GESTORES

La revista más exclusiva de fondos de inversión

#9 / ABRIL 2023

ANÁLISIS SECTORIAL

SERVICIOS SANITARIOS

Fondos y acciones para una inversión más saludable

EL ANÁLISIS DE LOS CONSEJEROS

EL NUEVO RÉGIMEN

Inflación, tipos altos, volatilidad… Un escenario que ha llegado para quedarse

ETFs

ESOS GRANDES DESCONOCIDOS

Los fondos cotizados no son sólo para el corto plazo

FORMACIÓN

FONDOS SOBERANOS

Concentración y poder de decisión

PATRIVALOR
SGIIC SA

Invirtiendo junto a nuestros clientes

PATRIVALOR, SGIIC, S.A.
Paseo Castellana 12, 2º Dcha
28046 Madrid
T. 91 544 79 79
https://www.patrivalor.com
mail@patrivalor.com

INTELIGENCIA NO SÓLO ARTIFICIAL

Inteligencia artificial fue declarada la palabra (aunque sean dos) más notable del castellano el año pasado. Y es sin duda la tecnología con mayor futuro. También para el inversor. Pero no nos dejemos arrastrar por un modelo de inteligencia artificial que desplace, o incluso sustituya, a la inteligencia natural del ser humano.

MANUEL MORENO CAPA • DIRECTOR DE GESTORES

"—¿Y no trabajas? (…)
—Ya sabes cómo es el trabajo hoy en día. Tienen que desactivar robots para tener cosas que encargarnos y que pagarnos por hacer."

Este diálogo, que pronto podría convertirse en realidad, es de la novela *"Sinsonte"*, una poco conocida joya de la ciencia ficción escrita en 1980 por el norteamericano Walter Tevis (1928-1986). En esta brillante y quizás premonitoria obra, se dice también:

"La invención de los robots fue motivada por un amor ciego hacia la tecnología que permitía tal invención. Fueron creados y puestos en manos de los hombres de igual modo que lo habían sido en antaño las armas que a punto estuvieron de destruir el mundo: como una 'necesidad' (…). Los robots habían sido un regalo para el mundo bajo la mentira de que nos librarían del trabajo pesado para que pudiéramos crecer y realizarnos interiormente. Alguien tuvo que odiar muchísimo la vida humana para cometer semejante pecado…"

Porque el resultado de la robotización masiva es que en el mundo futuro de *"Sinsonte"* la humanidad se atrofia por no saber hacer nada e incluso entra en un proceso de extinción (reproducirse no es una opción permitida). Todo queda en manos de robots que siguen funcionando como si tal cosa (la novela también anticipa el invento de una pila nuclear de energía inagotable, como ahora nos anuncian los avances en la fusión del átomo). Pero pocos humanos, atontados por drogas sintéticas que también fabrican los robos, se benefician de las masivas producciones automatizadas.

Los críticos con la tecnología más de moda y prometedora, la inteligencia artificial (IA), estarán preocupados por la posibilidad de que nos lleve a este escenario desolador. Sobre todo ante la evidencia de que muchas de las apuestas mil millonarias para el desarrollo de esta tecnología parecen más enfocadas a la pura y simple reducción de costes laborales que a la auténtica mejora de los productos y servicios ofrecidos a los consumidores. Y no estoy en contra de que los robots animados por inteligencia artificial nos liberen de trabajos pesados y arriesgados, o nos ayuden a optimizar cualquier proceso, pero lo deseable sería que esos mismos robots cotizaran para mantener los sistemas de desempleo, pensiones y sanidad del creciente número de personas que pueden quedar ociosas gracias a ellos.

Otra cuestión inquietante es que algunos de los más llamativos avances de la IA hayan creado los famosos programas capaces de elaborar textos en respuesta a cualquier tipo de temática. Cierto que son aún rudimentarios, caen en numerosos errores y abusan de los generadores de términos, pero ya están aquí, evolucionarán y aprenderán a desplazar al modesto escritor humano. Así que pronto convendría exigir que, al menos en el delicado ámbito del asesoramiento financiero, las entidades incluyeran en sus comunicados una declaración de este tipo: "Garantizamos que los análisis y consejos de inversión publicados aquí no son generados por sistemas de inteligencia artificial, sino por la inteligencia humana y la experiencia de nuestros analistas, gestores y demás profesionales".

Una declaración que quizás también deberían publicar pronto los medios de comunicación. Desde aquí nos anticipamos: que quede claro que nada en esta revista ha sido escrito por ningún programa listillo, sino por profesionales competentes. Un papel que ahora reforzamos. A partir de esta novena edición de GESTORES, publicamos una nueva sección en la que miembros de nuestro Consejo Editorial analizan algún tema relevante para el inversor (páginas 32-33). También recurrimos a la inteligencia natural en otra nueva sección dedicada a los ETFs o fondos cotizados (páginas 22 a 25), un producto en auge y que cada vez merece más espacio en una cartera bien diversificada.

Pero nunca olvidemos a la inteligencia artificial como inversión, en este caso como parte del sector de los servicios sanitarios que protagoniza los detalladísimos informes de las páginas 6 a 21. Ahí se analizan tanto grandes empresas cotizadas, como los fondos de inversión especializados (algunos de ellos, en IA aplicada a la sanidad).

Objetivo final: que la inteligencia artificial nos ayude a ser inversores más inteligentes, en vez de convertirnos en simples consumidores atontados.

"La inteligencia artificial debe ayudarnos a ser inversores más inteligentes, no dependientes de consejos y análisis robotizados"

Rebeca Coriat

HEAD OF STEWARDSHIP
DE LOMBARD ODIER

"Las grandes gestoras serán las primeras en suscribir el código de inversores"

"Hay más activismo porque hay más implicación de accionistas e inversores. Nosotros somos un inversor activo pero no activista. Para muchos inversores es importante montar campañas públicas y hacer ruido porque creen que eso les traerá más rendimiento financiero pero no siempre es así. Las conversaciones privadas y el 'engagement' a puerta cerrada suelen ser herramientas muy poderosas para generar cambios"

TEXTO Fernando Rodríguez López de Andujar FOTOS Jesús Umbría

Por qué deber haber un código de inversores o *stewardship code* en España?
Es importante tenerlo porque las cotizadas han tenido un gran recorrido corporativo en cumplimiento de códigos de buen gobierno y, hasta ahora, los inversores, no. El código fija los derechos y obligaciones del inversor. El primer código inglés, que es de 2010, se originó después de la crisis financiera de 2008, cuando se vio que los inversores no habían rendido cuentas o no habían sido suficientemente transparentes con las instituciones financieras, cuando debían haberlo sido. Es importante disponer de este *stewardship code* como respuesta a ese problema.

El nuevo *stewardship code* español está basado en buen parte en el modelo inglés, que tiene un importante desarrollo en el mercado británico. ¿De qué cree que va a depender su éxito en España?
El *Stewarship Code* va a cumplir trece años en el mercado británico. En este tiempo se ha aprendido mucho, y el español se acaba de publicar. El éxito en España va a depender de que una masa crítica de los posibles signatarios lo adopte, y en base a ello generen informes sobre las prácticas de *stewardship* que están desarrollando, que dichas prácticas se publiquen y que se vea un avance.

¿Qué perfiles deben crear esa masa crítica para ser representativa? ¿Hay empresas más motoras que otras en esta área?
En mi opinión, las grandes gestoras serán las primeras en suscribir el código de inversores porque, en general, e históricamente, tienen y han tenido estructuras de gobernanza, política e implementación de *stewardship*. Esto me lleva a pensar que suscribir el código se convierte en un ejercicio de codificación de lo ya existente. Probablemente, las más pequeñas se irán incorporando después, con la ayuda de los ejemplos de las grandes.

Publicar los informes implica mucha transparencia por parte de las firmas. En Reino Unido existe esa cultura y, de hecho, uno de los requerimientos para obtener el status de 'signatory of the UK Stewardship Code' es publicar el informe stewardship en la web, pero en España no es frecuente esa transparencia.
En efecto, hay una gran diferencia en la cultura de transparencia y en comunicar actividades entre Inglaterra y España y en el miedo a ser criticado por lo que haces. En el entorno británico, la *soft law* funciona mejor que aquí, pero, a pesar de eso, también me parece que ayuda mucho en España todo aquello que nace de manera voluntaria.

En ocasiones, el riesgo de normativas *soft* como la del *stewardship* está en que los operadores se dediquen a cumplir formalmente el expediente –*box ticking* como suele decirse– para mejorar su imagen. ¿Hay algún modo de gestionar esta desviación? Por ejemplo, la FRC es muy estricta al aceptar nuevos suscriptores del *stewardship* británico, condición que Lombard Odier ha recibido, y mantiene desde 2020.
Sí, está el riesgo del *box ticking* y del *greenwashing*, de decir que algo se está haciendo cuando realmente no es así. Hay que tener paciencia. Los informes que aparezcan el primer año tendrán un nivel más bajo que los del segundo, y así sucesivamente.

> **Hemos integrado la labor de stewardship, con la sostenibilidad y el análisis financiero. Creo que somos de los pocos, quizá los únicos, que hemos integrado en un equipo el análisis financiero y el no financiero**

En general, ¿qué le parece el *stewardship code* español? Por el largo plazo de transición de tres años y la voluntariedad de adscripción da la impresión de ser bastante suave como para producir grandes cambios en las políticas fiduciarias en nuestro país.
En Gran Bretaña ha habido tres grandes épocas en el proceso de implantación del *Stewardship Code*. En la primera, las entidades simplemente enviaban sus informes y se adscribían al Código, lo que bajó un poco los estándares. La consecuencia fue que el FCR introdujo tres niveles –tier y tier 2– para los que mejor cumplían los principios del código, y el tier 3, para los inversores y los gestores que no cumplían las expectativas de código. Ahora esta-

mos en una tercera etapa, que inauguró el Código publicado en 2020, Código que se centra en los resultados de la actividad de *stewardship*. Tres años deberían ser suficientes para que esa masa crítica de la que hablaba asuma los estándares.

¿Cómo valora los efectos de la SRDII después de dos años de funcionamiento desde su última versión en los aspectos más relacionados con el *engagement*?
Ha ayudado a que haya más *engagement* y a promover el dialogo entre emisores e inversores. Cuanto más dialogo hay, menos votos negativos se producen. Ahora hay un gran nivel de *engagement*.

¿A que llamamos *engagement*? No hay indicadores sobre niveles de *engagement*.
Es interesante. Hay muchos niveles de *engagement* y los emisores y los inversores pueden definirlo de maneras totalmente distintas. Puede ser, simplemente, hablar con una compañía para pedirle más información y eso te ayuda a entender el modelo de negocio de la empresa y a decidir si debe estar en tu portfolio. También puede ser una vía para pedir cambios en el consejo, en la gestión, en la política de sostenibilidad, en el reporting… La dicotomía que veo es que el *engagement* puede servir para información o para pedir cambios.

¿Por qué se liga el *engagement* a la inversión en renta variable y no a la renta fija?
Históricamente se empezó con la renta variable porque, con esta, puedes hacer voto de proxy, y con la renta fija, no. En los últimos años ha habido un gran empuje para intentar incluir la renta fija en el *engagement*, que intenta superar la barrera que existe dada la falta de derecho a voto. Hemos de recordar que hoy en día todavía hay una falta de consenso sobre qué indicadores son los más adecuados en renta fija, y el incentivo para la integración del factor ESG-sostenibilidad en renta fija puede estar limitado por la regulación sobre inversión extranjera, por las condiciones de mercado y por la administración de activos-pasivos.

El activismo accionarial ha aumentado por encima del 30% el año pasado y registra niveles históricos de récord. Sin embargo, cada vez parece producirse más *engagement* entre las compañías y los inversores. ¿Cómo cree que se relacionan estos dos vasos comunicantes de algún modo?
No son dos conceptos excluyentes. Lo vemos más como una escala: si no te sientes escuchado, es más posible que hagas activismo o que aumente tu grado de lucha con la compañía. Ahora hay más activismo porque hay más implicación de los accionistas y de los inversores. Por ejemplo, Lombard es un inversor activo, pero no un inversor activista. Cada inversor sabe hasta dónde quiere llegar. Para muchos inversores es importante montar campañas públicas y hacer ruido porque creen que eso les traerá más rendimiento financiero, pero eso no siempre así; en mi experiencia, las conversaciones privadas y el *engagement* a puerta cerrada suelen ser herramientas muy poderosas para generar cambios.

