleo y el crecimiento económico, pero estos objetivos en el largo plazo solo son posibles en un entorno de estabilidad monetaria, por lo que es prioritario corregir la inflación.

> ***La invasión de Ucrania, el último factor impulsor de la inflación, entierra definitivamente el sueño del "fin de la historia" que preconizaba Fukuyama y nos acerca más a la "trampa de Tucídides" de la que nos prevenía Graham Allison.***

El actual momento se caracteriza porque los principales bancos centrales están moviendo sus políticas monetarias a entornos menos distendidos y esta alusión es especialmente adecuada porque venimos de situaciones excesivamente laxas. El actual nivel de las tasas de interés es, desde una óptica histórica suficientemente amplia, muy bajo y por lo tanto no debemos asustarnos de que se asiente en cotas más altas de las que hemos visto en la última década.

Por ello, seguimos recomendando mantener la cautela en los bonos pues no descartamos nuevas subidas de sus rendimientos, que recordamos que actúan de una manera opuesta a los precios. Y es difícil ver que en un entorno de caídas de precios de los bonos se revaloricen otras clases de activos, por lo que nos mantenemos cautos. G

(*) CFA, CAd, director de Asuntos Económicos de la Universidad Pontificia Comillas, miembro del Consejo Asesor de Inversiones de MdF Family Partners, senior member de CFA Society Spain y miembro del Consejo Editorial de la revista **GESTORES**.

CONSEJEROS
www.revistaconsejeros.com

Consenso del Mercado
www.consensodelmercado.com

THE CORNER
www.thecorner.eu

LASFUNDACIONES
www.lasfundaciones.com

GRUPO CONSEJEROS

Revista CONSEJEROS

Revista GESTORES

Revista EMISORES

Anuario 101 FUNDACIONES

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[1] 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

XXXIII Premios Fondos 2022 Expansión | allfunds

MORNINGSTAR ★★★★★

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

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

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

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

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas 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 diario s de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10.

Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

Value.Shared

Allianz Global Investors