

# GESTORES

La revista más exclusiva de fondos de inversión

#10 / OCTUBRE 2023



**GESTIÓN**

## CÓMO INVERTIR ANTE UNA RECESIÓN



**ENTREVISTA**

**EL POTENCIAL DE LA IA**  
Alison Porter, Janus  
Henderson, da las claves

**REPORTAJE**

**EL FUTURO DE CHINA**  
Alternativas ante la  
capitulación

**ANÁLISIS: IA**

**INVERTIR EN INNOVACIÓN**  
Dónde activan el radar los  
gestores

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.pativalor.com>

[mail@pativalor.com](mailto:mail@pativalor.com)

## EL ENGAÑO DE LOS BANCOS CENTRALES

Los bancos centrales han implementado la subida de tipos de interés más acelerada desde la década de los 80. Se ha vuelto al camino de las políticas monetarias restrictivas para doblegar la demanda y evitar una espiral de precios ascendentes. Sin embargo, el discurso oficial ensalza que se va a sortear una crisis. Y, si miramos la historia, la honestidad en esa previsión brilla por su ausencia.



HÉCTOR CHAMIZO • DIRECTOR DE GESTORES

**L**a inflación es el mal silencioso del ciudadano. Es un virus que circula al libre albedrío y cuyo impacto directo se traduce en la pérdida de poder adquisitivo del ciudadano de manera progresiva. Es el impuesto silencioso que lapida a las clases trabajadoras, que destruye de forma incremental el status de las clases medias, y que recorta la capacidad de inversión de las clases más altas. El terror de la ciudadanía y la máquina de destrucción de los gobiernos.

A los bancos centrales de los países desarrollados, en concreto la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo, no les quedó otra que remangarse con el objeto de mantener a raya este ascenso descomunal de los precios. No olvidemos que en España el IPC general llegó a alcanzar el 10,8% en términos anuales y en la principal potencia económica del mundo se topó con el 9,1%: niveles que no se observaban desde el año 1981.

Pero esas medidas tomadas por las instituciones monetarias esconden una gran trampa: la ineficiencia y la mentira. Jerome Powell, presidente de la Fed o Christine Lagarde, su homóloga en el BCE, nos dijeron durante la segunda mitad del 2020 que "la inflación no sería un problema". En agosto del 2021, en la celebración anual del simposio de Jackson Hole, cambiaron su argumentario para asegurar que la subida de precios "sería transitoria". ¿El resultado? Ni transitoriedad, ni un inconveniente aislado.

El problema de este ciclo inflacionista que ha llevado a que los bancos centrales suban los tipos de interés de referencia al 5,5% en el caso de la Reserva Federal, y al 4,5% por parte del Banco Central Europeo, es que han actuado como unos responsables absolutamente miopes ante la realidad que tenían delante de sus ojos. Eso, o directamente esconden la realidad, que es lo que este humilde servidor cree.


La mentira tiene las patas muy cortas y las instituciones monetarias tienen un histórico bastante áspero a sus espaldas.

En 1999 aseguraron que no había ninguna burbuja tecnológica, en 2006 afirmaron que la burbuja inmobiliaria no iba a suponer ningún tipo de problema, y ahora, con fecha septiembre del 2023, nos aseguran que los tipos de interés "estarán más altos por más tiempo" y que "el aterrizaje suave de la economía no está en su escenario base".

La banca central tiene que ser una institución capaz de transmitir confianza a los agentes económicos y a los mercados. Si nos centramos en lo que han sido las últimas décadas, el grado de fiabilidad no ha llegado ni a rozar el aprobado. Sus declaraciones hablan por sí solas. Están desnudos ante una tormenta de nieve.

Estamos ante el círculo vicioso: la negación de una realidad más adversa, la llegada de ese escenario negativo, y la aseveración posterior de que esa situación "no se vio venir". ¿Y cómo el sector de la economía en su conjunto va a otorgarle una credibilidad que no merecen a los bancos centrales? ¿De verdad piensan que nos sentamos a los lomos de la ingenuidad y que vamos a tropezar constantemente con las mismas piedras?

Por desgracia, hay perfiles que aún dan un importante crédito a este tipo de previsiones. No obstante, y centrándonos en la mentira del momento actual, es sumamente idílico y de guión de película animada de Disney, el pensar que estamos en un entorno en el que la subida más veloz del precio del dinero desde los años 80 no va a causar una ralentización en la economía que nos lleve a una recesión, de menor o mayor entidad. No es creíble.

Pensar que el desempleo va a subir levemente, que la inflación va a caer a niveles normalizados en un par de años, y que el avión –entendiéndose como una analogía de la economía de los mercados desarrollados– no va ni tan siquiera a aterrizar es de una candidez intelectual propia de un niño de cinco años al que le dicen que los Reyes Magos no existen. 

*“La mentira tiene las patas muy cortas y las instituciones monetarias tienen un histórico bastante áspero a sus espaldas”*



06

GESTIÓN

## ¿Qué significa una recesión para las carteras?

Aunque cada recesión es única y no hay garantía de que la historia vaya a repetirse, a la hora de invertir...



ANÁLISIS: IA

## Las oportunidades de inversión en innovación

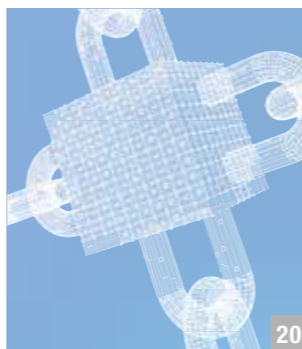
Al igual que la revolución de internet al final de la década de los 90, el mundo se encuentra ante una nueva era que puede desatar grandes oportunidades para los próximos años...

24

## El impacto de la tokenización económica

La Nueva Economía Blockchain

Según el Foro Económico Mundial (2015), para el 2027 el 10% del Producto Interno Bruto global estará almacenado en blockchain...



20

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

LA ÚLTIMA FRONTERA

### 03 El engaño de los bancos centrales

ENTREVISTA

## “Hay que navegar por el ciclo de la exageración en la tecnología”

Alison Porter, gestora de carteras del equipo de Global Technology Leaders de Janus Henderson Investors, describe dónde se encuentran las importantes disrupciones en el ámbito de la tecnología...



30

REPORTAJES

### 16 Las percepciones erróneas podrían ocultar una atractiva oportunidad en China / Los temores y las percepciones erróneas están alimentando una falsa narrativa sobre China...



### 30 Gestionar el riesgo de la ignorancia / La situación actual está abriendo la puerta a nuevas estrategias de inversión...

OPINIÓN

### 28 Los activos reales sostenibles: una alternativa muy real / Por Laura Donzella, Responsable de Ventas para Iberia, Latinoamérica y Asia de Nordea Asset Management

### 34 Un momento ideal en los mercados de deuda / Por Flavio Carpenzano, Investment Specialist de renta fija en Capital Group

# Simplify. Simply, fly.

En Gestair, la simplicidad es uno de nuestros referentes desde hace más de 45 años

Nos encargamos de cada detalle para que usted simplemente vuele

AOC en España y AOC en Malta.  
 Localizaciones estratégicas por toda Europa  
 Líderes con más de 30 aeronaves en flota

+23.000m<sup>2</sup> a su disposición de hangares en Barajas - Madrid.  
 Centro de Mantenimiento más grande en el Sur de Europa

Profesionales en Despacho de Vuelos y soporte operacional integral.  
 Referentes para aeronaves ejecutivas Latinoamericanas

Pioneros en sostenibilidad gracias a Horizon,  
 nuestro programa para reducir el impacto ambiental de los vuelos mediante la compensación de emisiones y el uso de combustibles SAF

Simplify. Simply, fly.

gestair.com

H24: +34 91 784 62 70 / charter@gestair.com

# ¿Qué significa una RECESIÓN para las carteras?

Aunque cada recesión es única y no hay garantía de que la historia vaya a repetirse, a la hora de invertir, resulta útil comprender cómo se han comportado las diferentes clases de activos durante las recesiones pasadas. En este sentido, en Schroders han analizado 50 años de datos para ver cómo se han movido los distintos activos cuando el crecimiento económico ha ido en declive.

TEXTO Tina Fong, estratega de Schroders\*



Las recesiones pueden definirse por dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB real o en términos de ciclo económico, pero en nuestro estudio nos hemos limitado a analizar las recesiones estadounidenses registradas oficialmente por el NBER (National Bureau of Economic Research). Teniendo en cuenta estos datos, **¿cómo deberían posicionar los inversores sus carteras para buscar refugio ante la inminente tormenta recesiva?**

## La seguridad, ante todo, pero ojo con perderse la revalorización del mercado

Las recesiones suelen caracterizarse por un descenso del crecimiento y una caída de la inflación, lo que lleva a los responsables políticos a relajar la política monetaria o fiscal, o a menudo ambas. Por lo general, los inversores han buscado la seguridad de la deuda pública y, en cierta medida, de la deuda corporativa (gráfico 1, pág. 9). El dólar estadounidense también se ha beneficiado de su estatus de valor refugio durante las recesiones, especialmente cuando el resto del mundo ha mostrado más debilidad que la economía estadounidense. En comparación, la renta variable y las materias primas se ven duramente afectadas por el desplome de la actividad económica.

En términos más generales, **el comportamiento de los activos de riesgo ha sido incluso peor durante las recesiones de los últimos 30 años**, debido a las fuertes pérdidas sufridas durante la Crisis Financiera Mundial.

Aunque **las acciones estadounidenses casi siempre han tocado fondo durante las recesiones, han repuntado con fuerza hacia el final del periodo** (gráfico 2,

“El comportamiento de los activos de riesgo ha sido incluso peor durante las recesiones de los últimos 30 años”

Tina Fong es economista especializada en macroeconomía y estrategias. Se incorporó a Schroders hace 18 años. Se encarga de proporcionar aportaciones macroeconómicas al grupo, crear, desarrollar y mantener modelos macroeconómicos, investigar y generar ideas de negociación de carteras y elaborar hipótesis sobre el mercado de capitales a 30 años.

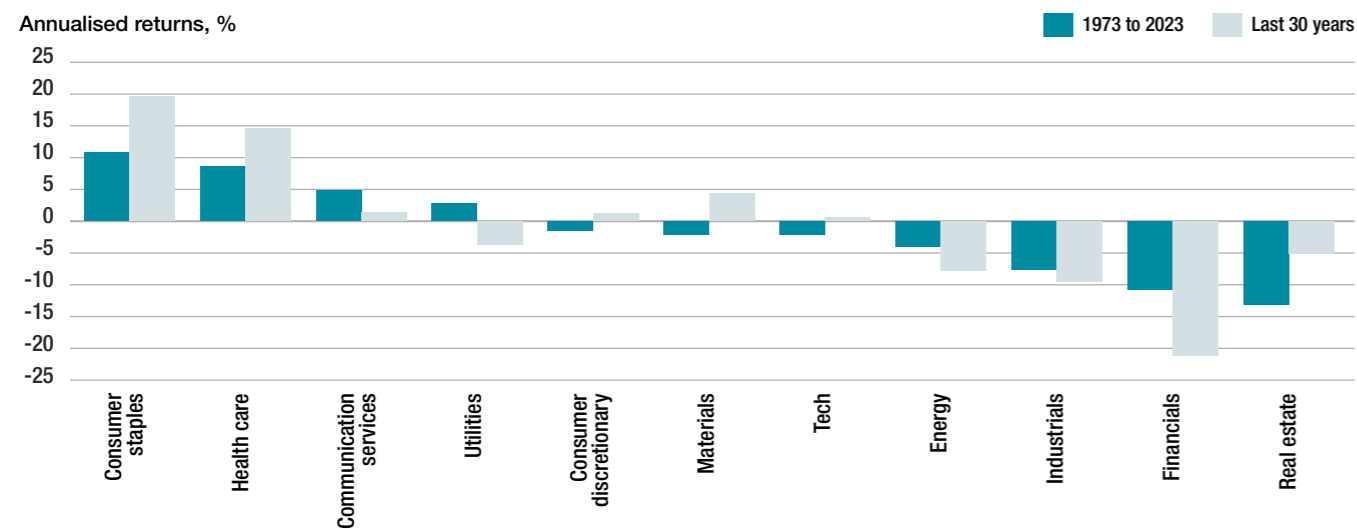
pág. 9). La recuperación de la renta variable está impulsada por la combinación de unas valoraciones baratas de las acciones y las expectativas de futuras mejoras de la actividad económica y los beneficios empresariales gracias a la relajación de la política de la Reserva Federal. Si nos limitamos a observar los pobres retornos experimentados durante las recesiones anteriores, los inversores deberían tener cuidado de no perderse la revalorización del mercado. Esto también es relevante a la hora de invertir en sectores y estilos de renta variable durante las recesiones, que se analiza a continuación.