Usted dirige la sección de *Stweardship* de Lombard Odier. ¿Qué tendencias ve con más claridad en la práctica diaria en estos temas de los que hablamos? ¿Qué le piden los emisores y los inversores?
Veo más accionistas a largo plazo que a corto plazo o muy activistas. Hay que destacar que todo el trabajo que hacen los activistas nos beneficia a todos los demás inversores, porque se consiguen logros en materia de gobernanza o de ESG. Cada cliente se centra más en unos aspectos que en otros, dentro, por ejemplo, de los temas de ESG, que engloban muchos aspectos diferentes y estas preferencias cambian de un año a otro. Este año acabamos de terminar el análisis de nuestro voto en 2022 para elaborar el informe de *stewardship* y una de las cuestiones a destacar es lo poco que hemos votado en contra de consejeros por su baja independencia, por lo que esta asignatura parece superada. Donde hay énfasis es en el número de puestos que los consejeros desempeñan fuera de los consejos. Tenemos unos criterios muy exigentes, también en cuanto a los informes del *Say on Climate*, sobre cambio climático, que presentan las cotizadas.

El año pasado sólo 36 cotizadas europeas han presentado informes *Say on Climate*. Es una cifra muy pequeña.
Es pequeña, pero el interés de los inversores está aumentando y también la tendencia a votar en contra de consejeros, presidentes de comisiones o de presidentes cuando no se presentan informes *Say on Climate* o su contenido o acciones no son consideradas suficientes. También se están incluyendo en la agenda los temas de biodiversidad, sobre los que en Lombard Odier estamos desarrollando métricas propias. Y el último punto de interés es la "S" de la ESG y el coste de la vida y la retribución de los empleados respecto a los niveles salariales de la alta dirección, CEO y consejeros; se va a mirar con lupa.

Ahora se critica a los gestores de los grandes fondos indexados norteamericanos por su escasa involucración en el *engagement* de las compañías en las que están invertidos y también hay resistencia contra su política de ESG en Estados Unidos.
La gran tensión en Estados Unidos es por la separación entre el retorno financiero y el de la sostenibilidad: parece que solo puede haber uno u otro. Nosotros creemos que la sostenibilidad va a ser un *driver* para los retornos financieros ya que, sin esta, no va a haber retornos financieros.

Vanguard y BlacRock están desarrollando programas para permitir que los partícipes de sus fondos puedan expresar directamente sus preferencias de voto en las juntas de las cotizadas en las que invierte. ¿Qué le parece? ¿No suena a lo que podría llamarse *votewashing*?
Estoy de acuerdo con ese neologismo. Por un lado, se les da a los clientes la capacidad de voto. Pero, por otro, los clientes de los fondos vinieron a nosotros, gestores, inicialmente porque no tienen ni tiempo, ni conocimiento para hacerlo. Deshacer este entramado no sé si lleva a un mejor *approach* de *stewardship*. Lo que me preocupa de este voto directo es que si, como gestor, tienes votos a favor y en contra de tus partícipes respecto a un punto del orden del día, ¿a quienes vas a representar cuando haces *engagement*? Ese poder de influir se diluye. También hay que reconocer que en los últimos dos o tres años ha habido un activismo social respecto a este tema que es muy interesante. Una potencial manera intermedia de solucionarlo es habilitar una plataforma para que los clientes opinen y puedan expresar sus preferencias. Al final, los votos más interesantes son los que tienen que ver con las zonas grises de las cuestiones, cuando se decide el sentido del voto hablando con la compañía y entendiendo por qué no está alineada con tus expectativas.

> **Algunos fondos dan a los clientes capacidad de voto directo pero si como gestor tienes votos de tus partícipes a favor y en contra de un punto del orden del día ¿a quién de ellos vas a representar cuando haces 'engagement? Ese poder de influir se diluye**

¿Cuáles son sus prioridades en la política de *stewardship* para las juntas 2023?
Hemos integrado la labor de *stewardship* con la de investigación en sostenibilidad, que a su vez se ha integrado con análisis financiero. Creo que somos de los pocos, quizá los únicos, que hemos integrado en un equipo el análisis financiero y el no financiero. En cuanto a las prioridades, nos centramos en gobierno corporativo sólido y políticas y estrategias de sostenibilidad, con enfoque especifico en clima y biodiversidad.

Retribuciones, sostenibilidad e independencia en los consejos son las temáticas que más parecen interesar a los inversores. ¿Qué diferencias ve entre los mercados de ambos lados del Atlántico e incluso dentro de Europa en el tipo de demandas y en el modo de gestionarlas?
En Estados Unidos, tradicionalmente, ha sido muy difícil, y lo sigue siendo, hablar con los consejeros no ejecutivos. Más que en Europa. En remuneraciones –en especial, las variables–, en Estados Unidos se entienden de otra manera y los límites son muchos más altos; es un país en el que las diferencias se entienden de otra manera. En sostenibilidad, las compañías europeas y la regulación están mucho más avanzadas que allí.

¿Qué opina sobre lo que en Europa se llama sobrerregulación?
Que los inversores también sufrimos esto, porque los managers debemos producir muchos informes y no está claro muchas veces lo que el regulador está pidiendo. G

SERVICIOS SANITARIOS

El “otro” gran sector salud

El sector salud no sólo engloba a las clásicas compañías de farmacia, laboratorios o gestores de hospitales. En torno a él hay todo un sector de servicios para la sanidad, como los seguros médicos, los servicios de hospitalización y administrativos, el reparto y gestión de medicamentos... Numerosas compañías cotizadas –sobre todo en los mercados de Estados Unidos– ofrecen este tipo de servicios, muy a menudo complementarios a los ofrecidos por los sistemas públicos de salud. Es, por tanto, un sector con un futuro tan previsiblemente saludable como el sanitario y, además, destinado a crecer a medida que los Estados ofrezcan mejores prestaciones sanitarias a sus ciudadanos.

TEXTO **Alejandro Scherk Serrat ***

En un artículo mío aparecido en el número dos de **GESTORES** (publicado en octubre de 2019), al hablar del sector farmacéutico, encabezaba el texto con el siguiente párrafo:

“Ya conocen el viejo adagio: tres cosas hay en la vida, salud, dinero y amor... De las tres, la salud es, ha sido y seguirá siendo una de las grandes preocupaciones de la humanidad. Y los mercados financieros no son en absoluto ajenos a esta realidad. Los valores cotizados en Bolsa relacionados directa o indirectamente con la salud forman un nutrido y heterogéneo grupo, con empresas de muy diversos países y sectores. Constituyen, de hecho, una megatendencia de inversión por la que apuestan cada vez más fondos y gestoras.”

Y eso fue justo antes de la pandemia, que dio un gran impulso a todas las empresas relacionadas con la salud a nivel global. Pero en este inmenso sector hay otro de importancia también creciente: Los servicios sanitarios que se analizan en este artículo constituyen actualmente, junto al farmacéutico y otros relacionados con la salud, uno de los sectores más importantes y con mayor proyección de futuro.

La sanidad, pública o privada, es una de las modernas instituciones más valoradas por los ciudadanos, y todos los países desarrollados sin excepción mantienen un robusto sistema de salud para sus ciudadanos, sea público, privado o mixto (lo más frecuente). Generalmente, Estados Unidos tiende a un modelo más privado sin despreciar algunos servicios financiados por el Estado, más relevantes de lo que algunos en Europa creen, mientras que Europa suele apoyarse más en la sanidad pública, sin por ello descuidar las instituciones privadas, que pueden ser muy importantes.

La sanidad, por la importancia que le dan los ciudadanos, no ha hecho más que crecer como sector y todas las ciencias de la salud gozan de un futuro envidiable. En las naciones desarrolladas, la demanda se dirige más hacia mejorar la calidad de vida y la prevención de enfermedades, mientras que en los países en desarrollo el acento se pone mucho más en garantizar los cuidados médicos básicos. En todo caso, es un macrosector que va al alza con carácter mundial y no se ve ralentización de esta marcha ascendente en un futuro previsible.

> El “otro” gran sector en la temática de la salud es el de servicios para la sanidad, como los seguros médicos, los servicios de hospitalización y administrativos, el reparto y gestión de medicamentos...

Estructura público-privada

Aún cuando, como es de suponer, los servicios sanitarios en Occidente constituyen un tema amplísimo, complejo y heterogéneo, se pueden definir algunos rasgos comunes.

En primer lugar, su importancia creciente, que prácticamente nadie cuestiona, y que determina que de una forma u otra sean cada más extensos, abarquen a mayor población y se hagan más complejos y sofisticados. Su peso en el PIB global puede ofrecer oscilaciones coyunturales pero suele ir al alza en la mayor parte de países desarrollados. Su presencia en los presupuestos anuales, de forma análoga, es muy importante y crece en porcentaje con el tiempo.

Una segunda característica es que se trata de un sector muy sensible a la opinión pública, lo cual es un motivo que está detrás de su incesante crecimiento a largo plazo, pues los políticos rara vez intentan recortar prestaciones sanitarias, sino que más bien tienden a hacer lo contrario. Las prestaciones que se crean suelen consolidarse con el tiempo: no suele haber marcha atrás. Las continuas manifestaciones en defensa de la sanidad pública a las que asistimos desde hace meses en España son la mejor prueba de lo concienciada que está la ciudadanía con la importancia de estas prestaciones: demostraron su eficiencia contra viento y marea durante lo peor de la pandemia, por

* **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).

SECTOR SERVICIOS SANITARIOS

COMPAÑÍA	CB	Pº	PER 21	PER 22	PER 23	PER 24	RD	P/VC	D/RRPP	EBITDA 22	VF/EBITDA	P/V 21	P/V 22	P/V 23	R.O.E.	g
Fresenius	16.155	26,32	**10,9**	7,4	6,5	5,9	3,50%	0,69	1,34	7.489	6,0	0,39	0,36	0,34	9,3%	7,1%
Grifols	9.533	12,61	**63,5**	9,4	10,4	9,5	0,00%	1,62	1,98	1.629	12,2	1,76	1,47	1,40	14,8%	14,8%
ELV	114.168	478,03	**18,1**	18,1	15,0	13,5	1,07%	5,02	1,06	10.782	12,1	0,82	0,77	0,71	29,8%	25,2%
CNC	40.833	70,28	**35,5**	39,6	13,3	12,2	0,00%	1,61	0,72	5.568	7,7	0,32	0,28	0,30	4,7%	4,7%
HUM	64.239	507,42	**20,0**	23,1	18,5	16,2	0,60%	3,92	0,66	5.122	14,1	0,77	0,69	0,63	17,1%	14,8%
MMS	5.053	82,83	**16,7**	21,9	18,4	17,8	1,35%	3,26	0,88	368	17,3	1,19	1,09	1,07	13,2%	8,8%
DVA	7.416	82,31	**10,5**	8,9	8,0	7,8	0,00%	7,11	11,54	2.267	7,1	0,64	0,63	0,61	72,3%	72,3%
UNH	480.527	507,42	**27,5**	25,0	20,6	17,8	0,85%	6,80	1,01	31.835	16,1	1,67	1,48	1,38	28,5%	22,7%
JNJ	415.972	155,97	**21,9**	26,3	16,1	16,4	2,77%	5,98	0,48	23.703	18,4	4,44	4,38	4,20	25,8%	9,2%
Sectorial	1.153.896				17,0	15,8	1,53%	4,87	0,91	88.763	14,4	1,46	1,32	1,26	22,3%	14,9%

COMPAÑÍA	NA	Dv	BDI 21	BDI 22	BDI 23	BDI 24	DPA	RRPP	Deuda	cash	VF	Ventas 21	Ventas 22	Ventas 23	Ventas 24	p.o.
Fresenius	558	513	**2.000**	2.176	2.476	2.748	0,92	23.520	31.468	2.341	45.282	41.272	44.924	47.915	48.864	24%
Grifols	688	0	**201**	870	913	1.007	0,00	5.869	11.646	1.267	19.912	5.426	6.469	6.820	7.318	0%
ELV	239	1.063	**6.104**	6.786	7.603	8.468	5,12	22.751	24.114	7.387	130.895	138.639	147.429	160.903	173.438	16%
CNC	581	0	**1.347**	1.202	3.069	3.357	0,00	25.378	18.333	16.192	42.974	125.982	144.547	137.951	144.074	0%
HUM	127	385	**2.933**	2.806	3.471	3.960	3,04	16.368	10.834	2.765	72.308	83.064	92.870	101.244	112.464	14%
MMS	61	68	**291**	204	274	284	1,12	1.549	1.356	41	6.368	4.254	4.631	4.723	4.974	33%
DVA	90	0	**978**	754	922	949	0,00	1.043	12.037	3.323	16.130	11.619	11.787	12.238	12.987	0%
UNH	947	4.091	**17.285**	20.120	23.378	27.025	4,32	70.683	71.072	38.259	513.340	287.597	324.162	347.166	373.364	20%
JNJ	2.667	11.521	**20.878**	17.941	25.815	25.322	4,32	69.580	33.483	14.332	435.123	93.775	94.943	98.944	100.918	64%
Sectorial		17.642	**52.017**	52.859	67.922	73.120		236.742	214.343	85.907	1.282.332	791.628	871.762	917.904	978.401	33%

lo que tanto los profesionales del sector como el conjunto de los ciudadanos reclaman a los políticos mayores inversiones para que no retroceda lo que se considera, sobre todo en un país como el nuestro, la joya de la corona del Estado del Bienestar.