## Referencias pasadas

Dado que la renta variable suele registrar pérdidas durante las recesiones, **los sectores más defensivos de EE.UU., como los productos de consumo básico y el sector salud, han sido los que, por término medio, han obtenido mayores rentabilidades** (gráfico 3, pág. 8). Esto se debe a que los inversores han buscado empresas que ofrezcan una rentabilidad superior y balances sólidos en épocas de tensión económica. Por el contrario, **los sectores más cíclicos del mercado, como el financiero y el industrial, han tendido a obtener los peores resultados.**

Dicho esto, **algunos de los sectores con peores resultados durante las recesiones, como el inmobiliario y el financiero, se han recuperado con fuerza hacia el final de la recesión.** Las entidades financieras, en particular los bancos, obtienen beneficios de los préstamos a un tipo superior al que pagan a los depositantes (conocido como margen de intermediación). Así pues, los ingresos netos por intereses obtenidos por los bancos aumentan a medida que suben los tipos de interés. Mientras que los recor-

GRÁFICO 3: DEFENSIVE SECTORS HAVE PROSPERED VERSUS THE BROADER MARKET AND THEIR CYCLICAL PEERS



Source: Refinitiv, Schroders Economics Group, 14 March 2023.  
 Note: Excess return performance based on the Refinitiv US sector and S&P 500 sector compared to the overall market. 607823

tes de los tipos de interés durante las recesiones socavan su rentabilidad, la relajación de la política conduce finalmente a un reajuste de la curva de rendimiento y a una mejora de sus ingresos netos por intereses. En consecuencia, observamos un repunte de los resultados de las entidades financieras hacia el final de la recesión.

**Incluso el comportamiento de algunos de los sectores cíclicos más sensibles a los tipos, como el de consumo discrecional y el tecnológico, se ha recuperado antes de que la recesión haya concluido.** Al igual que la revalorización del mercado de renta variable antes del final de la recesión, estos sectores cíclicos se han beneficiado de que el mercado descuenta una recuperación de la actividad económica y de los beneficios empresariales.

En comparación, los sectores defensivos como los servicios públicos han tendido a registrar fuertes ganancias al comienzo de la recesión, pero pérdidas hacia el final de la misma.

**Sin ignorar las pequeñas capitalizaciones**

En anteriores recesiones, las estrategias más defensivas han sido las ganadoras. Parece que los inversores han buscado refugio en valores de calidad con balances sólidos y flujos de caja estables. Al mismo tiempo, han invertido en la estrategia de volatilidad mínima, ya que estos

“Las acciones estadounidenses casi siempre han tocado fondo durante las recesiones y han repuntado con fuerza hacia el final de estas”

valores tienen un riesgo menor que el mercado en general.

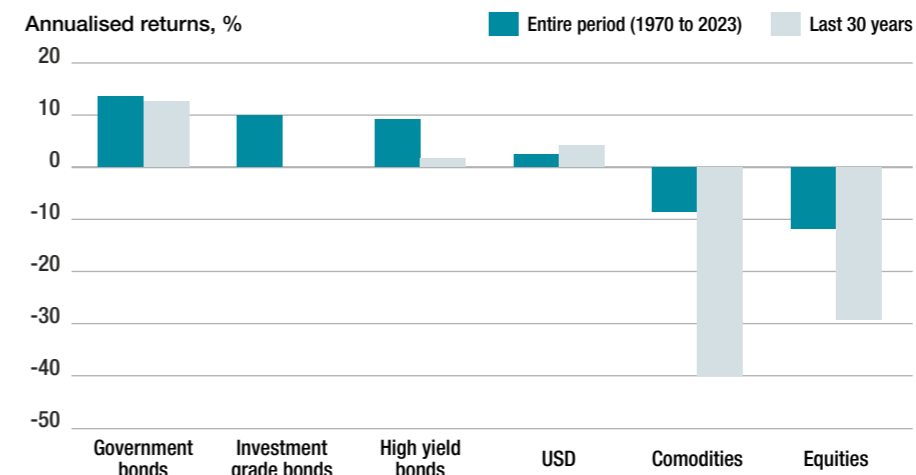
Mientras tanto, el estilo *growth* o de crecimiento ha obtenido mayores ganancias durante las recesiones en los últimos 30 años, dado el creciente predominio de los valores tecnológicos en el índice. Estas empresas tienden a generar una gran proporción de sus beneficios en el futuro, por lo que los recortes de los tipos de interés significan que sus flujos de caja futuros se descuentan a un tipo más bajo.

Por el contrario, los valores de pequeña capitalización y de estilo *value* o de valor han sido los que han obtenido peores resultados. El estilo de valor se ve afectado por la caída de los tipos de interés, ya que está positivamente correlacionado con el aumento de los rendimientos de la deuda pública. Aunque los valores de pequeña capitalización suelen generar rentabilidades negativas durante las recesiones, vuelven a cotizar con fuerza hacia el final de las mismas.

**Materias primas y recesiones**

Las materias primas suelen verse lastreadas durante las recesiones, y los sectores con peores resultados son la energía y los metales industriales, ya que son los más sensibles al crecimiento económico.

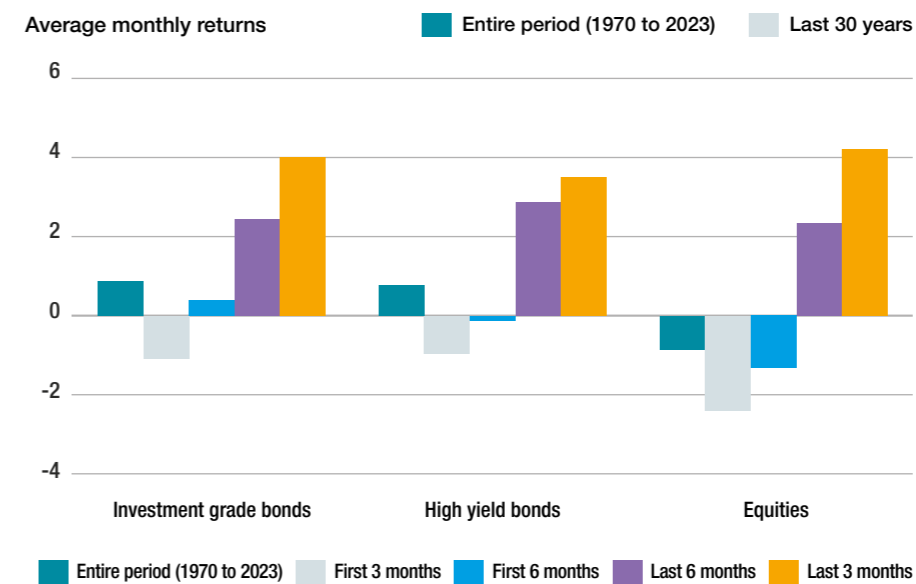
GRÁFICO 1: PAST RECESSIONS HAVE SEEN GOVERNMENT BONDS OUTPERFORM



Source: Refinitiv, Schroders Economics Group, 14 March 2023.  
 Note: Total return performance based on the US 10-year Treasury bond index, Bloomberg US corporate bond index, BofA high yield index, GSCI commodity index and S&P 500 index. The exception being USD which is the DXY price index. 607823

“Algunos de los sectores con peores resultados durante las recesiones, como el inmobiliario y el financiero, se han recuperado con fuerza hacia el final del periodo”

GRÁFICO 2: EQUITY AND CREDIT BOND RETURNS HAVE BEEN TYPICALLY HIGHER TOWARDS THE END OF RECESSIONS



Source: Refinitiv, Schroders Economics Group, 14 March 2023.  
 Note: Total return performance based on the Bloomberg US corporate bond index, BofA high yield index and S&P 500 index. For recessions less than 12 months, they are excluded from the first 6 months and last 6 months calculations. 607823

Por el contrario, el oro ha tendido a brillar durante las recesiones, ya que los inversores han recurrido a su condición de activo refugio. Al mismo tiempo, la relajación de la política monetaria y la bajada de los tipos de interés reales han apoyado normalmente los precios del oro durante las recesiones. Aunque existe un efecto de compensación con un dólar estadounidense más fuerte durante las recesiones.

Cabe destacar que estos resultados se han basado en pasadas recesiones estadounidenses y no han tenido en cuenta a China, que es el mayor consumidor mundial de materias primas. Por ejemplo, China representa la mitad del consumo mundial de cobre y es el segundo mayor consumidor de petróleo.

**El colofón al contexto**

Los bonos del Estado y, en cierta medida, el crédito han obtenido buenos resultados durante las recesiones, mientras que los precios de las materias primas y la renta variable se han visto muy afectados. Los sectores y estilos de renta variable defensivos también han salido ganando. Sin embargo, los inversores deben tener cuidado de no perderse el repunte del mercado bursátil y de determinados estilos y sectores de renta variable hacia el final de la recesión. La relajación de la política monetaria de la Reserva Federal durante las recesiones económicas acaba por aumentar las expectativas de recuperación de la economía y de los beneficios empresariales.

En general, las materias primas, especialmente los metales industriales y la energía, han obtenido malos resultados en recesiones anteriores. Pero el oro se ha beneficiado de los flujos de activos refugio. Dicho esto, esta lección de la historia no tiene en cuenta el impacto de China. Así pues, el manual de instrucciones de la recesión para las materias primas podría ser diferente esta vez.

Aunque no hay garantías sobre el momento en que ocurrirá la recesión, esto probablemente sienta las bases para que los inversores naturalmente busquen primero activos defensivos a la hora de invertir en los primeros meses de la recesión. Pero no deberían ignorar las oportunidades que surgen a medida que el mercado se revaloriza y se prepara para pasar a la siguiente fase del ciclo. 6

# “Hay que navegar por el ciclo de la exageración en la tecnología”



**Alison Porter**

GLOBAL TECHNOLOGY  
LEADERS DE JANUS  
HENDERSON INVESTORS

Alison Porter, gestora de carteras del equipo de Global Technology Leaders de Janus Henderson Investors, describe dónde se encuentran las importantes disrupciones en el ámbito de la tecnología en un entorno de mercado que se ha vuelto altamente complicado por las subidas acumuladas y los riesgos macroeconómicos que siguen cocinándose a fuego muy lento. Encontrar valor parece que cada vez es mucho más difícil por parte de los gestores, pero siempre existe un resquicio.

**TEXTO** Héctor Chamizo

La tecnología estuvo en el máximo nivel de tensionamiento a lo largo del 2022. Los tambores de que iba a llegar una recesión económica inminente y la subida de los tipos de interés ocasionó que el sector en los mercados de renta variable sufriera un descenso superior al 30%.

El encarecimiento del precio del dinero repercute de manera negativa sobre industrias ligadas al mayor crecimiento, como es el caso de la tecnología. Sin embargo, la crisis económica no terminó por cuajar durante el transcurso del ejercicio y el ciclo económico se ha estirado cada vez más como una goma extremadamente elástica.

La renta variable mundial subió un 13% hasta cerrar agosto, impulsada por el sector tecnológico (con una revalorización del 37%), que aportó el 50% del rendimiento del índice global MSCI World.

En Estados Unidos, las empresas de gran capitalización representaron la mayor parte del rendimiento: 7 valores del S&P 500 (Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Tesla, Nvidia y Google) contribuyeron en un 77% al rendimiento del índice. El rendimiento de la renta variable se logró en un contexto de ralentización del crecimiento económico mundial, que pasó del aumento del 3,4% en 2022 al 2,6%, frente a una media histórica del 3,8% entre 2000 y 2019.

No obstante, el crecimiento mundial se ha revisado al alza en 0,5 puntos, tras la contribución del PIB estadounidense, apuntalado por un sólido mercado laboral. Eso sí, el crecimiento de los beneficios

“

**“Seguimos observando una fuerte inversión en innovación en el sector que impulsará continuas ganancias de cuota y un crecimiento superior de los beneficios”**

en el índice MSCI World ha bajado un 2,1% este año. Su evolución se explica exclusivamente por el aumento de su múltiplo de beneficios: el PER del 2023 ha pasado de 14 veces a principios de año a más de 16,5 veces en la actualidad.

Este aumento del múltiplo está vinculado exclusivamente a los grandes valores tecnológicos, cuyo PER ha subido 6 puntos. Los resultados del segundo trimestre de Nvidia y sus previsiones mostraron la aceleración de la demanda de chips utilizados en IA.

Por tanto, la Inteligencia Artificial ha sido, sin duda, la razón de la subida de los múltiplos de beneficios en los últimos meses y se perfila como el motor de crecimiento del sector tecnológico en los próximos años. Por otra parte, su impacto en el crecimiento y la rentabilidad (con la excepción de Nvidia) podría seguir siendo limitado en 2023, pero será una fuente de crecimiento para muchos actores a partir de entonces.

Bajo este contexto tan peculiar, teniendo en cuenta que los indicadores adelantados han seguido profundizando en el adelantamiento de la recesión a futuro, la cuestión es si dentro del espacio de la tecnología, y tras la fulgurante recuperación de las compañías de gran capitalización en bolsa a lo largo del 2023, existen verdaderas oportunidades desde el punto de vista de la inversión.

Alison Porter, gestora de carteras del equipo de Global Technology Leaders de Janus Henderson Investors, cargo que ejerce desde su incorporación a Henderson en 2014, proporciona su visión, teniendo en cuenta el momento histórico en el que nos encontramos: con una fuerte subida de los tipos de interés para combatir una inflación sumamente elevada.

La experta, analiza su punto de vista con respecto a la actualidad y cuáles son las principales alternativas, pensando en el futuro, para construir cartera dentro de este espacio. Si bien hay riesgos actuales, el fondo puede ser interesante, en su opinión, si el planteamiento se enfoca con las luces de largo alcance activadas. Es decir, en el largo plazo.

### Dada la actual coyuntura económica, ¿cómo valora el panorama general de la inversión en tecnología?

El aumento del coste del capital y la aceleración del ritmo de innovación hacen que la disciplina de valoración sea aún más importante. Unos tipos de interés más altos y una mayor disrupción significa que las empresas que no sean rentables tendrán cada vez más dificultades para seguir financiándose. El ritmo acelerado de disrupción de esta nueva ola informática también significa que adoptar una visión a largo plazo sobre la rentabilidad en un plazo de 10 años o más es más difícil.

### ¿Ve saneado al sector tecnológico, pese a su comportamiento en los mercados?

Aunque el legado de la era del 'dinero gratis' de 2020 significa que todavía hay una elevada proporción de empresas tecnológicas que siguen sin ser rentables, merece la pena señalar que, en general, el sector tecnológico tiene el balance y el flujo de caja más sólidos del mercado de renta variable. Seguimos observando una fuerte inversión en innovación en el sector que impulsará continuas ganancias de cuota y un crecimiento superior de los beneficios.

### ¿Cómo ve la llegada de la Inteligencia Artificial dentro de este puzzle del mañana y lo que será el entorno de la inversión?

La tecnología es en esencia la ciencia de resolver problemas y el mundo se enfrenta a muchos retos. La llegada de la IA está acelerando la potencia de cálculo y el ritmo al que la tecnología puede transformar todos los aspectos de nuestras vidas. Las soluciones tecnológicas para la sanidad y el transporte, las transformaciones digitales para impulsar el aumento de la productividad y reducir la presión inflacionista al tiempo que se mejora la seguridad de los datos, hasta las energías renovables y los vehículos eléctricos para la seguridad energética y la gestión del cambio climático seguirán generando una gran cantidad de inversiones.

“

**“La llegada de la IA está acelerando la potencia de cálculo y el ritmo al que la tecnología puede transformar todos los aspectos de nuestras vidas”**



### ¿Qué tendencias tecnológicas considera más prometedoras en estos momentos?

La Inteligencia Artificial es la cuarta ola de la informática. Cada ola ha creado más dispositivos, desde los *mainframe* a los PC y el Internet móvil, y estamos avanzando hacia un entorno en el que no sólo las personas, sino también las cosas, están conectadas y son inteligentes. Chat GPT y el chip Nvidia H100 fueron el momento iPhone de esta cuarta ola. Consideramos que se trata de una tecnología fundamental que afectará a todos los niveles de la tecnología, desde el silicio hasta los centros de datos, las redes, el almacenamiento, la conectividad y los dispositivos que utilizamos para interactuar. Chat GPT y el chip Hopper de Nvidia fueron los catalizadores de la computación acelerada y los nuevos casos de uso, pero como en todas las olas, se necesitará tiempo para ver un conjunto más amplio de ganadores.

### Es interesante ver cómo estas tendencias están creciendo y de qué forma la IA Generativa puede cambiar todo tal y como lo conocemos en la actualidad...

En esencia, la Inteligencia Artificial Generativa permite acelerar la computación y que el software se escriba a sí mismo. El cambio a lo que se conoce como IA general, la inteligencia humana, aún está lejos, pero hemos dado pasos significativos en esa dirección. La Inteligencia Artificial Generativa permitirá a la tecnología participar más en sectores como el transporte, la sanidad, el comercio minorista y el transporte de mercancías.

### ¿Qué repercusión tiene todo esto?

Permitirá acelerar el desarrollo de software y los ciclos de los productos y mejorar la productividad. Aunque posee un enorme potencial, en la actualidad hay pocos ganadores netos. Como ha ocurrido en anteriores oleadas informáticas, los semiconductores y el silicio tienden a beneficiarse en primer lugar, seguidos de la infraestructura, mientras que el software y las nuevas aplicaciones de servicios suelen tardar años en aparecer.

“

**“Como ha ocurrido en anteriores oleadas informáticas, los semiconductores y el silicio tienden a beneficiarse en primer lugar, seguidos de la infraestructura, mientras que el software y las nuevas aplicaciones de servicios suelen tardar años en aparecer”**

### ¿Y dentro de oportunidades ligadas a este espacio? ¿Qué estáis observando en el contexto actual pensando en el futuro?

Seguimos buscando empresas y modelos de negocio que presenten una auténtica ventaja competitiva y reconocemos, como siempre, la necesidad de navegar por el ciclo de la exageración.

### ¿Qué factores normativos o geopolíticos considera importantes en el sector tecnológico y cómo los aborda en sus inversiones?

La pandemia aceleró la transformación digital. El año 2020 fue una anomalía, ya que fue un año de dinero gratis y vimos cierta irracionalidad en las valoraciones. La pandemia puso de relieve lo complejas que se habían vuelto las cadenas de suministro mundiales y las tensiones geopolíticas también han puesto de relieve los problemas de seguridad energética y de los datos.

### ¿Y cuál ha sido la consecuencia?

La consecuencia ha sido la aplicación en todo el mundo de políticas para aumentar la autosuficiencia nacional desde el punto de vista tecnológico y energético: la desglobalización en la práctica. Los proyectos de transformación verde tienden a centrarse en el gasto en tecnología también como las renovables, los vehículos eléctricos tienen mucho más contenido de silicio, conectores, cables y software para la producción, transmisión, almacenamiento y utilización de la energía.

### Además, el contexto político y geopolítico influye mucho en todo esto.

Desde la ley de reducción de la inflación hasta la ley de *chips* (Europa, Estados Unidos), pasando por la inversión en Taiwán y el gran fondo chino, estamos asistiendo a un impulso para desarrollar centros nacionales de fabricación de tecnología. Esta asociación de inversión privada y pública está creando oportunidades en tecnología y reorientando a los inversores hacia aquellas empresas que pueden fabricar a escala mundial.

“

**“No diferenciamos a las empresas en función de su tamaño: Alphabet, Microsoft y Apple llevan más de dos décadas innovando y liderando”**



### ¿Cuál es su opinión sobre el crecimiento de la nube y su impacto en el sector tecnológico?

La tercera oleada de computación –la era de la nube móvil– supuso una transformación a la hora de acelerar la innovación, ya que las *startups* y demás empresas no necesitaban comprar equipos ni escalar para llegar al máximo, simplemente podían alquilar lo que necesitaban. La cuarta ola de computación para la IA se centrará de forma similar en la capacidad de los grandes proveedores de nubes públicas que proporcionan acceso a la potencia de computación de vanguardia.

### ¿Qué papel desempeñan las grandes empresas tecnológicas en la innovación y el crecimiento del sector?

No diferenciamos a las empresas en función de su tamaño. Alphabet, Microsoft y Apple llevan más de dos décadas innovando y liderando, mientras que hay otros antiguos líderes que tienen flujos de caja atractivos pero decrecientes.

### Siga por ese hilo, me interesa lo que tiene que decir al respecto.

Debido a la escala de la inversión necesaria para llevar a cabo grandes cambios tecnológicos, las grandes empresas siempre han desempeñado un papel crucial en el desarrollo del ecosistema tecnológico, por ejemplo, ampliando la infraestructura de la nube pública y el software de código abierto para que las empresas más pequeñas innoven y obtengan un acceso más rápido a los clientes. Se trata de un entorno fértil para que los buscadores de valores activos se diferencien y se comprometan de forma proactiva para garantizar que innovan de forma responsable.

### ¿Cómo enfoca la diversificación de su cartera tecnológica, teniendo en cuenta las distintas áreas del sector?

Somos inversores de alta convicción, por lo que invertimos de forma muy selectiva en aquellas empresas que consideramos que tienen ventajas competitivas atractivas, un liderazgo y una visión sólidos y valoraciones atractivas. Intentamos navegar por el ciclo del *hype* para nuestros inversores, evitando las empresas en declive secular y las que tienen valoraciones ridículas o son perennemente poco rentables.

### ¿Qué indicadores clave siguen de cerca para tomar decisiones de inversión en tecnología?

El análisis fundamental ascendente, que se centra en la disciplina de valoración y las perspectivas ESG sobre el liderazgo de la empresa, combinado con una visión de los temas para la generación de ideas y una conciencia del coste del capital. **G**

# El papel de las cuatro Ds en la inflación



**Sebastián Velasco**  
Director general para España y Portugal de Fidelity International

**D**esde 2021 hemos asistido a la consolidación de un cambio de régimen dentro de un entorno macroeconómico mundial salpicado por numerosas conmociones, como la pandemia y la guerra en Ucrania. Aunque éstas han influido en el aumento de la inflación, su origen último se debe a un cambio estructural sostenido por varias tendencias de amplio recorrido que probablemente la mantengan en niveles elevados durante muchos años. Estas tendencias son las *cuatro Ds*.