Desde el punto de vista de la titularidad de la gestión, es común en todo el mundo desarrollado, un modelo mixto, en el que la sanidad pública y la privada se entremezclan. En la última los modelos son más variados, pero en cualquier caso conviven ambas modalidades.

En este sentido, Europa tiende a ofrecer una cobertura sanitaria pública global o cuasi global, mientras que Estados Unidos pone mucho más el acento en la iniciativa privada.

Numerosas compañías cotizadas –sobre todo en Estados Unidos– se dedican a los servicios sanitarios y tienen como clientes prioritarios a los organismos de la sanidad pública.

Dentro de los diferentes modelos europeos hay ciertas variaciones. España ofrece cobertura global incluso a los inmigrantes, lo que convierte al nuestro en uno de los modelos de sanidad pública más inclusivos, al cubrir a la mayor parte de la población de forma gratuita. Pese a ello, no todos los ciudadanos acuden a la sanidad pública y muchos prefieren la cobertura sanitaria privada. En Francia, en cambio, la cobertura no es absoluta y en muchas situaciones el paciente debe adelantar el dinero que luego la Seguridad Social le devuelve de acuerdo con algunos criterios. En este sentido, Francia sería también un modelo de sanidad pública global pero no universal, como España. En toda Europa existen modelos

DPA y Precio en € para Grifols y Fresenius. Resto en USD. / Datos absolutos homogeneizados a MUSD. / Tomamos 1 € = 1,10 USD.

ELV = Elevance Health, HUM = Humana, CNC = Centene, MMS = Maximus, DVA = DaVita, UNH = United Health, JNJ = Johnson&Johnson.

DPA = dividendo por acción; PER = Cociente entre precio y beneficio; CB = capitalización bursátil (valor total de la compañía en MUSD).

RD = rentabilidad por dividendo; R.O.E. = rentabilidad sobre recursos propios (return on equity); RRPP = recursos propios (fondos propios)

g = crecimiento esperado (growth); p.o.= pay-out o porcentaje del beneficio destinado a pagar dividendo; NA = número de acciones (en millones).

Pº = precio, cotización de la acción; P/VC = ratio entre precio y valor contable (o ratio entre capitalización y recursos propios).

VF = Valor de firma o suma de la deuda y la capitalización bursátil; ebitda = beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones; VF/ebitda = cociente entre ambos.

BDI = Beneficio después de impuestos; P/V = Cociente entre capitalización y ventas.

Datos actualizados con precios de cierre del 24 de febrero.

similares que combinan matices y variaciones de las ya comentadas.

Estados Unidos, en cambio, es fiel a su tradición liberal y el modelo de sanidad privada es el dominante. No obstante, y, en contra de lo que muchos pueden pensar, EE.UU. también tiene un modelo de sanidad pública muy importante. Ciertamente no es universal, ni global, pues solamente alcanza a una parte relativamente reducida de la población. Aun así, sigue siendo muy importante en un país del tamaño de Estados Unidos.

Los dos grandes programas USA

La sanidad pública norteamericana se estructura básicamente a través de dos grandes programas: ***Medicaid*** y ***Medicare***.

Medicaid es un programa de seguros de salud del Gobierno de Estados Unidos para la gente necesitada. Aquí destacan familias en situación precaria, como inmigrantes, madres solteras, mujeres embarazadas o niños con insuficientes cuidados económicos, familiares y sanitarios.

Este programa lo estableció hace ya más de cincuenta años el entonces presidente de los Estados Unidos Lyndon B. Johnson a través de la Ley de Seguridad Social. Medicaid, junto al Programa de Seguro Médico Infantil (CHIP), sirve a más de 31 millones de niños y a muchos adultos. Cada Estado cuenta con un programa Medicaid que proporciona cobertura médica para personas con bajos ingresos, familias y niños, ancianos y personas con discapacidad. La mayoría de los Estados brindan cobertura a los adultos con niños que se encuentran en cierto nivel bajo de ingresos. Además, a partir de 2014, la mayoría de los adultos menores de 65 años con ingresos individuales de hasta aproximadamente 15.000 dólares al año son elegibles para Medicaid en todos los Estados.

Medicare, en contraste, es el programa federal de seguro médico para personas que tienen 65 años o más, que no necesariamente han de tener ingresos bajos. De hecho, estos mismos ciudadanos pueden haber contribuido a financiar dicho programa a lo largo de su vida, lo que en cierto modo supone una manera de proveerse de un fondo de pensiones estatal. Medicare también cubre a ciertas personas más jóvenes con incapacidades como, por ejemplo, la enfermedad renal en etapa terminal (insuficiencia renal crónica que requiere diálisis o trasplante, a veces denominada ESRD). Las diferentes partes de Medicare ayudan a cubrir servicios específicos:

Medicare Parte A (seguro de hospital): La Parte A cubre estancias en el hospital, atención en un centro de enfermería especializada, cuidados de hospicio y algunos servicios de asistencia médica a domicilio.

Medicare Parte B (seguro médico): La Parte B cubre determinados servicios de médicos, cuidado de salud ambulatorio, suministros médicos y servicios de prevención.

Medicare Parte D (cobertura de medicamentos recetados): Ayuda a cubrir el costo de los medicamentos recetados (incluidas muchas vacunas o inyecciones recomendadas).

Es importante entender que, si bien la financiación última de estos programas procede del Gobierno Federal y, por tanto, es pública, la implementación de los mismos se reparte Estado a Estado, con normas diferenciadas y requisitos especiales. Muy importante también es el hecho de que estos recursos son gestionados por entidades privadas que pueden optimizar sus costes a partir de unos ingresos predeterminados procedentes del Gobierno, lo que da pie a negocios a veces muy rentables. Buena parte de estos gestores privados son compañías cotizadas en Bolsa de gran tamaño, que ofrecen todo tipo de servicios sanitarios, como seguro médico, hospitalización, servicios administrativos, reparto y gestión de medicamentos y muchos otros.

Analizamos algunas de estas empresas cotizadas, tanto europeas como norteamericanas. Todas ellas se encuadran en el campo de los servicios sanitarios, lo que da una idea de la complejidad del sector y de su potencial atractivo para posibles inversores. G

La sanidad pública norteamericana se estructura básicamente a través de dos grandes programas, Medicaid y Medicare, que cubren a millones de ciudadanos y generan mucho negocio para las compañías de servicios sanitarios.

Los servicios sanitarios están destinados a crecer, ya que en los países occidentales hay una fuerte resistencia, tanto política como ciudadana, al retroceso de uno de los pilares del Estado del Bienestar.

SERVICIOS SANITARIOS

La cartera más saludable

Como dijimos en su día, el macrosector de la salud es lo suficientemente amplio y atractivo como para ser un mundo aparte en sí mismo. Los fondos de inversión especializados han proliferado (como se ve en el análisis de la página 16) y existe una amplia gama de los mismos que pueden servir de soporte al inversor que no desea o no puede realizar un análisis pormenorizado de todos y cada uno de los numerosos valores que pueblan este universo.

Por ello, y al igual que hice en mi anterior artículo sobre empresas de salud en general, estas líneas solamente pretenden contribuir a orientar al lector ofreciendo algunas alternativas de inversión que considero interesantes.

Sin ánimo de ser exhaustivos y asumiendo que lo que sigue no solamente es visión estrictamente personal del autor, sino que puede cambiar con el tiempo y las circunstancias, mostramos a continuación nuestra cartera recomendada para invertir en salud. Quien entre en esta temática a través de fondos, podrá comprobar si estos tienen también en cartera algunos de los siguientes valores recomendados:

Fresenius

Esta compañía alemana es un holding de salud diversificado que abarca diversas actividades. La más relevante es la diálisis, que ofrece a través de su filial Fresenius Medical Care (FMC), también cotizada, y que actualmente está planteando venderse. Otros segmentos de actividad de Fresenius son la administración de hospitales, la nutrición parenteral (algo que la hace próxima a la española Grifols), o la gestión de equipamientos médicos.

La venta de FMC por unos 3.350 millones de euros podría reducir el endeudamiento del grupo, uno de los talones de Aquiles que contribuye a lastrar la cotización.

El fondo activista Elliott tiene una participación en Fresenius y podría estar exigiendo la venta de FMC.

Fresenius, con un PER o múltiplo de beneficio no demasiado elevado, una buena rentabilidad sobre recursos propios (ROE) y unas excelentes perspectivas de futuro, es una opción sólida y tranquila para una cartera de salud. Cotiza con un PER de dígito simple y es una buena oportunidad: recomendamos **COMPRAR**.

Grifols

La firma española está especialmente barata después de efectuar una agresiva política de adquisiciones que ha endeudado el balance hasta situar su rating en nivel de bono basura.
No obstante, no hay que olvidar que es de las poquísimas empresas del sector sanitario consideradas con una posición privilegiada a nivel mundial.
Con una fuerte presencia en Estados Unidos, es, pese a tratarse de una biotecnológica, una compañía considerada estratégica por el tipo de servicio que presta. Construir una red de recogida y administración de sangre y derivados del plasma con cobertura mundial, manteniendo imagen de marca y la fiabilidad, constituye una formidable barrera de entrada al alcance de muy pocos.
El *pipeline* (línea de productos) de futuro es prometedor en campos como la oncología, mientras que el reciente cambio de consejero delegado puede dar un impulso a la investigación.
Pese a una cierta recuperación reciente de la cotización, el precio sigue deprimido y la valoración global nos parece injustificadamente baja.
Recomendamos **COMPRAR**.

Elevance

Con 47,5 millones de miembros a finales de 2022, Elevance Health, antes llamado Anthem, es uno de los líderes de seguros sanitarios norteamericanos.
Es un grupo con licencia sanitaria que ofrece servicios a Blue Cross y Blue Shield Association, consideradas entre las diez mejores proveedoras de servicios del país y la primera en satisfacción del cliente.
Elevance se centra en servicios especiales a gente de edad, como seguros para diversas incapacidades, seguros de vida, servicios dentales y oftalmológicos, gestión y administración de gastos médicos, etc. Es un valor de calidad con unos múltiplos razonables. Recomendamos **COMPRAR**.

También los países desarrollados son mercados crecientes, ya que una cada vez más numerosa clase media busca gozar de buenas coberturas sanitarias, ya sean públicas o privadas.

Entre las compañías de servicios sanitarios cotizadas figura la española Grifols, con una posición de liderazgo al haber construido una red de recogida y administración de sangre y derivados del plasma con cobertura mundial.

Centene

Es otro grupo sanitario especialmente fuerte en Medicaid, de donde deriva aproximadamente dos tercios de sus ingresos. En Medicare también desarrolla actividad y, a través de algunas adquisiciones , espera aumentar una presencia, hasta ahora modesta.
La empresa ha experimentado un crecimiento astronómico en los últimos años, en gran parte consolidando el sector al comprar varias compañías sanitarias. Su crecimiento acumulativo anual le ha permitido multiplicar en 15 años sus cifras de facturación agregada por más de 74 veces, al pasar de menos de 2.000 millones de dólares de ingresos en 2006 a cerca de 145.000 millones en 2022. Esto significa una tasa acumulativa anual del 31%.
Además, este crecimiento lo ha logrado endeudándose muy poco, si bien en todo este tiempo no ha pagado dividendos.
Hasta ahora, Centene ha actuado como un consolidador del mercado.
Parece que ahora planea empezar a devolver parte del dinero que gana a los accionistas, especialmente mediante recompras de acciones, lo que frenará su proceso de expansión, que la ha llevado a ser una de las grandes del sector en poco tiempo. Después de dos años con beneficios cortos, en 2023 espera ganancias más en línea que pondrían el PER en niveles relativamente bajos, por lo que a estos precios recomendamos **COMPRAR**.

Humana

Otra gran aseguradora sanitaria del sector es Humana, considerada en ciertas clasificaciones como la de mayor valor en términos de inversión.
También ha sido considerada como la mejor en cobertura médica. Los múltiplos del valor son exigentes, lo que refleja las bondades de la empresa.
Recomendamos **COMPRA A LA BAJA**.

Maximus

Maximus Inc. es un operador tecnológico y de programas sanitarios, que opera a través de tres segmentos: US Services, US Federal Services y Outside US.
Es una compañía experta en tecnología aplicada a los procesos administrativos sanitarios y ofrece servicios no solamente a los principales programas norteamericanos, sino también a gobiernos de otros países y a clientes privados.
Maximus es un valor muy atractivo por la gran capacidad de expansión del negocio que tiene. Además, no decepciona y siempre publica resultados por encima de lo esperado. Pese a ello, los múltiplos son elevados. A estos precios recomendamos **MANTENER**.