- **La primera de estas cuatro Ds** es la deuda acumulada a escala mundial antes y durante la pandemia, con el incentivo que el aumento de los precios supone para unas autoridades que pueden usarlo para depreciar una parte de dicha deuda. La sostenibilidad de la deuda se ha convertido, así, en un objetivo implícito de la política monetaria, de forma que los bancos centrales probablemente utilizarán la inflación como herramienta para desinflar unos volúmenes de deuda acumulada que, de otro modo, serían inmanejables. Las únicas limitaciones prácticas son consideraciones políticas como el descontento de la población por los efectos adversos de la inflación.

- **La segunda D** es la desglobalización de la actividad económica por la necesidad de los mercados desarrollados de reducir su dependencia de terceros. Este factor, sumado al creciente rechazo de la población hacia la globalización, probablemente impulse la repatriación de la actividad económica y un descenso en la intensidad del comercio. El Brexit y la elección del presidente Trump son claros ejemplos de esto.

- **La tercera D** es la descarbonización y el aumento de las presiones inflacionistas que traerá esta transición. La neutralidad en emisiones de carbono solo se conseguirá si se ponen en marcha políticas inflacionistas, como aumentos considerables y permanentes en los precios del carbono. Para dar contexto, la Network for Greening the Financial System (NGFS) estima que la trayectoria de los precios del carbono tendría que ser muy pronunciada para conseguir las cero emisiones netas en 2050; así, el precio medio internacional del carbono de alrededor de 3 dólares por tonelada en la actualidad subirá hasta 150-200 dólares a mediados de esta década y no parará hasta los 700-800 dólares en 2050.

Creemos que esta actividad de descarbonización es necesaria, ya que los costes socioeconómicos de una transición climática desordenada podrían ser mucho más cuantiosos. A medida que aumente la frecuencia e intensidad de los sucesos meteorológicos extremos como los vividos en los últimos años, incluido este verano de 2023 en geografías tan alejadas como las de Canadá, Grecia, China o Hawaii, esperamos que se redoble la presión social y política para acelerar la agenda contra el cambio climático.

- **La cuarta y última D** son las tendencias demográficas, y en concreto dos. En primer lugar, la contracción de la población de las grandes economías del mundo y, en segundo, el aumento de las tasas de dependencia por el envejecimiento. La oleada de jubilaciones en la generación del Baby Boom en China y EE.UU. sostendrán el aumento del salario real y una inflación estructuralmente más elevada durante los próximos 10 a 20 años. Sin embargo, en la segunda mitad del siglo cabe esperar que adquiera mayor relevancia el impacto desinflacionista derivado de la ralentización y envejecimiento de las poblaciones por las menores tasas de crecimiento tendencial.

Tras analizar las *cuatro Ds*, vemos la posibilidad de que occidente pueda estar adentrándose en un periodo prolongado de inflación media más alta, tal vez entre el 3% y el 4% durante los próximos diez años. Aunque esto puede parecer chocante, si efectuamos un análisis empírico de la inflación a cien años desde el comienzo de la crisis financiera mundial, la mediana de la inflación histórica habría superado el 3%. La anomalía es, en realidad, la era desinflacionista de la década de 2010. **■**



# Las percepciones erróneas podrían ocultar una atractiva oportunidad en China



TEXTO Álvaro Antón\*  
COUNTRY HEAD DE ABRDN PARA IBERIA

Los temores y las percepciones erróneas están alimentando una falsa narrativa sobre China que amenaza con ocultar la mejor oportunidad de invertir en el mercado de acciones A del país que los inversores han tenido en décadas.

**L**os expertos han expresado su decepción por la lentitud de la recuperación china tras la crisis y la falta de estímulos radicales, lo que se suma a la preocupación por la debilidad del endeudado sector inmobiliario y la volatilidad geopolítica. Muchos temen ahora que no se alcance el objetivo de crecimiento del PIB del 5%.

Todos estos factores confluyen para dar lugar a un relato negativo sobre China que ha hecho añicos la confianza del mercado. Las valoraciones se han hundido hasta mínimos históricos y, sin embargo, el potencial de beneficios de las empresas sigue intacto.

Lo que se echa en falta en los comentarios es una valoración de los objetivos políticos a largo plazo del Gobierno y el reconocimiento de los factores que impulsan la volatilidad del mercado.

El objetivo de crecimiento actual de China es menos importante que antes, ya que las autoridades invierten en industrias de alta tecnología para reforzar el crecimiento y mitigar la amenaza que suponen las sanciones actuales y futuras de Estados Unidos.

Sin embargo, si como creemos el crecimiento a largo plazo de China se mantiene intacto, estamos ante una oportunidad única para comprar valores chinos de calidad con buenas perspectivas de beneficios a precios ventajosos. Tenemos buenas razones para creer que el crecimiento de China no se hundirá. La espiral de ahorro de los hogares chinos ofrece un potencial alcista al que el mercado parece haber ignorado.

De hecho, estamos comenzando a ver cómo las empresas aprovechan las bajas valoraciones para volver a comprar sus propias acciones. Este podría ser un primer paso para reactivar las cotizaciones y revitalizar la confianza de los inversores.

Para nosotros, este es el momento oportuno para que los inversores hagan caso a las cifras, no al movimiento de la multitud.

## Cuestión de confianza

Tras el brusco abandono por parte de China de las normas de cero-Covid a finales del 2022, los hogares abrazaron inicialmente su libertad. Las ventas al por menor aumentaron casi un 16% entre noviembre de 2022 y febrero de este año.

Pero, una vez desvanecida la euforia inicial, han vuelto a patrones de gasto más conservadores. Y lo que es más importante, hay que recordar que las ayudas que repartieron las autoridades chinas no son parecidas a las que tanto impulso dieron a los mercados desarrollados. Los hogares chinos todavía conservan el polvorín de ahorros sin explotar que habían acumulado durante los cierres, y que equivalen aproximadamente al 4% del PIB.

Además, estamos asistiendo a un ciclo de reducción de existencias en la industria, conforme las empresas agotan sus inventarios. Cuando termine ese ciclo, necesitarán invertir y contratar de nuevo. Esto debería estimular el crecimiento de los salarios y la creación de empleo en los próximos seis meses, dando mayor confianza a los hogares.

**“Estamos ante una oportunidad única para comprar valores chinos de calidad con buenas perspectivas de beneficios a precios ventajosos”**

\* Álvaro Antón Luna es Country Head de abrdn para España, Portugal y Andorra, entidad en la que inició su carrera en 2001, cuando todavía era Aberdeen Asset Management.

**Ausencia de un big bang**

La falta de un estímulo de gran alcance ha sido uno de los temas más discutidos por los expertos, y coincidimos en que la respuesta política ha sido decepcionante hasta la fecha. La debilidad de los datos de julio impulsó al menos una relajación adicional de la política monetaria en agosto. Esto debería contribuir a relajar las condiciones financieras a su debido tiempo.

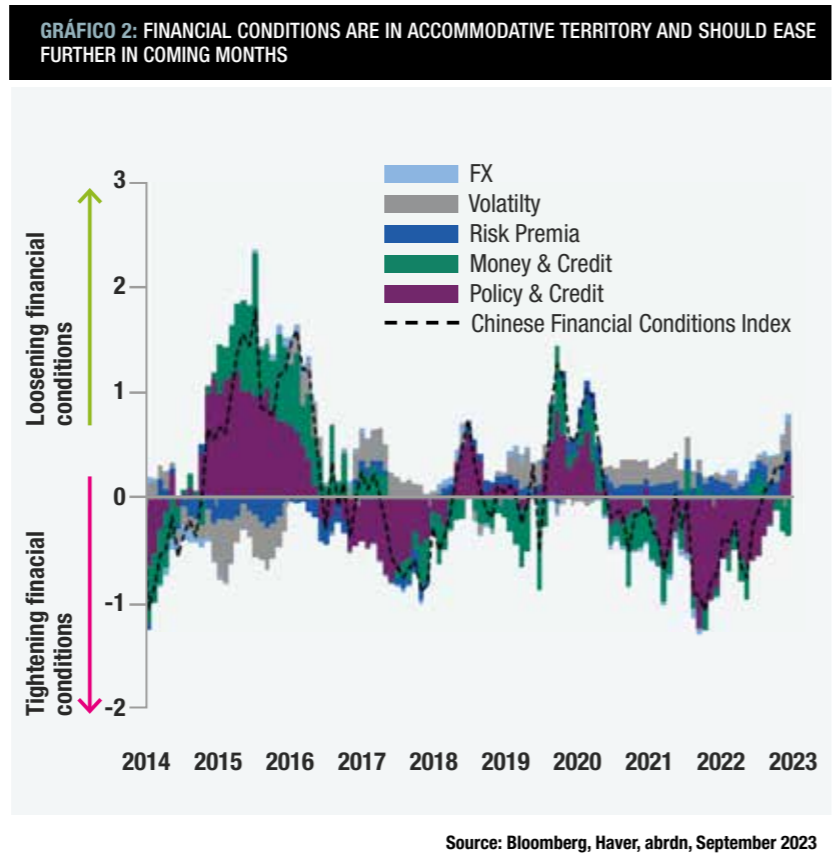
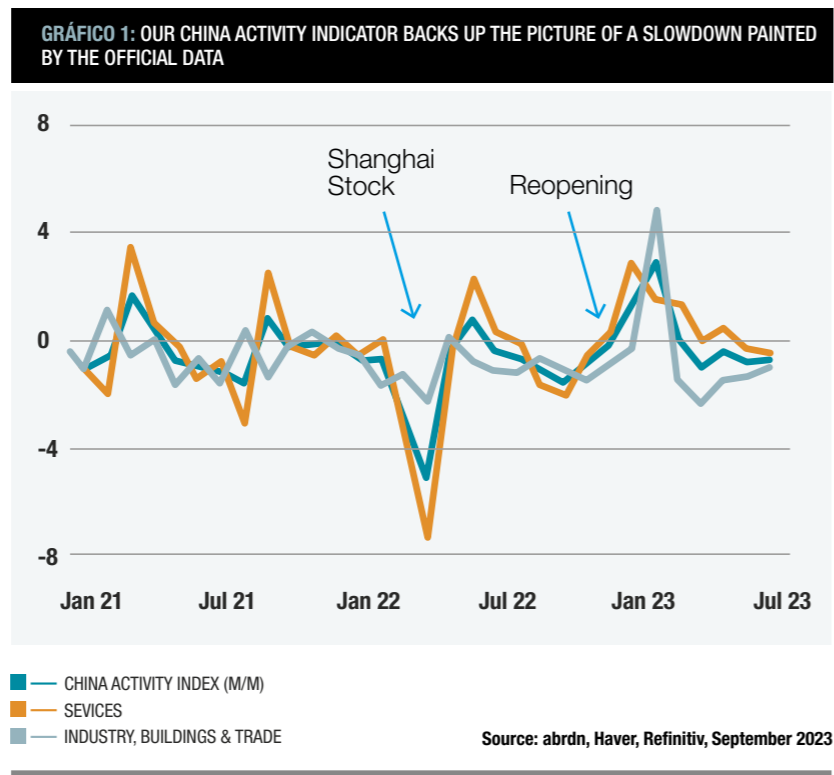
Además, se está presionando a los bancos para que bajen los tipos hipotecarios, y la reducción de los tipos de depósito por parte de los principales bancos. También se está impulsando a los hogares a gastar, al tiempo que ayuda a proteger los márgenes de interés neto de las entidades. Todo ello se suma a las medidas de apoyo al mercado inmobiliario chino.

El Banco Popular de China también ha recortado el coeficiente de reservas obligatorias de divisas en dos puntos porcentuales, hasta el 4%, con lo que sigue mostrándose contrario a la depreciación del renminbi.

**“Tenemos buenas razones para creer que el crecimiento de China no se hundirá. La espiral de ahorro de los hogares chinos ofrece un potencial alcista al que el mercado parece haber ignorado”**

En nuestro caso nos planteamos el riesgo ante la posibilidad de que los mercados estén siendo demasiado despectivos con la respuesta política de China. Consideramos que las autoridades van a adoptar una postura más flexible y aumentar el gasto fiscal, aprovechando al máximo la emisión de bonos de los gobiernos locales para impulsar la inversión en áreas como las infraestructuras.

La falsa idea generalizada entre los inversores es que deben esperar a un estímulo a gran escala y que las cotizaciones bursátiles no pueden recuperarse sin él. El estímulo proporciona un amplio apoyo al mercado. Lo que resulta mucho más importante para los inversores es la visibilidad de los beneficios de las empresas.



Actualmente, esta perspectiva de los beneficios es más valiosa que nunca, ya que las autoridades pretenden alimentar a los "pequeños gigantes", transformando las pequeñas empresas en líderes del sector para estimular la innovación y ayudar a China a competir con Estados Unidos.

En efecto, prevemos una fuerte demanda de los fabricantes de componentes para vehículos eléctricos, donde observamos un gran potencial de crecimiento de los beneficios. En particular, nuestras participaciones "verdes" cotizan con un descuento del 49% respecto a su media de tres años, lo que pone de manifiesto su gran potencial.

**Riesgos patrimoniales**

Además, la preocupación de los inversores se centra en los riesgos derivados de la deuda del sector inmobiliario, que representa alrededor de una cuarta parte de la actividad económica china.

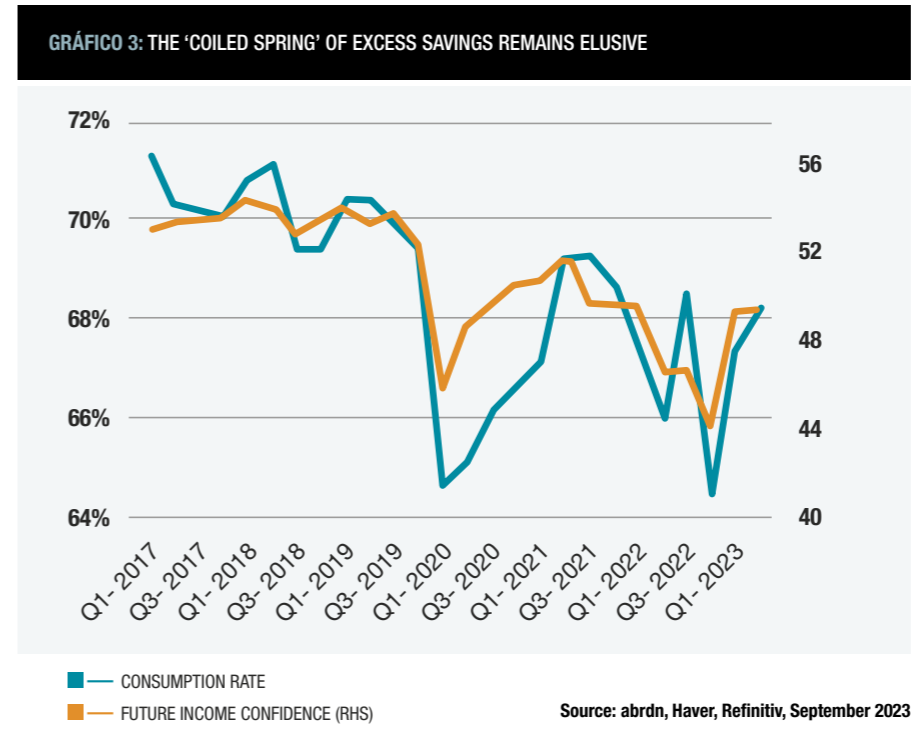
Los promotores endeudados han tenido dificultades para completar sus proyectos mientras se adaptan a las nuevas realidades normativas. Los impagos de empresas de renombre como Evergrande y los problemas de Country Garden han mermado la confianza de los mercados bursátiles. Sin

**“Para nosotros, este es el momento oportuno para que los inversores hagan caso a las cifras, no al movimiento de la multitud”**

embargo, el sector inmobiliario sólo representa el 1,8% del MSCI China A Index y el 2,6% del MSCI All China Index[.

Podemos esperar más impagos y reestructuraciones a medida que el saneamiento y la consolidación del sector sigan su curso. Pero también prevemos más políticas para garantizar que esto no se convierta en el "momento Lehman Brothers" de China.

Recordemos que el sector bancario estatal sigue siendo una poderosa herramienta que las autoridades pueden utilizar para combatir el riesgo inmobiliario y que no se propague por el sistema financiero. [9]



**DESENMASCARANDO LA OPORTUNIDAD**

La infravaloración de los objetivos políticos a largo plazo de China está contribuyendo a una falsa narrativa y creando una espiral negativa que se autopropaga en términos de sentimiento del mercado.

Las autoridades podrían impulsar el crecimiento inmediatamente, pero eso podría generar riesgos que más adelante podrían resultar costosos para el crecimiento en forma de una crisis financiera o inmobiliaria que condujera a una recesión y a un lastre prolongado para la economía. Creemos que es mejor afrontar la situación ahora. Reducir el riesgo inmobiliario en este momento tiene un coste en términos de crecimiento más lento, pero probablemente evite un precio mayor en el futuro.



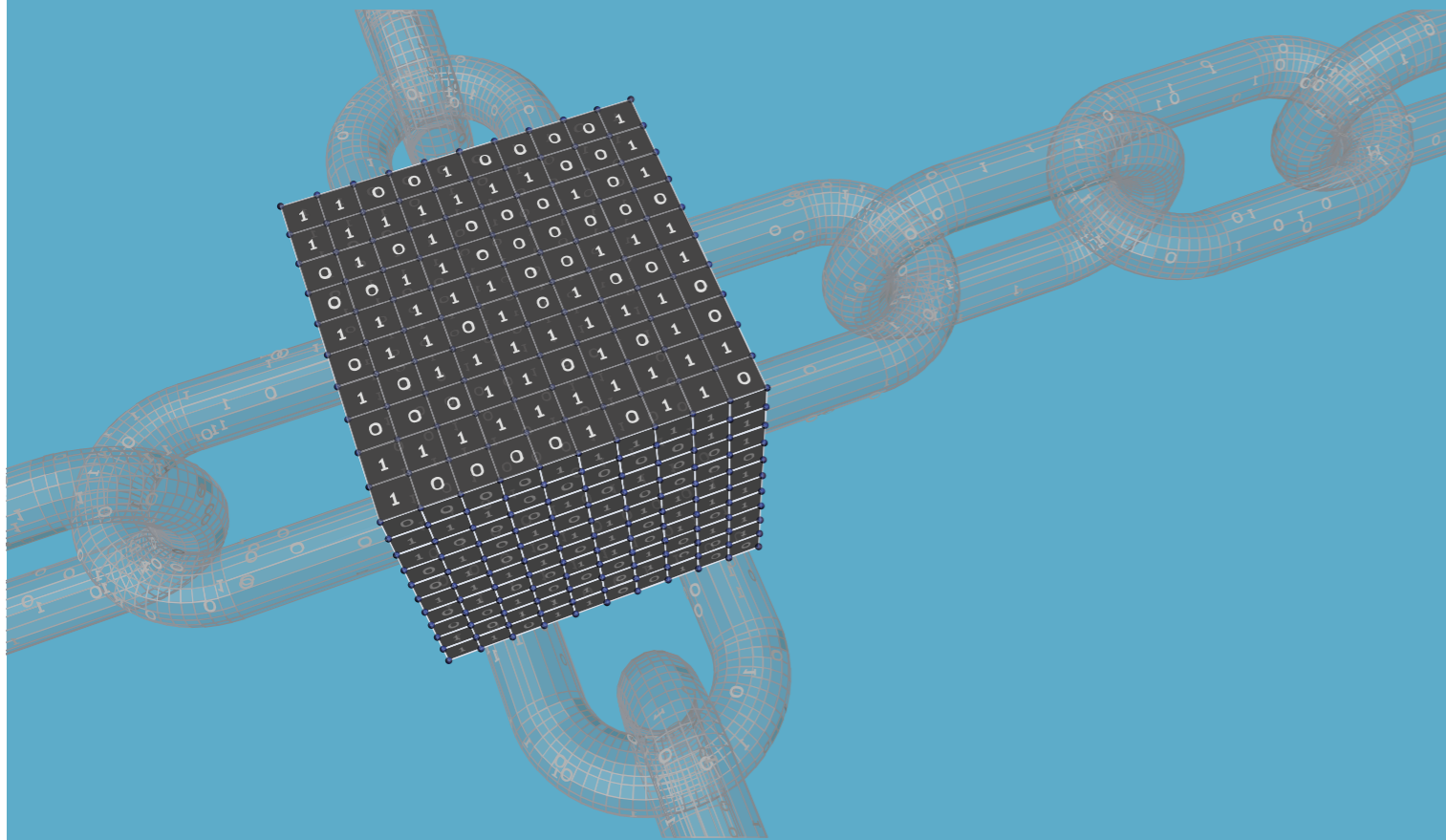
En nuestra opinión, los efectos acumulados de los estímulos a pequeña escala, la reducción de existencias y las recompras pueden contribuir a sostener el crecimiento y restablecer la confianza del mercado en el segundo semestre de este año.

Lo que podemos afirmar es que el mercado bursátil chino cotiza a precios bajos frente a su media histórica, frente Estados Unidos y a otros mercados emergentes. Los nombres de calidad han sido golpeados. Pero la recuperación, tal como esperamos, hará que los inversores vuelvan rápidamente a los fundamentales.

Esto representa la mayor oportunidad en décadas para invertir en acciones A de calidad con buenas perspectivas de beneficios. Los inversores solo tienen que ver más allá de la narrativa negativa actual.

# EL IMPACTO DE LA TOKENIZACIÓN ECONÓMICA

## La Nueva Economía Blockchain



Según el Foro Económico Mundial (2015), para el 2027 el 10% del Producto Interno Bruto global estará almacenado en *blockchain*, lo que se debe principalmente a las aplicaciones que tiene esta tecnología y al uso de las monedas virtuales que surgieron desde 2009. Y Gartner Inc. La firma multinacional de servicios de consultoría e investigación sobre TIC predijo que el valor comercial agregado que generaría *blockchain* alcanzaría los 176.000 millones de dólares en 2025 y llegaría a los 3,1 billones en 2030.

TEXTO ISMAEL SANTIAGO\*  
DOCTOR EN FINANZAS POR LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

**B**lockchain es una especie de libro o registro digital de datos o transacciones agrupadas en bloques de información encriptada y que es distribuida en una red de usuarios descentralizada, permitiendo la creación de un registro público, veraz y seguro. En lugar de tener una base de datos centralizada, *blockchain* emplea una red descentralizada de nodos para almacenar y verificar la información, a prueba de manipulaciones y falsificaciones gracias a su tecnología criptográfica. Cada bloque de datos en la cadena está enlazado criptográficamente al bloque anterior, lo que crea una cadena de bloques con un orden cronológico e inmutable.