Davita

La firma norteamericana Davita es competidora de Fresenius. La diálisis renal y la peritoneal constituyen sus servicios principales. A finales de 2021 tenía 2.815 centros de diálisis en Estados Unidos que trataban a más de 203.000 pacientes. También tiene instalaciones fuera del país, donde en la misma fecha trataba a cerca de 40.000 pacientes en 339 centros. La acción está barata, al cotizar a PER de dígito simple.
Recomendamos **COMPRAR**.

UNH

UNH es un gigante de los servicios médicos, entre los que figuran seguros de salud, planes médicos y otros servicios.
Se considera la mejor en términos de beneficios para sus profesionales.
Es una empresa clásica que ya analizamos en nuestro anterior artículo sobre sanidad, debido a que es uno de los valores favoritos de la comunidad inversora y una de las grandes corporaciones norteamericanas.
Las acciones de UNH son caras, pero su solidez, su liderazgo y su pertenencia al índice DJ30 aportan seguridad y estabilidad. Recomendamos **COMPRAR**.

JNJ

Por último, JNJ es otro gigante, en este caso muy diversificado en farmacia, aparatos del mundo "medtech" y otros productos. Además de su fuerte liderazgo, que es permanente en el tiempo, y con marcas sólidas y de largo recorrido, las acciones no se hallan especialmente caras.
En contra de lo que pudiera pensarse, y pese a tratarse de una gran empresa privada, JNJ tiene dependencia del sector público. Recientemente se le ha aplicado una fuerte multa por distribución poco ortodoxa de diversos medicamentos que han resultado perjudiciales para la salud de algunos pacientes. Es una demanda conjunta de muchos organismos y particulares contra muchas empresas médicas con prácticas similares. El importe de las multas ya se está sustanciando y, pese a que en términos absolutos ascenderá a algunos miles de millones de dólares, en términos relativos será de escasa importancia. Este es, probablemente, el único punto oscuro de la compañía.
Al igual que UNH, la pertenencia al índice DJ30 y su solidez dotan de estabilidad a una cartera de nueve valores como la aquí descrita.
Recomendamos **COMPRAR**.

Los fondos de salud proliferan

Una prueba de la pujanza de este sector es la proliferación de fondos especializados en él, con productos que presentan incluso notables especializaciones: los hay desde los que invierten en todo lo relacionado con el envejecimiento de la población, como el **Longevity Economy** (de AXA Investmen Managers), pasando por el ya mencionado **Elliott**, hasta los concentrados en enfermedades concretas como el cáncer, como **Candriam Equities L Oncology Impact,** o fondos más globales de éxito como **BlackRock World Healthscience, Polar Capital Healhtcare Blue Chip Fund, JPMorgan Global Healthcare Fund, Fidelity Funds Global Health Care o Janus Henderson Global Life Sciences Fund.**

Pero hay también fondos aún más centrados en los servicios sanitarios, e incluso en la creciente presencia de tecnologías como la inteligencia artificial en este ámbito (véase análisis en páginas siguientes).

FONDOS ESPECIALIZADOS EN SERVICIOS SANITARIOS

Un mundo de posibilidades más allá de las farmacéuticas

El sector de la salud se halla inmerso en una profunda transformación, acelerada por la covid. Pero actualmente, invertir en sanidad ya no tiene por qué circunscribirse en exclusiva al sector farmacéutico. La incorporación de la tecnología y de la inteligencia artificial a la atención sanitaria ha abierto campos de inversión innovadores y con un interesante potencial de revalorización a medio y largo plazo. El inversor ya puede entrar en fondos que apuestan por estos modernos servicios sanitarios.

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

Como sector, la atención sanitaria presenta una clara tendencia de crecimiento estructural a largo plazo. Vivir más y mejor es lo que busca toda la humanidad y es uno de los desafíos que se recogen en los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU. En concreto, el Objetivo 3 fijado por esta Institución consiste en garantizar una vida sana y promover el bienestar para todas las personas de todas las edades.

"Las soluciones sostenibles de salud van más allá de la atención médica tradicional. No solo pueden ayudarnos a llevar una vida más feliz y saludable hasta nuestra vejez, sino que también pueden ayudar a prevenir enfermedades y muertes innecesarias", indican los gestores del fondo Allianz Sustainable Health Evolution.

determinante la creciente occidentalización de los estilos de vida modernos. Aunque las personas viven más, también llevan vidas más sedentarias, por lo que la demanda de productos y servicios sanitarios está aumentando rápidamente. Entretanto, el incremento de la renta disponible de las clases medias en los mercados emergentes también está elevando el gasto en sanidad.

El envejecimiento de la población, la cronificación de muchas enfermedades antes mortales y el aumento notable de la esperanza de vida están, por tanto, creando toda una serie de retos nuevos que el sector de la salud tendrá que cubrir durante los próximos años. Se necesitan medicamentos innovadores y nuevas formas de tratamiento para contener el fuerte aumento del costo de la atención médica.

Los fondos de inversión en sanidad ya no se limitan a apostar por el clásico sector farmacéutico, sino que cada vez incluyen en sus carteras más compañías de servicios sanitarios.

Tal y como destaca el equipo de Allianz, ahora, más que nunca, somos conscientes de los distintos factores que pueden afectar a nuestra salud, desde el acceso a la atención médica, el aire que respiramos y la cantidad de ejercicio que hacemos, hasta los alimentos y el agua que consumimos. Al ser más longevos, existe una mayor demanda de productos y servicios de salud, y una especial atención a nuestro estilo de vida y a nuestro entorno -aire, agua potable y saneamiento-.

El sector salud da acceso a negocios innovadores que se preparan para el futuro en una temática que va a beneficiarse de motores de crecimiento a largo plazo.

Un motor clave del crecimiento del sector sanitario es, sin duda, una sociedad que envejece y las enfermedades y condiciones que afligen a los ancianos (según el informe 'Perspectivas de la Población Mundial: Aspectos Destacados', elaborado por la ONU, en 2050, una de cada cuatro personas que vivan en el planeta tendrá más de 60 años). Pero no es el único motor. También es

NUEVAS ÁREAS DE INVERSIÓN

Según recoge el informe elaborado por Yann Mauron, Pictet Alternative Advisors, existen varias áreas dentro del sector sanitario que cuentan con alto potencial para generar rentabilidades atractivas a corto y largo plazo. Entre ellas se encontrarían el diagnóstico, la sanidad digital, la tecnología médica, los proveedores de asistencia sanitaria y la terapéutica:

• Diagnóstico

Los gobiernos invierten cada vez más en importantes iniciativas de detección pública. Los sectores del autodiagnóstico y la medicina de precisión están creciendo. El diagnóstico precoz puede aumentar las posibilidades de un desenlace positivo, lo que contribuye a mejorar la vida de los pacientes y a ahorrar costes de tratamientos posteriores. A más largo plazo, existe la posibilidad de cuantificar la probabilidad de que un individuo desarrolle una determinada enfermedad, dándole la oportunidad de tomar medidas para evitarlo.

* **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.

• Sanidad digital
La sanidad digital experimentó un gran auge durante la pandemia de covid y los confinamientos derivados de ella. Aunque ahora se han reanudado las citas médicas presenciales, los pacientes y los profesionales de la salud se han dado cuenta del potencial de lo digital. La sanidad digital también es esencial para atender a las zonas más pobres y de más difícil acceso.

• Tecnología médica
El sector de la tecnología médica combina la ingeniería con las especializaciones médicas de los doctores para producir instrumental, reactivos, implantes inteligentes, etc. Las valoraciones están respaldadas por la escasez de activos de alta calidad.

• Proveedores de asistencia sanitaria
El envejecimiento de la población es un factor impulsor clave para los proveedores de asistencia médica, tanto privados como públicos. Se están desarrollando nuevos modelos de pago y asistencia.

• Terapéutica
El ritmo de la innovación terapéutica es rápido y el entorno normativo es cada vez más favorable. La inteligencia artificial y el aprendizaje automático se aplican cada vez más al diseño y descubrimiento de fármacos, mejorando la eficiencia y allanando el camino para la medicina de precisión.

Todas estas temáticas, aunque algunas de ellas son de muy reciente desarrollo, están ya presentes en muchos de los fondos de inversión centrados en el sector salud que se pueden contratar en el mercado español. Este tipo de productos son una muy buena opción para que cualquier inversor minorista participe en el segmento sanitario, ya que, al apostar por la diversificación, no sólo se fijan en los grandes laboratorios farmacéuticos, sino también en empresas de dispositivos médicos y de equipamiento y suministros hospitalarios. Además, incorporan firmas de subsectores sanitarios menos conocidas para el gran público como puedan ser las que desarrollan dispositivos tecnológicos que mejoren la calidad de vida de las personas.

Entre las nuevas áreas de inversión figuran el diagnóstico, la sanidad digital, la tecnología médica, los proveedores de asistencia sanitaria y la terapéutica.

UN SECTOR ANTICÍCLICO

La diversificación entre los distintos subsectores también contribuye a conferir una mayor consistencia a los fondos y les permite defenderse mejor en los distintos entornos de mercado, tal y como se ha podido comprobar a lo largo del pasado mes de enero. Si bien el sector salud fue uno de los menos rentables en el primer mes de este ejercicio (de hecho, los proveedores y servicios de atención médica y los productos farmacéuticos fueron dos de las tres industrias con peor desempeño dentro del universo MSCI World durante enero, al registrar un descenso del 2,7%), al observar más de cerca el desempeño de los distintos subsectores, se ha visto una clara dispersión: frente a las caídas de las farmacéuticas, las empresas de herramientas de ciencias biológicas consiguieron una revalorización del 3,9%; las empresas de tecnología médica, del 3,7% y las de atención médica, del 3,5%.

El año 2022 no fue un buen ejercicio para los fondos que apuestan por el sector de la salud. Los fondos que invierten en él no pudieron escapar de la corrección vivida por los mercados bursátiles debido, precisamente, al mayor componente tecnológico de las carteras de estos productos y al castigo recibido por este tipo de compañías, con independencia del sector al que representaran o la calidad de sus balances, ante el fuerte incremento de los tipos de interés registrado.

La pérdida acumulada el pasado año fue del 9,78%, un descenso que, sin embargo, no desluce los rendimientos logrados en los

LOS FONDOS ESPECIALIZADOS DE BELLEVUE ASSET MANAGEMENT

El interés que siempre ha despertado el sector sanitario entre los inversores no sólo ha propiciado la creación de números fondos sino también que sea la única categoría que, por ahora, cuenta con una gestora especializada en la inversión en este segmento de la economía. Se trata de la entidad suiza Bellevue Asset Management. Esta gestora cuenta con ocho fondos que no sólo invierten en las principales compañías europeas y norteamericanas del sector, sino también en empresas con importante potencial de crecimiento cotizadas en países emergentes. Entre los fondos comercializados por esta entidad se encuentran: Bellevue Asia Pacific Healthcare, Bellevue Digital Health, Bellevue Emerging Markets Healthcare y Bellevue Medtech & Services.

DISTRIBUCIÓN SUBSECTORES SANIDAD

FONDO	GESTORA	Diagnóstico e Investigación	Dispositivos médicos	Planes de atención médica	Instrumentos y suministros médicos	Servicios de Información sanitaria	Atención Médica	Distribución médica	Biotecnología	Farmacéuticas	Genéricos
Acapital Fertility And Genomics A FI	GVC Gaesco	20,24	11,38	0,79	7,29	4,15	3,27	1,35	19,41	14,22	3,28
Fidelity Sust Glb Hlthcare A-Acc-EUR	Fidelity International	20,16	12,42	16,04	7,28	0,00	1,76	0,00	6,66	29,70	1,00
EdRF Healthcare A EUR	Edmond De Rothschild	14,76	9,96	12,09	3,95	0,00	1,01	0,00	17,17	33,94	3,16
Allianz Sus Health Evltn AT EUR	Allianz Global Investors	14,38	2,98	11,83	4,24	1,24	3,76	0,00	13,00	14,15	0,00
Wellington Global Hlthcr Eq EUR N Ac	Wellington Management	11,96	8,82	11,07	5,52	0,29	4,50	0,87	21,39	26,13	3,48
NN (L) Health & Well-being P Cap EUR	NN IP	11,81	9,78	9,20	12,18	2,35	0,00	0,00	5,70	0,00	0,00
BGF Next Generation Health Care A2	BlackRock	11,49	17,90	0,00	18,44	1,20	2,16	4,10	29,18	6,97	5,00
JPM Global Healthcare A (acc) EUR	JPMorgan	11,33	7,06	12,59	6,00	1,87	2,62	1,42	20,78	33,22	1,71
Mediolanum Ch Healthcare Eq Evolt L A	Mediolanum	11,31	10,64	14,37	5,49	0,24	2,41	0,21	12,13	34,46	4,07
AB International HC A EUR	AllianceBernstein	11,15	5,11	15,47	8,90	3,72	0,00	0,00	20,99	26,88	4,33
Bankinter Indice Salud A FI	Bankinter	10,40	8,52	12,51	7,90	0,41	1,24	1,33	10,57	42,71	3,51
Bellevue (Lux) Bellevue HC Stgy B EUR	Bellevue AM	10,36	3,98	5,79	17,09	3,11	9,24	0,00	26,98	14,01	6,54
Caixabank Multisalud Estandar FI	CaixaBank	9,93	6,32	11,47	6,15	0,00	2,80	3,63	4,13	36,67	7,78
BGF World Healthscience A2	BlackRock	9,68	11,33	12,71	5,29	0,00	1,15	3,40	10,29	40,35	1,96
Bellevue (Lux) Bellevue EM HC B EUR Acc	Bellevue AM	9,41	7,97	0,00	2,19	0,00	17,12	0,00	30,82	8,45	17,34
Top Class Healthcare FI	Bellevue AM	9,29	13,53	10,27	3,57	1,47	6,38	0,00	14,19	26,63	2,80
Bellevue (Lux) Bellevue Sust HC B EUR	Bellevue AM	9,28	4,04	5,85	19,13	6,77	6,34	2,18	18,28	13,42	12,28
Bellevue (Lux) Bellevue Md & Svc B EUR	Bellevue AM	8,79	52,80	12,67	22,40	0,68	2,65	0,00	0,00	0,00	0,00
Schroder ISF Healthcare Innovt A Acc EUR	Schroders	8,67	10,30	7,75	6,60	1,99	3,58	3,90	20,94	25,10	4,38
VariopartnerSICAV-SectHlthcr Opps P€Acc	Vontobel	7,72	11,78	13,08	1,12	7,04	1,70	0,11	19,18	32,98	0,48
Amer Cntry Advcd Mdcl Imp Eq A EUR Acc	Nomura	7,72	16,56	12,86	3,87	2,65	0,00	0,00	26,37	25,12	3,90
BNP Paribas Health Cr Innovtr Cl Cap	BNP Paribas	7,49	12,05	12,30	10,79	0,00	0,00	0,00	22,34	29,41	2,65
DP Healthcare A FI	Degroof Petercam	6,56	6,61	12,21	2,06	4,83	1,79	1,08	9,53	35,98	0,68
AXAWF Longevity Economy A Cap EUR	AXA	6,38	7,98	4,37	6,16	2,35	2,38	0,84	2,40	7,62	0,00
Bellevue (Lux) Bellevue APAC HC B EURAcc	Bellevue AM	6,16	3,08	0,00	10,95	3,55	14,27	0,00	25,35	13,87	14,25
Polar Capital Healthcare Opps R EUR Acc	Polar Capital	0,14	15,80	2,58	8,45	3,24	13,85	3,16	32,38	8,73	12,61

Fuente: Morningstar Direct. Distribución sectorial en % sobre patrimonio total gestionado. Datos a 28/02/2023.

tres ejercicios anteriores, cuando esta familia de fondos ofreció rentabilidades superiores al 10% (en 2021, ganaron de media un 16%; en 2020, un 11% y en 2019, un 24%).

Entre los fondos del sector salud que cuentan con una mayor diversificación en los distintos subsectores que forman esta temática se encuentran **Acapital Fertility And Genomics, Fidelity Sustainable Global Health Care, EdR Healthcare, Allianz Sustainable Health Evolution y Wellington Global Healthcare.**

Acapital Fertility And Genomics

Gestionado por GVC Gaesco, este fondo invierte en empresas que desarrollan tanto productos como procesos o servicios relacionados directa o indirectamente con la fertilidad humana y genómica.

Entre sus principales posiciones se encuentran las compañías **Vertex Pharmaceuticals** (biotecnológica norteamericana), **Vitrolife** (reproducción asistida con sede en Suecia), **Cooper Cos** (empresa de dispositivos médicos -como las lentes de contacto- norteamericana) y **Novo Nordisk** (farmacéutica danesa).

Fidelity Sustainable Global Health Care

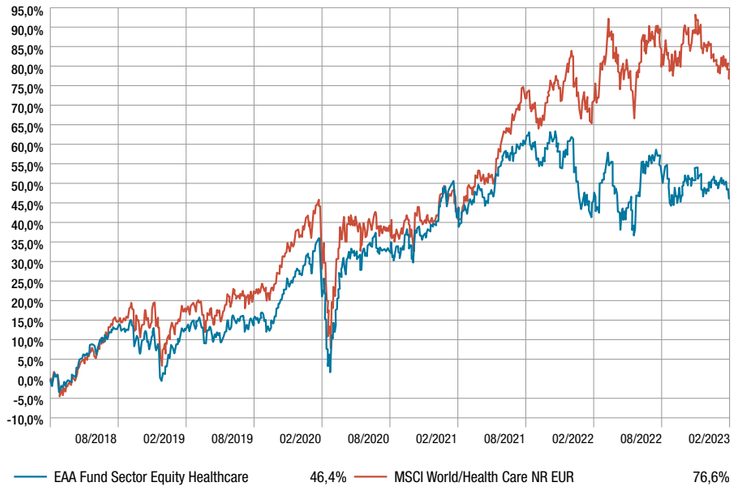
Este fondo de Fidelity invierte en empresas que pueden beneficiarse de los vectores de crecimiento estructural dentro de la asistencia sanitaria. Dentro de su cartera hay tanto farmacéuticas (en torno al 30% de su patrimonio), como compañías de biotecnología, productos sanitarios y seguros de salud.

El fondo mantiene una posición sobreponderada en las herramientas de ciencias de la vida y el subsector de servicios (diagnóstico, investigación y fabricación de fármacos), mientras que está infraponderado en el sector farmacéutico debido a la preocupación por su potencial de crecimiento a largo plazo como consecuencia del vencimiento de numerosas patentes.

Entre las compañías que forman su cartera se encuentran tanto las grandes del sector (**Unitedhealt Group, Thermo Fisher, Roche, Astrazeneca**), como otras no tan conocidas como son las empresas de tecnologías médicas y servicios de análisis de la información clínica de Estados Unidos (**Striker Corp** e **IQVIA Holdings**) e Irlanda (**Incon PLC**) y aseguradoras como la norteamericana **Elevance Health**.

El mayor componente tecnológico en los fondos del sector salud ha penalizado su rendimiento en el último año

Periodo: 01/03/2018 a 28/02/2023



Source: Morningstar Direct

> La diversificación entre los distintos subsectores sanitarios también contribuye a conferir una mayor consistencia a los fondos y les permite defenderse mejor en los distintos entornos de mercado.

EdRF Healthcare

Este fondo destina su patrimonio a la compra de valores emitidos por empresas que operan en el sector sanitario (biotecnología, farmacia, tecnología médica, diagnósticos médicos, gestión de hospitales y centros de salud), así como en las empresas que comercializan dichos productos o servicios.

Dentro de su cartera podemos encontrar compañías como **Astrazeneca, Pfizer, CVS Healt Corporation** (empresa estadounidense propietaria de la cadena de farmacias minoristas **CVS Pharmacy**), o **Lonza Group** (compañía manufacturera suiza para los sectores farmacéutico, biotecnológico y de nutrición).

Allianz Sustainable Health Evolution

Este fondo de Allianz apuesta por empresas cuyos productos y servicios facilitan un estilo de vida saludable y sostenible a través de la promoción del bienestar (servicios de atención médica, instalaciones sanitarias y cadenas de suministro sanitario), la mejora de los tratamientos médicos (biotecnología, productos farmacéuticos, tecnología médica, inteligencia artificias en salud, datos y tecnologías de la información) y la prolongación de la vida (dieta y nutrición saludables, tecnología de la salud y dispositivos portátiles, equipos e instalaciones de *fitness*, cuidado e higiene personal, aire y agua limpios).

Entre las principales posiciones del fondo se encuentran las empresas **HCA HealthCare, Vertex Phramaceuticals, IQVIA Hondings y Astrazeneca.**

Wellington Global Healthcare Eq.

Un fondo que invierte en todos los subsectores relacionados con la atención de la salud. El equipo gestor cuenta con el apoyo de un equipo de profesionales de atención médica.

El fondo sobrepondera la inversión en biofarmecéuticas de mediana capitalización y servicios de salud. "Dentro de la biofarma, seguimos encontrando un entorno rico para la innovación. Anticipamos desarrollos continuos en áreas de enfermedades como el Alzheimer, enfermedades metabólicas y cáncer, así como empresas que descubren nuevos fármacos utilizando nuevas modalidades como el ARN mensajero, el ARN interferencia y la terapia génica", señalan desde la gestora.

Entre los nombres que forman su cartera se encuentran las empresas **UnitedHealth, Eli Lilly, Astrazeneca, Pfizer, Danaher Corp** (compañía norteamericana especializada en el diseño, fabricación y comercialización de productos y servicios médicos) y **Merck**. G

> El reciente retroceso en la cotización de las farmacéuticas se ha compensado con la buena marcha de empresas de servicios sanitarios, como las de herramientas de ciencias biológicas o las de tecnología y atención médicas.

LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL, AL SERVICIO DE LA SALUD

Dentro de las temáticas que forman el sector salud, la digitalización de la información y el uso de la tecnología médica son dos de los subsectores con mayor potencial de crecimiento tras el fuerte ajuste en precios registrado en 2022.

Desde la óptica de la digitalización, el reto de muchas compañías está en ofrecer innovaciones que sirvan para reducir costes en los sistemas nacionales de salud, al proponer, por ejemplo, aplicaciones para realizar visitas médicas o sensores y nanobots que evalúan el estado de los pacientes en tiempo real.

En el campo de la cirugía robótica, cada vez más las máquinas, siempre bajo supervisión humana, realizan intervenciones más precisas y menos invasivas, lo que servirá para reducir los tiempos de estancia hospitalaria y rebajar el número de pacientes que requerirán segundas operaciones.

En el mercado español ya hay más de 15 fondos que cubren esta temática entre ellos, además de los fondos Bellevue Digital Health y Bellevue Medtech & Services, se encuentran CS Digital Health Equity, CPR Invest MedTech. Sabadell Economía Medicaltech y BGF Next Generation Health Care.

En las carteras de estos fondos encontramos empresas como Medtronic (líder en tecnología, soluciones y servicios médicos), Boston Scientific (firma de ingeniería biomédica y biotecnología), Intuitive Surgical (fabricantes de robots quirúrgicos que aplican cirugía mínimamente invasiva con el sistema da Vinci) o Align Technology (empresa norteamericana que fabrica escáneres digitales 3D y los alineadores transparentes Invisalign utilizados en ortodoncia).

ETFs
Esos grandes desconocidos

Los fondos de inversión son mejores para invertir a medio y largo plazo, básicamente por sus ventajas fiscales, mientras que los ETFs (fondos cotizados) sólo sirven para operar a corto. Pero esto no es necesariamente cierto, ya que no tiene en cuenta el menor coste en comisiones de los ETFs, así como sus posibilidades para replicar mejor que los fondos clásicos el comportamiento de determinados sectores y/o activos.

TEXTO Fernando Luque*
Editor de Morningstar en España

Una de las leyendas urbanas que circulan por la comunidad financiera es que, si uno quiere invertir a largo plazo, el instrumento ideal es el fondo de inversión, básicamente por sus ventajas fiscales y, en particular, por la exención fiscal de los traspasos; es decir, que uno no paga impuestos por las eventuales ganancias generadas hasta vender las participaciones del fondo, pero mientras tanto puede ir cambiando de un fondo a otro sin preocuparse por Hacienda. Y es cierto. Es la gran ventaja de los fondos de inversión para el pequeño inversor.

Esa misma leyenda urbana también dice que para una inversión a corto plazo, los ETFs (*exchange traded funds*, o fondos cotizados) serían los más adecuados. Es cierto que "especular" con fondos de inversión tiene poco sentido.

Primero, porque la propia operativa de suscripciones y reembolsos hace que el inversor no sepa de antemano a qué precio va a comprar o vender esas participaciones. Los fondos calculan, en efecto, un valor liquidativo diario que se determina con los precios de cierre de los mercados en los que invierte. Tiene sus ventajas, ya que todos los inversores sufren el mismo trato, pero tiene ciertamente desventajas para los que operan a muy corto plazo. Además, en la práctica es fácil que, si uno compra un fondo, le apliquen el valor liquidativo de dos o tres días posteriores.