Para PWC (2020), en 2030, *blockchain* tiene el potencial de impulsar el producto interior bruto mundial en 1,76 billones de dólares, siendo en 2025 donde se producirá un punto de inflexión, con el comienzo de la adopción masiva de la cadena de blo-

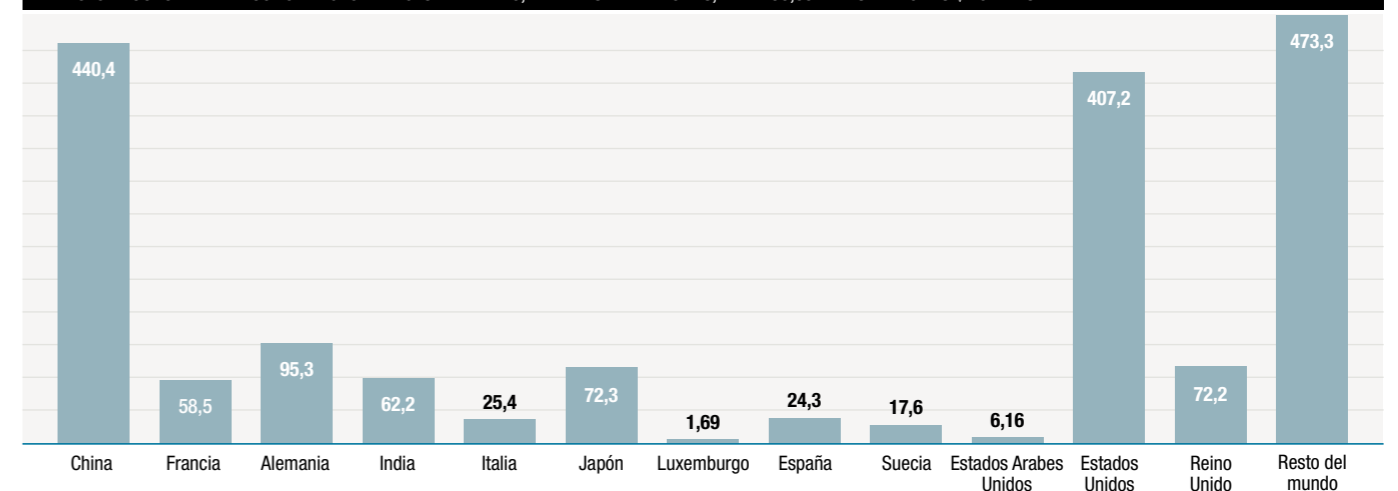
procesos, permitiendo una ejecución más rápida y eficiente de las transacciones gracias a la naturaleza descentralizada de su tecnología y a la eliminación de intermediarios.

También, *blockchain* aporta una mayor seguridad y transparencia a las operaciones financieras en línea, asegurando que toda la información esté protegida y no pueda ser alterada o falsificada. Además, la naturaleza descentralizada de *blockchain* también reduce el riesgo de ciberataques.

Respecto a cómo las entidades financieras aprovechan la tecnología de cadena de bloques, destacamos sus aplicaciones en transferencias internacionales, pagos inteligentes y para la tokenización de activos.

Las transferencias internacionales han sido tradicionalmente complejas y costosas debido a la necesaria de coordinación entre múltiples instituciones financieras. Sin embargo, con la tecnología *blockchain*, es

IMPACTO BLOCKCHAIN EN ECONOMÍA GLOBAL 2023 Y REPARTO, EN MILES DE MILLONES, DE 1.756,55 MILES MILLONES \$ TOTALES



Fuente: PWC (2020). Time for trust, report.

posible asegurar y agilizar estos procesos, disminuyendo costes e incrementando la transparencia. Un ejemplo sería la plataforma One Pay FX del banco Santander.

Actualmente, *blockchain* se ha convertido en una de las innovaciones más disruptivas de los últimos tiempos y su impacto en el sector financiero es innegable. La digitalización de la banca mediante *blockchain* no solo implica la introducción de criptoactivos, sino también la automatización de

posible asegurar y agilizar estos procesos, disminuyendo costes e incrementando la transparencia. Un ejemplo sería la plataforma One Pay FX del banco Santander.

La *blockchain* también facilita la automatización en las transacciones financieras, así como la creación de contratos inteligentes. Esto se apoya en una infraestructura descentralizada que garantiza la fiabilidad y ejecución de dichos contratos.

\* ISMAEL SANTIAGO. Profesor e investigador de Finanzas en Universidad de Sevilla. Coordinador de proyectos de I+D+i en tokenización y blockchain. Autor de los libros: "La Nueva Economía Blockchain"; "Introducción al Blockchain y Criptomonedas" y "NFT y Metaverso. La Economía Intangible".

La adopción de la blockchain por parte de los bancos abre nuevas oportunidades para ampliar su gama de productos y servicios. Entidades financieras como BBVA y Banco Santander han emitido bonos a través de la *blockchain*. Otro de los beneficios clave que ofrece esta tecnología es la capacidad de tokenizar activos, donde activos físicos como bienes raíces, acciones o incluso obras de arte, se pueden representar como tokens digitales en una *blockchain*.

Diversas instituciones financieras han reconocido el potencial de la tokenización de activos en *blockchain*. SWIFT se está preparando para la tokenización, permitiendo el movimiento fluido de las monedas digitales emitidas por los bancos centrales (CBDC) y los activos tokenizados en la infraestructura financiera existente.

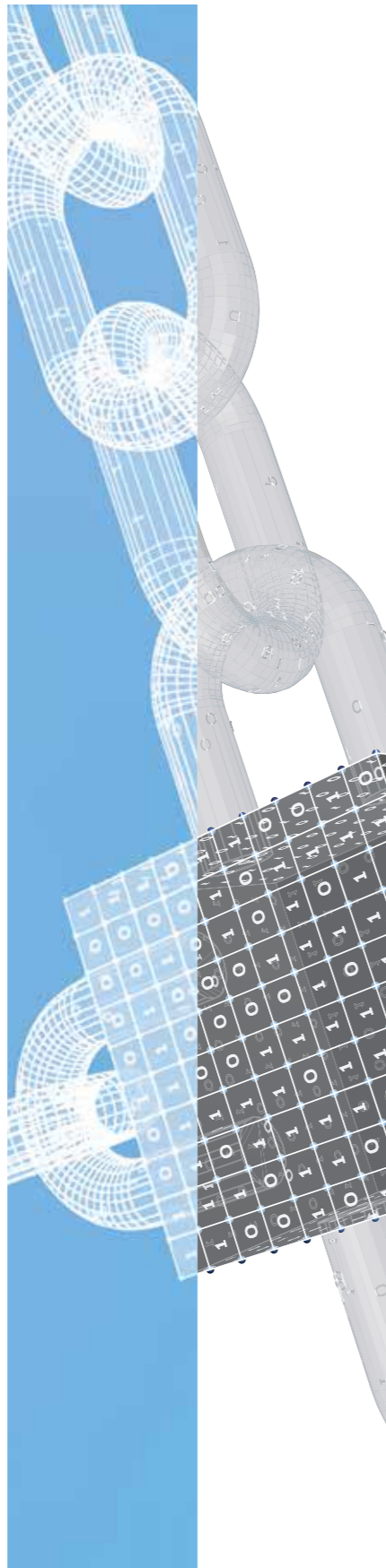
A continuación, hablaremos con mayor profundidad sobre el proceso de tokenización económica que está suponiendo una verdadera Nueva Economía *Blockchain*.

## Swift está preparado para la tokenización, permitiendo el movimiento fluido de las CBDC

Tokenizar un objeto en *blockchain* significa tomar cada una de sus propiedades y transformarlas en datos que lo representen de forma única e inmutable, convirtiendo los derechos de propiedad de un activo en un token digital que se almacena en una cadena de bloques.

Uno de los desarrollos más innovadores en este campo es la tokenización de activos del mundo real (RWA). Un concepto que promete cambiar la manera en que se invierte, comercializa y se accede a los activos tradicionales.

La tokenización de activos del mundo real es el proceso de conversión de activos físicos o tangibles, como oro, obras de arte, terrenos, inmuebles y otras materias primas, en tokens digitales, los cuales son representaciones criptográficas verificables y únicas en una *blockchain*, que les proporciona características como liquidez, divisibilidad, transferibilidad y la capacidad de negociación en mercados digitales.



### Beneficios de la tokenización

A continuación, analizaremos los beneficios más destacados que encontramos en la tokenización de activos del mundo real:

- Facilita el proceso de verificación de la titularidad del activo permitiendo una prueba de propiedad más confiable y sólida.
- Aumenta la eficiencia y elimina la necesidad de intermediarios en las transacciones, lo que reduce significativamente los costes asociados a la inversión y al comercio de activos.
- Permite una mayor trazabilidad y transparencia en la propiedad y transferencia de activos, reduciéndose significativamente las posibilidades de manipulación o fraude.
- Facilita el acceso a la liquidez a activos que históricamente han sido difíciles de convertir en efectivo rápidamente. Con la tokenización, los activos ilíquidos, como bienes raíces, obras de arte o infraestructuras, pueden fraccionarse en tokens, lo que permite que un mayor número de inversores participe en su adquisición.

### El proceso integral de la tokenización

Por otra parte, el proceso integral de tokenización de activos en *blockchain* abarca cinco pasos clave:

- Armar el ecosistema: Los proveedores de servicios se aseguran de que la integración de la tecnología se realice de manera fluida con un amplio ecosistema de proveedores, para que los emisores puedan crear una solución integral a medida.
- Registrar el activo subyacente y configurar el token: El activo se registra y se pone a disposición para su tokenización en la red de *blockchain*. Una vez que se estructura la financiación y se define el ecosistema, los proveedores de servicios permiten a los emisores configurar sus *tokens*.
- Establecer reglas de cumplimiento: Estas reglas se codifican en el contrato inteligente, lo que permite un procesamiento más rápido y tarifas de protocolo más bajas que pueden escalarse a medida que aumenta la demanda y la complejidad de la regulación.
- Almacenar, gestionar y distribuir el *token*: Los tokens se almacenan en una bóveda de software y están respaldados por un servicio de custodia. Los proveedores de servicios de tokenización brindan a los


emisores una forma automatizada y documentable de gestionar la distribución inicial de tokens, así como eventos de distribución futuros.

- Ejecutar acciones corporativas: Permite al emisor ingresar algunos detalles y crear una acción corporativa, para la cual el motor determina los derechos, programa las comunicaciones, distribuye capital (si es necesario) y actualiza los registros. BCG (2022) estima que el potencial de los activos tokenizados llegará a 16,1 billones de dólares en 2030, equivalente al 10% del PIB mundial, sin incluir en este análisis el mercado de los criptoactivos.

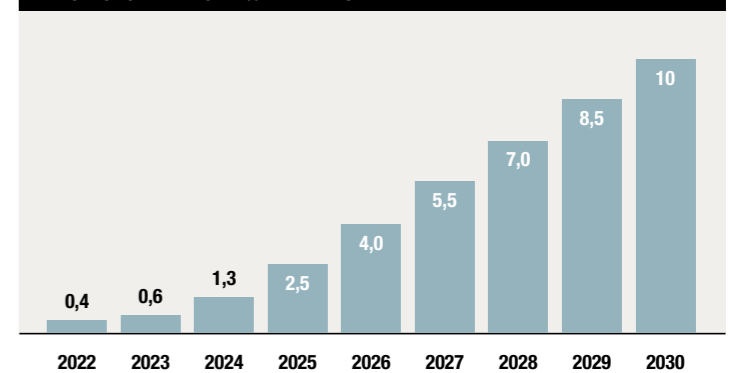
Los motivos hay que buscarlos en la desintermediación y en el ahorro de tiempo y costes que ofrece la tecnología *blockchain*, que afectaría tanto a transferencias bancarias, acciones y fondos de inversión. Inclusive, esta multinacional señala que su previsión es bastante conservadora y que, probablemente, el mercado de la tokenización de activos podría alcanzar los 68 billones de dólares en 2030.