Segundo, porque algunos fondos suelen cobrar comisiones de reembolso (que generalmente disminuyen con el periodo de mantenimiento de las participaciones) para evitar precisamente el desbarajuste que provocan las entradas y salidas rápidas de dinero.

Ventajas de los ETFs

Ahora bien, los ETFs (que no son otra cosa que fondos de inversión que cotizan en una determinada Bolsa) son indiscutiblemente productos más adecuados para el corto plazo. Una de sus características es que cotizan en tiempo real en alguna que otra Bolsa. Eso significa que los inversores pueden fijar el precio de compra y el de venta. En este punto hay que indicar que la facilidad para comprar y vender acciones de un determinado ETF y la horquilla entre el precio de compra y el de venta dependerá de la liquidez del propio ETF. Es sin duda un aspecto importante a tener en cuenta a la hora de operar con este instrumento financiero.

> Los ETFs son indiscutiblemente productos más adecuados para el corto plazo, ya que cotizan en tiempo real en algunas bolsas.

> Una ventaja de los ETFs frente a los fondos tradicionales es que el inversor sabe cómo puede comportarse exactamente un fondo cotizado, ya que replica la evolución del índice subyacente.

Pero los ETFs tienen otra ventaja respecto a los fondos tradicionales (por lo menos los de gestión activa) y es que el inversor sabe exactamente cómo puede comportarse un fondo cotizado, ya que replica la evolución del índice subyacente. Ese es el objetivo de la inmensa mayoría de los ETFs: obtener la rentabilidad de un determinado índice, ya sea de renta variable, de renta fija o de materias primas.

Para mí, la gran ventaja de los ETFs es la facilidad operativa, aunque se suele citar los bajos costes como el gran atractivo de estos productos. Y es cierto que tienen unas comisiones muy por debajo de los fondos de gestión activa. Un buen fondo de gestión activa puede cobrar cerca de un 2% anual (para la clase destinada al gran público), mientras que un ETF de la misma categoría cobra fácilmente menos de un 0,5%. También hay que decir que, al igual que los valores que cotizan en Bolsa, uno tiene que pagar las comisiones propias de la operativa bursátil (cánones bursátiles) a la hora de comprar y vender ETFs, lo que puede ser un inconveniente importante para aquellos inversores que operan frecuentemente o para aquellos otros que tienen por costumbre invertir pequeñas cantidades de dinero de forma regular.

* Tras siete años como responsable de fondos en la Organización de Consumidores y Usuarios, Fernando Luque se incorporó a Morningstar en mayo del 2001, con la llegada de la compañía a España. Desde esa fecha ocupa el puesto de Senior Financial Editor, concentrado en elaborar artículos y comentarios a través de la web www.morningstar.es www.morningstar.es y en colaborar con los medios de comunicación.

EL MERCADO EUROPEO

El mercado de ETFs europeos está muy concentrado en pocos proveedores. Como muestra la lista adjunta, los cinco grandes jugadores (iShares, Amundi, Xtrackers, Vanguard y UBS) acaparan el 80% del mercado, con iShares nada menos que el 44% (a finales de diciembre de 2022).

Lista de los 20 mayores proveedores de ETFs en Europa

(patrimonio en miles de millones de euros)

	Patrimonio 4ºT 2022	Cuota de mercado (%) 4ºT 2022
iShares	585.8	44.4
Amundi	17.,6	12.9
Xtrackers	131.5	10.0
Vanguard	79.6	6.0
USB	77.4	5.9
Invesco	59.3	4.5
State Street	53.3	4.0
WisdomTree	24.4	1.8
BNP Paribas	17.6	.1.3
HSBC	17.2	1.3
Deutsche Borse	12.7	1.0
Legal & General	11.6	0.9
Deka	11.4	0.9
Swisscanto	11.3	0.9
JPMorgan	9.8	0.7
PIMCO	6.9	0.5
Credit Suisse	5.8	0.4
Natixis	5.0	0.4
VanEck	4.9	0.4
Handelsbanken	4.7	0.4

Fuente: Morningstar, a 31 de diciembre de 2022

El patrimonio total de los ETFs europeos ascendió a finales de 2022 a 1,32 billones de euros, con un fuerte peso de los ETFs de renta variable, con un 67% del total, seguido por los ETFs de renta fija con un 23%.

Evolución del patrimonio anual de los ETFs en Europa

(en miles de millones de euros)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Allocation	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	1.0	1.4	1.7	3.0	3.0
Alternative	0.9	0.7	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	1.2	2.7	1.5
Commodities	29.6	29.8	28.1	43.1	50.1	52.8	70.8	94.2	103.1	104.9
Convertibles	–	0.2	0.3	0.4	0.7	0.7	1.0	1.3	1.5	0.9
Equity	206.2	256.5	317.6	352.9	446.4	434.4	597.9	672.8	972.3	884.7
Fixed Income	49.7	72.7	95.3	118.7	140.1	152.7	232.3	266.9	309.7	309.0
Misellaneous	6.6	7.0	9.4	10.8	13.3	10.4	9.2	10.2	16.8	10.8
Money Market	2.6	2.5	3.7	2.9	3.1	4.4	3.7	3.3	3.8	5.7
Unclassified	0.0	–	–	–	–	–	–	–	0.1	0.1
TOTAL	295.1	369.6	455.3	529.7	654.7	656.9	916.7	1051.5	1413.0	1320.5

Fuente: Morningstar, a 31 de diciembre de 2022

Un buen fondo de gestión activa puede cobrar cerca de un 2% anual (para la clase destinada al gran público), mientras que un ETF de la misma categoría cobra fácilmente menos de un 0,5%.

Hay otra gran ventaja de los ETFs sobre los fondos de inversión que está infravalorada, a mi juicio, y es el hecho de que, a nivel de productos pasivos (porque en este campo los ETFs compiten directamente con los fondos indexados) la gama de productos de los ETFs es mucho más amplia que la de los fondos pasivos. Un buen ejemplo es el caso de los fondos tecnológicos que tan de moda estuvieron durante estos últimos años. Pues bien, hay que saber que hay muy pocos fondos tecnológicos pasivos (en nuestro país hay tan sólo dos fondos indexados al Nasdaq), mientras que hay varios ETFs de este sector disponibles para el inversor español. Y la brecha entre gama de ETFs y gama de fondos pasivos se agranda si vamos a categorías de más nicho de mercado como, por ejemplo, las pequeñas compañías emergentes o de determinados países.

De hecho, para ciertos tipos de activos, el inversor no tiene otra forma de estar expuesto que a través de ETFs. No hay ni siquiera fondos indexados. Estoy pensando en materias primas específicas (oro, petróleo, materias primas agrícolas) o en determinadas temáticas (como, por ejemplo, la energía nuclear o los videojuegos).

Desventajas de los ETFs

Los ETFs no sólo tienen ventajas. También hay algunas desventajas que merece la pena destacar. La gran desventaja del ETF respecto al fondo de inversión es evidentemente su tratamiento fiscal, ya que cotiza como una acción normal y no se beneficia, por lo tanto, de la exención fiscal al pasar de una inversión a otra.

Debido a esto, muchos inversores piensan que los ETFs sólo sirven para invertir a corto plazo y que, como comentaba al principio del artículo, a largo plazo, es mejor un fondo de inversión. No es del todo correcto. O, por lo menos, no siempre es así. Hay que tener en cuenta que, como hemos insistido, los ETFs tienen comisiones mucho más bajas que los fondos de inversión y que, en algunos casos, esos menores gastos pueden compensar la peor fiscalidad relativa, especialmente para un inversor de largo plazo que no realiza demasiados cambios en su cartera.

La gran desventaja del ETF respecto al fondo de inversión es su tratamiento fiscal, ya que cotiza como una acción normal y no se beneficia de la exención fiscal al pasar de una inversión a otra.

Pongamos el caso de una cartera de ETFs que le cuesta al inversor unos gastos del 1% anual (incluyendo las comisiones de gestión, los cánones bursátiles y las comisiones de custodia), frente a un 2% anual para una cartera similar de fondos de inversión. Supongamos también que la rentabilidad bruta (antes de comisiones) es del 10% anual para ambas carteras y que el inversor rota cada año un 25% de esta última. El inversor en fondos no soportaría ningún impacto fiscal por esos cambios de cartera y, por lo tanto, su rentabilidad neta sería simplemente del 8% (10% de rentabilidad bruta menos 2% de comisiones). El inversor en ETFs, por su parte, sí que tiene que soportar un impacto fiscal por los cambios, pero es menos elevado de lo que la gente cree. Para simplificar supongamos que paga un 20% sobre las plusvalías generadas. Pues bien, el impacto fiscal para el inversor en ETFs apenas sería del 0,45% anual (9% del 20% y del 25%), un porcentaje menor a la diferencia de comisiones entre ambas carteras.

Con este pequeño ejercicio teórico quiero mostrar que la ventaja fiscal de los fondos de inversión sobre los ETF es muchas veces exagerada y se nos olvida que (tarde o temprano) el partícipe de fondos también tendrá que pagar impuestos (salvo si deja sus inversiones en herencia). G

La gama de productos de los ETFs es mucho más amplia que la de los fondos pasivos. Para ciertos tipos de activos o sectores, como oro, petróleo, materias primas agrícolas, la energía nuclear o los videojuegos, no hay ni siquiera fondos indexados.

Activos frente a pasivos: ¿qué hay de la rentabilidad?

¿Son más rentables los fondos activos que los fondos pasivos, especialmente en un entrono complicado como el que vivimos el año pasado? El 2022 desde luego brindó a los gestores de fondos activos la oportunidad perfecta de demostrar su valía, pero en gran medida no lo hicieron.

Esta es la conclusión del Barómetro Europeo: activos de renta variable, en particular, no han demostrado su valía.

Sin duda, este ha sido un mercado muy difícil, en el que tanto las acciones como los bonos registraron fuertes caídas en el 2022. Este es el tipo de entorno en el que se esperaría que los gestores activos fueran capaces de superar a sus competidores pasivos, pero lo que vimos a finales de año fue que sólo el 29% de los gestores activos de renta variable fueron capaces tanto de sobrevivir como de superar a sus rivales pasivos durante el año natural 2022 - por lo que a pesar de este entorno de mercado sin precedentes, los gestores activos no fueron capaces de producir un resultado que fuera superior a sus homólogos pasivos.

De media, el 30,5% de los fondos activos de las 43 categorías de renta variable analizadas sobrevivieron y superaron a sus homólogos pasivos en el periodo de un año transcurrido hasta finales de diciembre de 2022. Según el informe, sólo tres categorías de renta variable registraron una tasa de éxito de los gestores activos igual o superior al 50% en este periodo.

Sin embargo, a los gestores de renta fija les fue mejor. En un entorno de tipos de interés al alza, los gestores activos de renta fija han podido comprar títulos de menor duración para reducir el riesgo de tipos. (Nota: la duración es la sensibilidad del precio de un bono a las variaciones de los tipos de interés).

FONDOS SOBERANOS
Concentración y poder de decisión

TEXTO **Guillermo Barandalla**
CFA, PRESIDENTE COMITÉ ASSET OWNERS DE CFA SOCIETY SPAIN.
Javier Capapé
PHD, DIRECTOR DEL SOVEREIGN WEALTH RESEARCH EN EL IE CENTER FOR THE GOVERNANCE OF CHANGE.

Gestionan activos por un volumen total de 11 billones de dólares, el 72 por ciento de los cuales están en manos de los diez mayores, de un total de 98 reconocidos. Son los fondos soberanos. Un sector enormemente concentrado en un puñado de países y con un determinante poder de decisión en los mercados.

Guillermo Barandalla

Javier Capapé

China, Noruega y Emiratos Árabes Unidos son los países de mayor peso en el sector de los fondos soberanos.

El colectivo de fondos soberanos cuenta, económicamente, con un alto nivel de concentración. Si el volumen total de activos gestionados por este sector es de unos 11 billones de dólares a finales de 2022, éstos se concentran mayoritariamente entre el norte de Europa, Oriente Medio y Asia. Individualmente, China, Noruega y Emiratos Árabes Unidos son los países de mayor peso. Visto de otro modo, los diez mayores fondos soberanos gestionan el 72% del volumen total.

La diferencia fundamental con cualquier otra institución que ostente activos bajo gestión (como las gestoras de fondos en el sector financiero) es el hecho de ser ellos mismos los propietarios de los citados activos, por lo que su gestión responde a un propósito específico.

En la actualidad hay 98 fondos soberanos reconocidos, cifra que contrasta con los seis que había antes de 1970. Por lo tanto, se trata de un sector relativamente joven, puesto que, a pesar de que los más relevantes son al mismo tiempo los de mayor antigüedad, la mayor parte de ellos cuentan con menos de 20 años de historia.

Diez entidades concentran el 72% de los 11 billones de dólares que gestionan los 98 fondos soberanos existentes.

El origen de su riqueza procede habitual y particularmente de dos fuentes: en un porcentaje elevado de casos (58%) derivada de la tenencia de recursos naturales y, en otros, por gozar sus cuentas nacionales de un notable superávit.

No obstante, y a pesar de estas magnitudes, con el paso de los años se han desarrollado muchos fondos soberanos de menor tamaño, al objeto de propiciar la mejor gestión posible a los recursos económicos de diferentes países.

Y es que éstos son fondos efectivamente controlados por el gobierno de un determinado país. Son puros fondos de inversión, con estrategias de largo plazo, sin pasivos relacionados con pensiones y movidos única y exclusivamente por los intereses de su patrocinador. Esto es, son un instrumento del Estado al que pertenecen. En esta línea, para mayor precisión, se debiera excluir de esta categoría a los fondos públicos de pensiones o a las corporaciones propiedad del Estado.

Tres tipos de estrategias

Debido a esto último, podría también afirmarse que todos los fondos soberanos son distintos entre sí. Los diferentes marcos regulatorios, niveles de transparencia o el *background* de sus profesionales empleados son algunos de los motivos. Sin embargo, si quisiéramos agruparlos podríamos clasificarlos en tres categorías: los denominados fondos de estabilización, los de ahorros o reservas y los de desarrollo.

La estrategia de inversión del primer grupo, los fondos de estabilización, será más conservadora, por la necesidad de dar soporte financiero a sus correspondientes Gobiernos. En cambio, los del segundo grupo, los fondos de ahorros o reservas, tienen una estrategia algo más -digamos- mixta, por contar con mayor horizonte temporal.

Los fondos de desarrollo, el tercer grupo, siguen una estrategia de mayor riesgo, sesgado hacia lo que la industria denomina activos alternativos, al tratar de cumplir su doble objetivo financiero y de desarrollo específico.

En cualquier caso, todos ellos contarán inevitablemente con un deber fiduciario con sus futuras generaciones de compatriotas.

Finalmente, observar a los fondos soberanos es también reflejo del rumbo que toma la economía global. Si bien Estados Unidos ha sido el principal destino de las operaciones en las que ha participado este colectivo en los últimos diez años, India, China y Singapur juntas ya le superan ligeramente. Los últimos ejercicios han servido también para destinar algo más de inversión al propio país origen del fondo, en detrimento de inversiones internacionales (que, en cualquier caso, siguen siendo mayoritarias).

Así las cosas, el crecimiento de esta tipología de inversores institucionales sólo ha sido posible gracias a la priorización de sus objetivos de largo plazo (lejos de preferencias políticas de corto) y a la elevada profesionalización de sus actividades, al haber incorporado (como muestra de ello) a un gran número de profesionales de primer orden a sus filas (procedentes de grandes multinacionales, bancos de inversión o gestoras de activos). Estos son, probablemente, dos atributos clave aplicables a cualquier inversor.

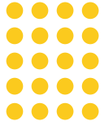
> La diferencia fundamental con cualquier otra institución que ostente activos bajo gestión es que los fondos soberanos son ellos mismos los propietarios de los activos que gestionan.

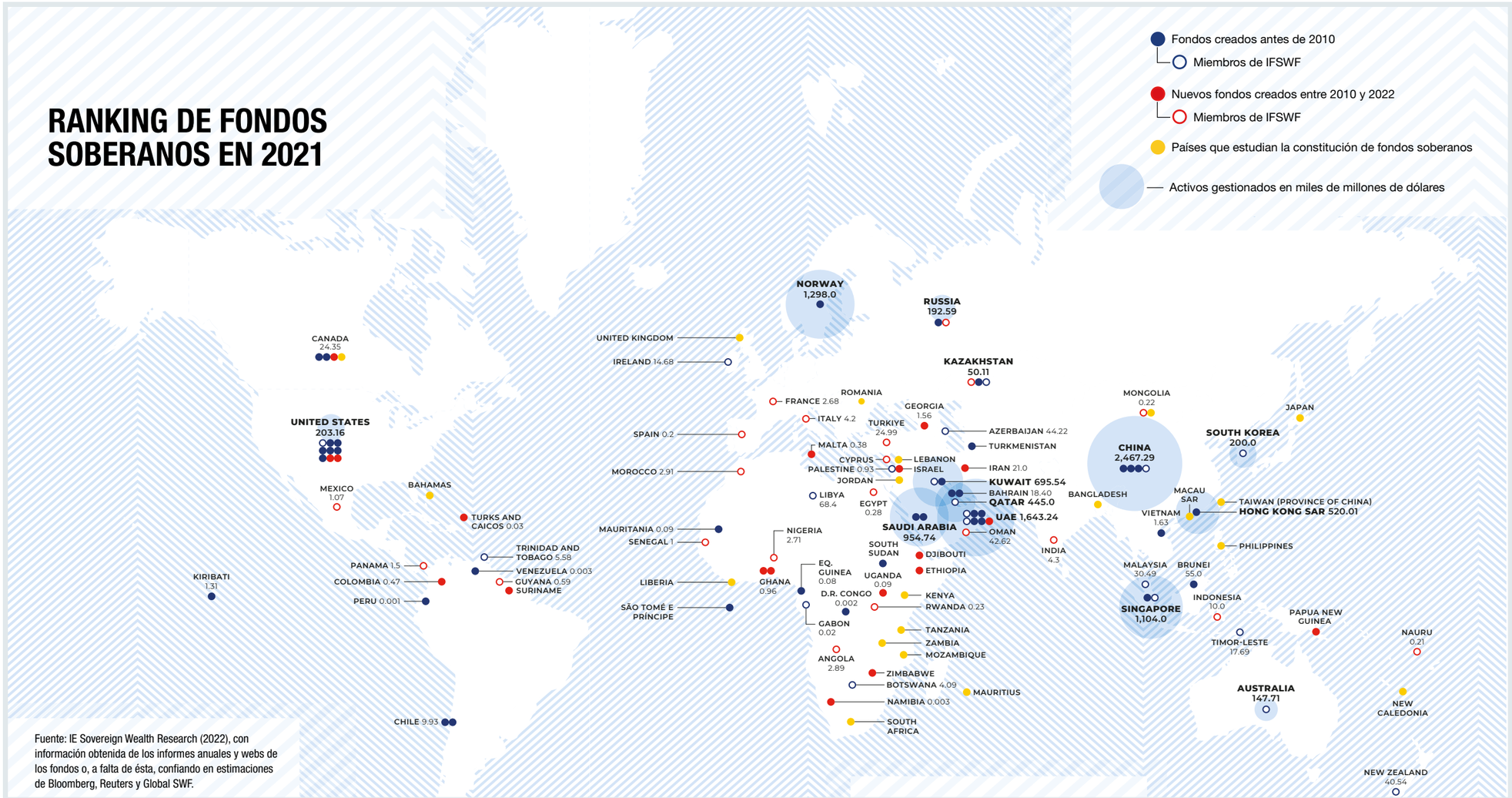
FONDOS SOBERANOS EN 2021

58
Fondos creados antes de 2010
20 miembros de IFSWF

40
Nuevos fondos creados entre 2010 y 2022
21 miembros de IFSWF

20
Países que estudian la constitución de fondos soberanos





Fuente: IE Sovereign Wealth Research (2022), con información obtenida de los informes anuales y webs de los fondos o, a falta de ésta, confiando en estimaciones de Bloomberg, Reuters y Global SWF.

Proyecto de Investigación "LAS FINANZAS DIGITALES DE LA UE"

Josina Kamerling,
RESPONSABLE DE ASUNTOS REGULATORIOS EN CFA INSTITUTE

CFA Institute y CFA Society Spain han venido coordinado desde hace meses un proyecto de investigación sobre las finanzas digitales de la Unión Europea. A través de esta iniciativa basada en una encuesta informal que CFA Institute ha realizado con sus sociedades miembro europeas, las dos organizaciones tienen como objetivo comprender el impacto percibido de los avances en el area de *fintech* en la UE, en particular en los diferentes mercados europeos y entre las Sociedades CFA locales, y resaltar las similitudes y diferencias con respecto a cada Estado miembro.

El proyecto de investigación ***"Las Finanzas Digitales de la UE"*** llega en un momento en que los legisladores y reguladores han estado negociando el paquete de finanzas digitales de la Unión Europea, que fue emitido por la Comisión Europea en 2020. El paquete incluye una serie de propuestas legislativas destinadas a mejorar la competitividad del sector financiero de la UE, y permitir que los consumidores accedan a productos financieros innovadores, garantizando al mismo tiempo un alto nivel de protección de los inversores.

Esta encuesta sobre finanzas digitales se centra en la forma en que las Sociedades CFA europeas y sus miembros se han involucrado en los desarrollos de *fintech*, así como los desafíos y beneficios que han experimentado a medida que las tecnologías financieras se han adoptado cada vez más en la industria de la inversión. Los encuestados también dan su opinión sobre cómo se espera que el sector financiero se transforme en el futuro a medida que las herramientas *fintech* continúan desarrollándose y evolucionando.

La encuesta se ha organizado en cuatro secciones diferentes:

1. **Compromiso hacia el desarrollo de *fintech*:** la sección incluye preguntas sobre el interés de las Sociedades CFA en los desarrollos de *fintech*, y las ventajas y desafíos observados en la promoción de iniciativas de *fintech* en su mercado local, así como los obstaculos existentes para el cumplimiento del marco regulatorio.
2. **Impacto en la estrategia:** se centra en la evolución de la estrategia de las sociedades CFA en la promoción de iniciativas *fintech*.
3. **Panorama local:** la sección incluye preguntas sobre el impacto de los desarrollos *fintech* entre los miembros de CFA Institute.
4. **Impacto de las nuevas tecnologías:** analiza las consecuencias positivas y negativas del uso de *fintech* entre las empresas y los consumidores. Dado que muchas preguntas de esta sección también se plantearon a los miembros globales de CFA Institute en la Encuesta *Fintech* de 2016, las respuestas y puntos de vista de los miembros se comparan con los resultados de nuestra encuesta anterior. G

NUEVO COMITÉ DE IBEROAMÉRICA DE CFA SOCIETY SPAIN

Alirio Sendrea,
CFA, CAD, PRESIDENTE DEL COMITÉ DE IBEROAMÉRICA DE CFA SOCIETY SPAIN Y RESPONSABLE DE ANÁLISIS DE INVEXCEL PATRIMONIO EAF.

CFA Society Spain ha decidido crear el Comité de Iberoamérica, considerando el creciente intercambio de talento y capital entre Iberoamérica y España. El comité nace con la misión de estrechar lazos, facilitando el intercambio de conocimiento y la colaboración entre los miembros de la comunidad CFA a ambos lados del Atlántico. Asimismo, pretende ayudar a que mejore la visibilidad y entendimiento de los países iberoamericanos ante la comunidad inversora internacional, colaborando con su desarrollo socioeconómico.

El Comité de Iberoamérica de CFA Society Spain está formado por Alirio Sendrea, CFA, CAd, Responsable de Análisis de Invexcel Patrimonio EAF; Andrés González-Puelles, CFA, Analista de Renta Fija de Mercados Emergentes en MFS; Ann Hapka, CFA, Doctora en estudios de Latinoamérica por la Universidad de Cambridge; Cristina Cárdenas Thorlund, CFA, CAIA, FRM, CAd, Responsable de Ventas de Soluciones Corporativas en Iberia de BNP Paribas; Enrique Carrillo, CFA, CAIA, FRM, Socio fundador de Meridiana MFO; Gustavo Pablo Villímar, CFA, Finance Manager para EMEA en Atento; José María Leal, CFA, FRM, Responsable de Mercados Globales en BBVA Colombia; Juan Antonio Barrionuevo, CFA, socio fundador y CEO de JA Capital; Juan Sáenz, CFA, Director en el departamento de Riesgo y Control de S&P Global Ratings España; Juliana Gasparini, CFA, Sales Trader en el Banco de Chile; Nicolás Pérez de la Blanca, CFA, CAIA, FRM, CIO en Santander Private Banking International; Noelia Povedano, CFA, CEO y miembro del consejo de administración de Beta Capital Securities y Beta Capital Management; Paula Bennati, CFA, Directora de Ventas en Schroeders Argentina; y Santiago Castillo Pino, CFA, Vicepresidente en Sigrun Partners.

Estos catorce profesionales tienen importantes nexos con la región. Representan nueve nacionalidades, la mitad son iberoamericanos y el resto personas que han vivido o trabajado en ella. Su motivación compartida es un enorme sentimiento de gratitud hacia una región de la que han recibido mucho como profesionales y personas, sintiendo la necesidad de retribuirla colaborando en su profesionalización, dando visibilidad a su capital humano y creando vías de proyección que "cambien vidas", especialmente para los más jóvenes.