Según esta consultora, la tokenización de las acciones cotizadas, junto con las no cotizadas, va a pasar de estar en prácticamente cero a 1,3 billones en 2030. Los fondos de inversión también pasarían de cero a los 0,4 billones. Entre los activos financieros llama la atención el aumento de los bonos tokenizados, ya que se trata de un segmento más conservador y, a priori, con menor tendencia al cambio. El riesgo para alcanzar las cifras mencionadas podrían ser las fricciones regulatorias de algunos países.

Finalmente, Citi (2023) afirma que la tokenización de activos financieros en blockchain tiene el potencial de crecer hasta 80 veces en los mercados privados y alcanzar un valor de casi 4 billones de dólares en 2030. Donde los activos tokenizados podrían alcanzar los 1,9 billones de dólares en el sector de la deuda corporativa y las sociedades no financieras en la próxima década. Los fondos inmobiliarios, la financiación de valores y de comercio también representan grandes oportunidades para blockchain, entre 1,5 y 1 billón de dólares, respectivamente.

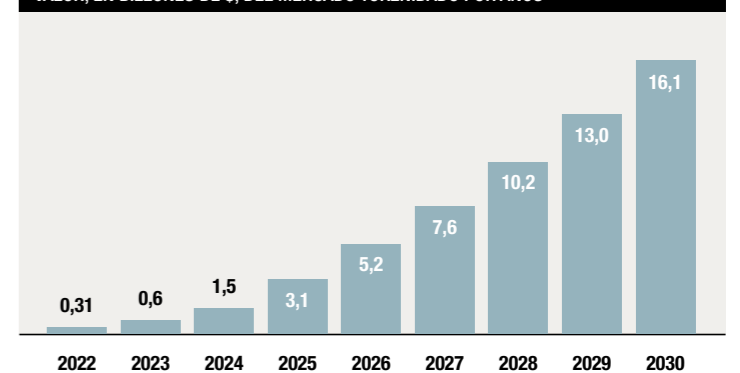
Citi también señala que gobiernos, instituciones financieras y empresas han cambiado de actitud y ahora se muestran más receptivos a la innovación tecnológica de *blockchain*. 

### MERCADO TOKENIZADO EN % DEL PIB MUNDIAL



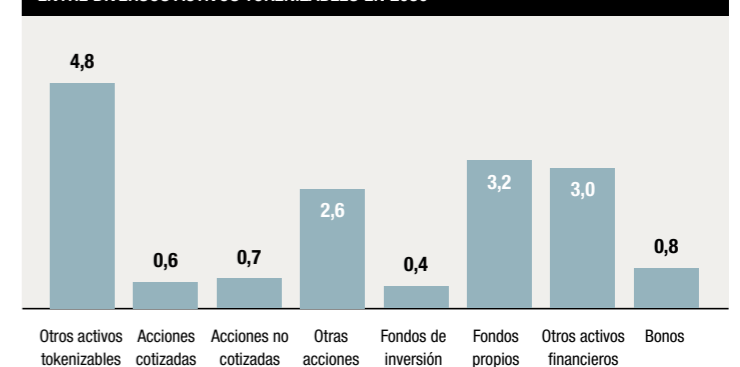
Fuente: BCG (2022). Relevance of On-chain Asset Tokenization in 'Crypto Winter'.

### VALOR, EN BILLONES DE \$, DEL MERCADO TOKENIZADO POR AÑOS



Fuente: BCG (2022). Relevance of On-chain Asset Tokenization in 'Crypto Winter'.

### REPARTO, EN BILLONES \$, DE LOS 16,1 BILLONES DE \$ TOTALES ENTRE DIVERSOS ACTIVOS TOKENIZABLES EN 2030



Fuente: BCG (2022). Relevance of On-chain Asset Tokenization in 'Crypto Winter'.

### BIBLIOGRAFÍA:

BCG (2022). Relevance of On-chain Asset Tokenization in 'Crypto Winter'.  
CITI (2023). Money, tokens and games: Blockchain's Next Billion Users and Trillions in Value. Citi GPS: Global Perspectives & Solutions. Marzo.  
Moreno, I. S. (2019). La nueva economía blockchain y criptomonedas en 100 preguntas. Nowtilus.  
PWC (2020). Time for trust. Report.  
WORLD ECONOMIC FORUM (2015). Deep Shift. Technology Tipping Points and Societal Impact. Survey Report. Global Agenda Council on the Future of Software & Society. September.

# Las oportunidades de INVERSIÓN EN INNOVACIÓN

TEXTO Anis Lahlou\*

Director de Inversiones de Aperture (Londres)



Al igual que la revolución de internet al final de la década de los 90, el mundo se encuentra ante una nueva era que puede desatar grandes oportunidades para los próximos años. En la innovación la Inteligencia Artificial se antoja como uno de los caballos ganadores. ¿En qué ámbitos se puede hallar el gran valor? Cabe realizar un análisis detallado de cómo aproximarse a este campo desde la industria de la gestión de activos.

**C**uando se trata de tecnologías como la IA, las capacidades analíticas y de datos se emplean cada vez más en muchos sectores. Sus aplicaciones son muy amplias y abarcan desde las artes, la moda y el diseño hasta la movilidad y las capacidades de autoconducción. Las tendencias recientes en fabricación, automatización, servicios, educación, sistemas sanitarios y descubrimiento de fármacos con las primeras versiones de la IA se acelerarán exponencialmente con las nuevas versiones generativas de esta tecnología.

Al margen de las empresas tecnológicas, las herramientas de eficiencia y productividad como la automatización total de fábricas (que son aplicaciones de la IA avanzada y generativa en diversos sectores productivos de la economía) serán extremadamente útiles para hacer frente a la escasez de suministros, gestionar las cadenas de suministro, mitigar los costes laborales y combatir la inflación generalizada.

La IA avanzada emerge como otro poderoso recurso que las empresas pueden aprovechar con el objetivo de aumentar los ingresos y preservar los márgenes de beneficio en el futuro. Esto subraya las implicaciones económicas más amplias de la IA, que extienden su utilidad más allá de los límites tradicionales de la economía.

Aunque la innovación se asocia a menudo con un horizonte lejano o una visión a largo plazo y se simplifica en exceso, también puede verse como la suma de avances incrementales, intercalados con saltos y puntos exponenciales ocasionales. La inversión activa en este ámbito es, en nuestra opinión, clave para aprovechar las oportunidades que presentan estos saltos potenciales.

**La inversión activa en Inteligencia Artificial es clave para aprovechar las oportunidades que presentan saltos potenciales**

Otro aspecto importante a tener en cuenta es el aspecto temporal de la innovación. La actual era de rápidos avances tecnológicos está permitiendo que la innovación se produzca a un ritmo sin precedentes en la historia de la humanidad. Por ejemplo, proyectos que en los años ochenta podían durar una década, ahora pueden realizarse en tan solo 6-12 meses. Con esta aceleración temporal en mente abordamos el ámbito de la innovación, destacando la urgencia y el potencial de las oportunidades de inversión actuales.

IA, ciencias de la vida, transformación digital, Fintech, pagos, etc.: lo que todas estas innovaciones tienen en común es su curva de adopción, que a lo largo de la historia siempre ha empezado siendo pequeña, ha crecido exponencialmente antes de estancarse y declinar una vez madura u obsoleta. Estas curvas de innovación son oportunidades interesantes para transformarlas en una cartera de inversiones aplicando la heurística de las finanzas conductuales a la selección de valores.

Nuestro proceso de inversión se basa en una selección diferenciada de valores, respaldada por un riguroso análisis fundamental. Estamos convencidos de que los mercados no siempre son eficientes y de que en ellos influyen el comportamiento de los inversores y las adaptaciones permanentes.

\* Anis Lahlou es Director de Inversiones con sede en la oficina de Aperture en Londres. Antes de incorporarse a Aperture, Anis trabajó durante 20 años en J.P. Morgan, donde fue director general e inversor sénior, gestionando fondos de renta variable europea sin restricciones centrados principalmente en una amplia estrategia tecnológica.

**Enfoque de la inversión**

Hacemos hincapié en una cuidadosa selección de valores a lo largo de la "curva en S" de la innovación de las empresas europeas para tratar de generar alfa en nuestra estrategia. La curva de la innovación tiene varias fases, que comienzan con la creación del producto o la estrategia, el desarrollo en la fase inicial, la adopción temprana, la aceleración/ crecimiento, la madurez y la estabilización/ descenso. Desde el punto de vista del análisis fundamental de las empresas, tratamos de identificar aquellas que se encuentran en distintas fases de la "curva en S de la innovación" y que, en nuestra opinión, tienen potencial para generar rendimientos extraordinarios gracias a su innovación.

**La innovación está ocurriendo a nuestro alrededor constantemente, las oportunidades son infinitas**

Desde el punto de vista de la inversión, nos basamos en las enseñanzas de las finanzas conductuales, que consisten en un enfoque muy pragmático de la evaluación, la valoración, la calidad de los fundamentales y los beneficios. El objetivo es identificar empresas que sean baratas, presenten características de calidad, como altas barreras de entrada, y/o demuestren el potencial de un fuerte crecimiento sorpresa de los beneficios.

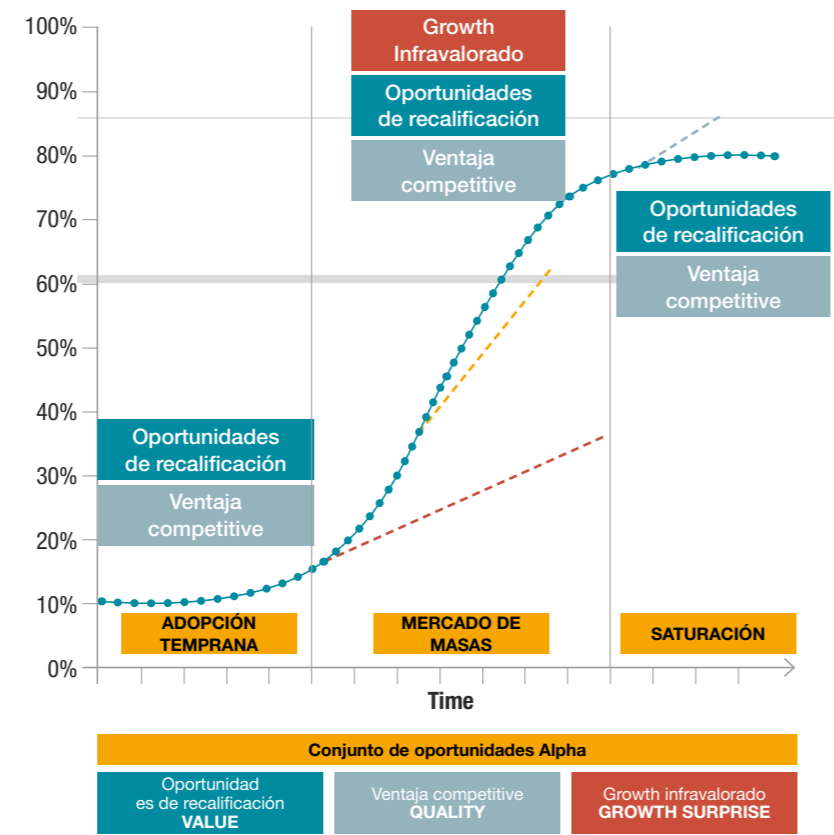
Por lo tanto, las piedras angulares de la estrategia de inversión no sólo se basan en el crecimiento compuesto y la sorpresa de crecimiento, sino también en el alza de la valoración. Esta combinación nos parece pragmática y atractiva desde el punto de vista de la combinación de riesgos.