Según Alirio Sendrea, CFA, CAd, Presidente del Comité de Iberoamérica, *"la creación de nuestro comité es una buena noticia para la industria financiera iberoamericana. Trabajaremos por estrechar y enriquecer relaciones con países con los que tenemos muchísimas cosas en común. La petición para formar este Comité desde CFA Society Spain ha sido atendida por un grupo de profesionales con una destacada trayectoria y, más importante si cabe, con un interés genuino y desinteresado por ayudar a profesionalizar la profesión de la inversión y todo lo que esto representará para la sociedad iberoamericana en su conjunto"*.

El Comité desarrollará su actividad a través de eventos de divulgación y formación, *networking* y educación, y lo hará en colaboración con las distintas sociedades de la red global de CFA Institute en la región. G

El nuevo régimen de las tres Pes

Se está configurando un nuevo régimen para los inversores. Podríamos decir que es el régimen de las tres Pes: Pico (de inflación), Pausa (en tipos de interés) y *Pivot* (de política monetaria).

José María Martínez-Sanjuán
CFA, CAIA, Executive director
Global Head of Fund Selection, Santander Private Banking
y miembro del Consejo Editorial de GESTORES.

El 2023 es un año en el que estamos viendo desinflación en la inflación general en muchos países desarrollados y también en países emergentes. Dicho esto, aunque está claro que veremos menores niveles de inflación para cierre de ejercicio, éstos serán superiores al objetivo de 2% tanto de la Reserva Federal estadounidense (la Fed), como del BCE (Banco Central Europeo).

Por el lado positivo, los precios de la energía han caído drásticamente y, de hecho, el precio del gas en Europa es casi la mitad del que era para cierre de febrero de 2022 (48 euros/megawatio hora, frente 88). Los precios de los alimentos también han disminuido y los precios de los bienes, una vez que los problemas de las cadenas de distribución se han ido solucionando, han dado paso a menores niveles de inflación.

Mi expectativa es que los tipos permanezcan en pausa durante un periodo prolongado de tiempo, durante todo 2023.

Por la parte negativa, los precios de los servicios, que forman parte de la inflación subyacente y que están directamente relacionados con los salarios, son el componente de la inflación que costará más trabajo que vuelva a niveles anteriores, por la estrechez que se está viviendo en el mercado laboral, especialmente en Estados Unidos, donde actualmente hay 1,9 ofertas de trabajo por cada desempleado, con más de cuatro millones de vacantes. Esto continúa generando presiones salariales.

En cuanto a las perspectivas de inflación para el cierre de 2023, la inflación en tasa interanual se debería acercar al 3% en Estados Unidos y algo por debajo en eurozona. Habrá que poner especial atención a la parte *core*, que es el termómetro de la inflación de servicios.

Los bancos centrales han subido tipos de manera agresiva buscando una desaceleración de la demanda. A finales de 2022 una recesión económica era prácticamente el consenso del mercado. A medida que pasan los meses, hemos venido observando alguna sorpresa negativa en el lado de la inflación, que el mercado se toma muy negativamente porque implicaría mayores subidas de tipos y, además, sorpresas positivas en crecimiento, que también alejan las expectativas de un *pivot* en la política monetaria. El mercado venía desafiando a la Reserva Federal en cuanto a estimaciones de tipo terminal, pero, debido a los datos económicos antes mencionados, empieza a alinearse con las estimaciones del banco central. Es probable que veamos 75 puntos básicos adicionales de subidas de tipos de aquí a junio para la Fed (5,25%-5,50%) y unos 125 puntos básicos adicionales en el BCE (4% en el tipo depósito).

Mi expectativa es que los tipos permanezcan en pausa durante un periodo prolongado de tiempo, durante todo 2023, periodo en el que los bancos centrales estarán haciendo una calibración del efecto de las subidas y se asegurarán de que la caída de la inflación es duradera, aunque esto implique infligir daño a la economía, que en la actualidad se puede permitir alguna décima más de desempleo. G

Hay alguna sorpresa negativa en la inflación, que el mercado se toma muy mal porque implicaría mayores subidas de tipos. Además, las sorpresas positivas en crecimiento también alejan las expectativas de un *pivot* en la política monetaria.

El nuevo régimen VIP y el coste del café

Estamos en un cambio de régimen, en donde van a prevalecer la Volatilidad, la Inflación y la Política Monetaria, es decir, un nuevo régimen VIP para los inversores durante los próximos tres a cinco años.

Gonzalo Rengifo
Director General de Pictet AM en Iberia y Latinoamérica y miembro del Consejo Editorial de GESTORES

Hay que tener en cuenta que antes de la pandemia predominaba un régimen de bajo crecimiento y baja inflación -en Estados Unidos y Europa, de menos del 2%-. En ese estado de cosas, los bancos centrales podían mantener políticas monetarias anticíclicas y estimular las economías lo necesario, sin preocuparse de la estabilidad de precios.

Sin embargo, tras cuatro décadas de inflación en constante declive, hacia mediados de 2020 comenzó la aceleración de precios, en principio por desequilibrios temporales de oferta y demanda, generados por la pandemia COVID.

Además, la ratio de la deuda pública/PIB en economías desarrolladas era 100% antes de la pandemia, pero ha llegado ahora al 125%. A ello se añade la gran incertidumbre provocada por la guerra en Ucrania, con los precios al consumo muy encima del objetivo de los bancos centrales.

Todo ello conlleva que bancos centrales y gobiernos ya no puedan usar como antes sus herramientas para estimular las economías, cada vez menos capaces de absorber grandes *shocks*. Por el contrario, la actual política monetaria está orientada a causar dolor hasta que la inflación pueda volver al 2%.

De todas formas, más allá del ciclo económico, cuyo comienzo, máximo y mínimo es difícil de determinar, hay que tener en cuenta el régimen de crecimiento e inflación a medio y largo plazo. A este respecto, varias tendencias indican una dinámica estructural de menor inflación que la actual, aunque será mayor que durante las últimas décadas en la mayoría de los países.

Hay que tener en cuenta, en primer lugar, que las economías desarrolladas son estructuralmente deflacionistas. La población, cuya tasa de crecimiento era del 2% a mediados del siglo pasado, converge hacia 0,2% para finales de este, según Naciones Unidas, lo que apunta a un menor crecimiento económico global.

Por otra parte, la productividad puede verse impulsada por la innovación, que incluye la digitalización y avances en inteligencia artificial, así como salud y biotecnología. También hay que tener en cuenta el posible impacto del cambio climático. En conjunto, aunque la transición energética pueda ser en parte inflacionaria, pesa sobre todo el componente demográfico, es decir el envejecimiento de la población, que es deflacionario.

El caso es que este nuevo régimen VIP para los próximos tres a cinco años debería de ser parecido al de hace más de una década, con una inflación media del 3% y tipos de interés también del 3%. Es, pues, un cambio de régimen, que puede servir de guía a los inversores.

Además, es probable que la volatilidad se convierta en norma. De hecho, el mercado de bonos está destinado a sufrir una significativa volatilidad. Pero, al mismo tiempo, están empezando a surgir oportunidades atractivas en bonos soberanos y crédito de mercados desarrollados y emergentes. Sin olvidar que la histórica correlación negativa entre renta variable y renta fija debe volver, lo que facilita la planificación financiera de las inversiones.

Este nuevo régimen para los próximos tres a cinco años debería de ser parecido al de hace más de una década, con una inflación media del 3% y tipos de interés también del 3%.

Ocurra lo que ocurra, meses atrás se hablaba de la recesión más telegrafiada de la historia y ahora nadie habla de recesión. Hay mucha resiliencia en la economía, que nadie se esperaba. De todas formas, es previsible un periodo de estancamiento económico, durante el que la inflación pasará al 4%. En realidad, se trata de una oportunidad, pues, aunque pueda llevar un tiempo que los bancos centrales hagan bajar la inflación hacia el 2%, no es previsible que esta vaya a mantenerse en el 8 % en Europa y en el 6 % en Estados Unidos, como ocurre actualmente.

Eso sí: la inflación es un factor acumulativo. El café de la mañana en la cafetería ya ha subido por encima de los dos euros y nunca lo volveremos a pagar a 1,80. ¡Ahora el café VIP a dos euros es el nuevo régimen! G

ENRIQUE MARAZUELA (*)

Inflación y… ¿recesión?

Si finalmente se produce la recesión, lo cual dudo, será la más anunciada de la historia. Aunque es cierto que algunos signos –como las subidas de tipos, la inversión de la curva y la evolución de ciertos indicadores– preconizan una desaceleración de la economía, no predeterminan que lleguemos al negativo desenlace de una recesión.

En economía existe recesión cuando hay contracción, es decir, un crecimiento negativo del PIB en un periodo determinado. Se suele aceptar que bastan dos trimestres con evolución negativa para que se considere que entramos en recesión. No obstante, conviene matizar esta idea.

Pongamos el ejemplo de China: su economía ha estado creciendo por encima del 6% en la última década y su PIB se expandió un 2,3% en 2020. En este caso, aunque el crecimiento haya sido positivo, sí percibimos el fenómeno como una recesión, pese a que la tasa haya sido positiva.

El último informe WEO (World Economic Outlook) del Fondo Monetario Internacional prevé un crecimiento global débil, un 2,9% en 2023 y un 3,1% en 2024, frente al 3,4% de 2022. La comparación es aún más decepcionante si tenemos en cuenta que la media de los últimos veinte años ha sido del 3,8%. Hay desaceleración, sí, pero cifras alrededor del 3,0% no son dramáticas, ya que el PIB global ha estado oscilando en un rango entre el 3 y el 4% en la última década. Incluso si sólo (¡viva la tilde diacrítica!) miramos las cifras de los países desarrollados, donde los datos han sido más pobres en las últimas décadas, los resultados no son tan malos: el crecimiento agregado de este grupo pasará del 2,4% de 2022 al 1,2% en 2023 y al 1,4% en 2024.

Por lo tanto, la primera conclusión es que no esperamos una recesión, sino sólo una desaceleración. Pero incluso así, los riesgos no son necesariamente a la baja. ¿Qué significa esta expresión tan utilizada por los economistas? Pues sencillamente que el error de previsión se estima que estará en un menor crecimiento al previsto. Y no hay riesgos a la baja necesariamente porque concurren signos positivos y negativos.

Entre los riesgos a la baja está el recrudecimiento de la guerra en Ucrania, acontecida tras la invasión de este país por parte de Rusia; el mercado está descontando que la guerra será dilatada en el tiempo, pero que estará muy concentrada en el espacio. Cualquier desenlace distinto a este puede tener consecuencias incalculables.

Otro riesgo a la baja es la inflación: está mostrándose resistente y los bancos centrales deben ser severos en sus políticas monetarias para devolver el alza de precios a sus objetivos (la cifra del 2,0% es común entre ellos). Prevemos que la inflación esté elevada todo el año 2023, de modo que descartamos cualquier rebaja de tipos en este año tanto por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos como por el Banco Central Europeo. Es más, todavía esperamos nuevas subidas de tipos de interés hasta el 5,5% en el primer caso y hasta el 4,0% en el segundo. Aquí sí puede haber una sorpresa negativa si las altas tasas de inflación persisten, porque la subida puede ir más allá de lo descontado por los operadores.

Decíamos que no todos los factores ponderan a la baja. La disminución general de los precios de la energía y la reducción de los cuellos de botella en la oferta global de productos van a tener una influencia positiva. Y en un primer examen, el cambio de política de China respecto a la covid también actuará como un factor de impulso.

> ***No estamos en la antesala de una recesión, sino sólo de una desaceleración. En cualquier caso, es seguro que tendremos tipos de interés más altos durante más tiempo de lo que espera el mercado.***

En síntesis, el actual panorama no parece ser la antesala de una recesión, sino únicamente de una desaceleración, en la que los riesgos no son necesariamente a la baja, puesto que concurren factores que van a influir tanto positiva como negativamente. Lo único de lo que podemos estar seguros es de que vamos a tener tipos de interés más altos durante más tiempo de lo que espera el mercado.. G

(*) CFA, CAd, senior member de CFA Society Spain, miembro del Consejo de Inversiones de MdF Family Partners, director de Asuntos Económicos, Universidad Pontificia Comillas 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

TECNOLOGÍA INNOVACIÓN

¡Transforma tu negocio digitalmente!

CIMD Intermoney te ofrece soluciones innovadoras a través de los mejores profesionales de **Consultoría** y **Business Innovation**.

Desde el **análisis y gestión de riesgos hasta la adaptación regulatoria**, te brindamos el servicio necesario para ayudarte a aprovechar al máximo las **oportunidades tecnológicas**.

¡CONTÁCTANOS HOY MISMO!

91 432 64 62 · innovacion@grupocimd.com

intermoneyinnovacion.com

cimd intermoney