Nuestro enfoque se basa en un profundo análisis ascendente que se centra en las inversiones potenciales a lo largo de la curva de adopción de la innovación. Esta estrategia se centra en oportunidades generadoras de alfa que ofrecen una ventaja innovadora a través de oportunidades de revalorización (valor), supremacía competitiva (calidad) y potencial de crecimiento infravalorado (crecimiento inesperado y sorprendente).

**IMPACTO DE LA INNOVACIÓN**

Un enfoque ascendente diferenciado centrado en invertir a lo largo de la "curva en S" de la innovación. La selección de valores a través de la lente de la innovación.

**Tasa de adopción de innovaciones: "Curva en S"**



No se garantiza la consecución de un objetivo de inversión ni la obtención de un rendimiento del capital. El Fondo no se beneficia de ninguna garantía para proteger el capital. Se trata de una curva de adopción hipotética que se utiliza únicamente con fines ilustrativos.

Nuestro proceso comienza con el vasto universo de la renta variable europea, que incluye más de 2.000 empresas líquidas. Mediante la aplicación de una multitud de filtros de ideas y un intenso proceso de investigación fundamental, destilamos esta información en una cartera específica de 30-50 inversiones de alta convicción.

Cabe señalar que nuestro proceso de análisis fundamental se basa en un detallado análisis ascendente de las empresas. Esto incluye, entre otras cosas, la investigación ESG y el uso de una amplia gama de fuentes de información. Nos esforzamos por comprender plenamente el consenso

imperante en el mercado y sus implicaciones, y abordamos el potencial de crecimiento de los beneficios desde una perspectiva pragmática y objetiva.

**El posicionamiento actual**

Nuestros principales sectores son tecnología (en torno al 30%), sanidad (en torno al 25%), bienes industriales y servicios (en torno al 10%). Estas distribuciones son muy dinámicas y responden a las tendencias de innovación que observamos. Por ejemplo, la asignación al sector tecnológico casi se ha duplicado con respecto a los niveles de 2021. Un cambio que puede atribuirse a

varios factores, entre ellos el crecimiento exponencial de las tecnologías de IA generativa en todo el mundo.

En atención sanitaria, las innovaciones europeas de vanguardia en ámbitos como la diabetes, la obesidad y la oncología han revelado varias oportunidades de inversión. De cara al futuro, esperamos que la creciente integración de la IA en este sector catalice nuevos avances en el descubrimiento de fármacos, creando un panorama de inversión aún más atractivo.

Pensémoslo así: cierra los ojos e imagina el mundo dentro de 10 o 15 años. Este es el mundo de tus hijos. Mira por la ventanilla de tu coche autónomo y ¿qué ves? Taxibots surcando el cielo, llevando pasajeros a su destino. Te das cuenta de que las carreteras son ahora mucho más silenciosas, con sólo una fracción de los coches que había antes. Mientras conduces, te ves rodeado de edificios altos, todos ellos equipados con las últimas tecnologías ecológicas. Ves paneles solares, jardines verticales y turbinas eólicas que alimentan manzanas enteras. El aire también es mucho más limpio ahora, gracias a la introducción de coches

eléctricos y al uso de fuentes de energía renovables.

Los cielos son más azules y las estrellas más brillantes. Incluso puedes oler la frescura de la hierba y los árboles que te rodean. Llegas a tu destino y sales del coche, donde inmediatamente te recibe un robot asistente. Los avances en inteligencia artificial han permitido a los robots realizar muchas de las tareas cotidianas que antes hacían los humanos.

**Invertir en innovación es apostar por sectores como tecnología, sanidad bienes industriales y servicios**

Al mirar a tu alrededor, ve una ciudad bulliciosa llena de vida y emoción. Gente de todo el mundo ha venido a aprovechar las nuevas tecnologías y oportunidades. Puedes ver impresoras 3D que fabrican rápidamente productos a la carta, drones que reparten mercancías y dispositivos de realidad aumentada que ofrecen a la gente una forma completamente nueva de interactuar entre sí.

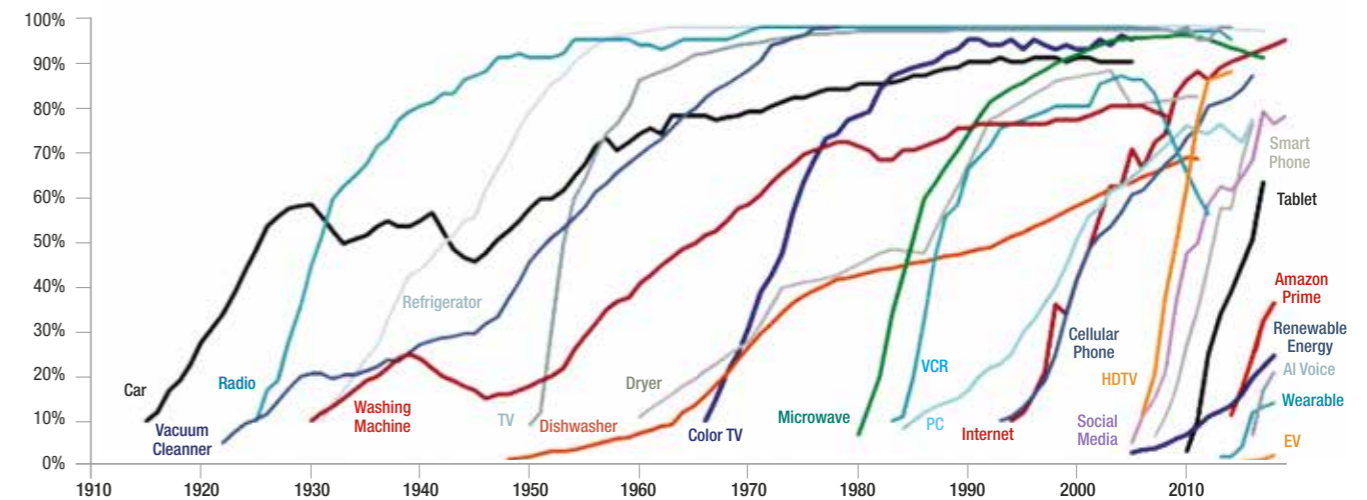
¿Tiene sentido para ti? La cuestión es cómo invertir en esto ahora, no mañana, sino ahora. Fíjate en que parte del párrafo anterior ha sido escrito por una herramienta de IA, y si tienes curiosidad por saber qué parte y cómo, ponte en contacto con nosotros.

Creo que captas la idea: la innovación está ocurriendo a nuestro alrededor, cambiando la forma en que vivimos e interactuamos, en cada sector de la economía, cada segundo de cada día. Nuestros inversores son progresistas y buscan aprovechar hoy estas oportunidades del mañana. Eso es exactamente lo que estamos haciendo en todos los sectores del mercado europeo de renta variable.

**ADOPCIÓN TECNOLÓGICA**

Las curvas de adopción impulsan la innovación Bistoritatis ma doleste ni dolum eius mosam sitat aute de ad ulparum dus mil estis et fugit aspienti aepeliati nus, cum intis enest iduntis ut

**Tasa de adopción de las innovaciones tecnológicas estadounidenses en los últimos 100 años**



Fuente: Aperture Investors, LLC. A partir de octubre de 2019, Horace Dediu en Asymco (2016), Ourworldindata.org, Deloitte Global Mobile Consumer Survey, Forbes, Voicebot.ai. EV (Vehículos eléctricos): Penetración de las ventas de vehículos eléctricos de batería y vehículos eléctricos híbridos enchufables en Estados Unidos (Morgan Stanley Equity Research 2019). Energías Renovables: GWh de energía en Estados Unidos generada por energía eólica, solar y biocombustibles como % de la energía generada por energía eólica, solar, biocombustibles, carbón y petróleo (Agencia Internacional de la Energía 2018).

LAURA DONZELLA (\*)



# Los activos reales sostenibles: una alternativa muy real

Hace tan solo una década nadie pensaba el auge que tiene a día de hoy la inversión sostenible. Se ha convertido en una realidad y supone una gran revolución que no ha hecho más que comenzar. Existe una verdadera oportunidad para que el sector de activos reales ofrezca y desempeñe un papel importante en el apoyo al crecimiento económico.



**A** lo largo de la historia, la humanidad ha tenido que enfrentar múltiples períodos de agitación económica, desde la Gran Depresión de 1929 hasta la crisis financiera de 2008. Sin embargo, la pandemia de COVID-19 ha sacudido a la humanidad de una manera sin precedentes. Este acontecimiento extraordinario ha infundido en la gente una profunda cautela a la hora de invertir. Ahora están más preocupados que nunca por el valor a largo plazo, los riesgos y el impacto de sus inversiones. Los efectos potenciales que sus activos pueden tener en el mundo ya no son una idea secundaria, sino una consideración central.

El paisaje de la inversión está cambiando y, con él, debemos reajustarnos y adaptarnos. Los inversores ya no ven las inversiones solo como un medio para crear riqueza, sino también como una forma de crear valor y contribuir al futuro de las sociedades en las que viven. Según el 2023 Proxy Season Preview de EY, los inversores siguen creyendo que los factores ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) pueden afectar los valores financieros a largo plazo, con un 60% de los inversores que están de acuerdo en que la integración de oportunidades ESG en sus estrategias será uno de los impulsores más importantes del éxito de las empresas en los próximos años.

Las personas están reconociendo cada vez más la importancia de sus inversiones y están adquiriendo una mayor apreciación por las posibles consecuencias que pueden derivar de sus decisiones. Según el Informe de la Global Impact Investing Network, el tamaño del mercado de inversión de impacto se situó en 1,164 billones de dólares en activos gestionados en 2022, una cifra asombrosa que se espera que siga creciendo en los próximos años.

En este contexto, existe una verdadera oportunidad para que el sector de activos reales ofrezca y desempeñe un papel importante en el apoyo al crecimiento económico al tiempo que proporciona rendimientos saludables a los inversores. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) estima que, para asegurar que los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas alcancen

su objetivo para 2050, se necesitarán alrededor de 6.9 billones de dólares al año para la inversión en infraestructura sostenible y resiliente.

Debido a la creciente demanda, la industria de gestión de activos está tomando nota de este hecho y se está centrando en estrategias de activos reales. Lo vemos con el lanzamiento de varios productos temáticos sostenibles en el mercado, diseñados para incluir objetivos relacionados con el clima y se espera que brinden mejoras tangibles en el aspecto sostenible del rendimiento de los activos.

Los activos reales desempeñan un papel crucial en facilitar la tan necesaria transición energética que ha captado la atención de personas en todo el mundo. Por ejemplo, la inversión en bienes raíces y la infraestructura sostenible están liderando el camino e invirtiendo fuertemente en iniciativas como la instalación de granjas solares, la mejora de las líneas de transmisión y el aumento de la eficiencia energética de los edificios. Al promover y adoptar tales soluciones, los activos reales no solo están apoyando esta transición, sino que también están teniendo un impacto significativo.

Consideremos los notables beneficios de los sistemas de edificios inteligentes, que tienen el potencial de generar ahorros de energía, reducir costos y minimizar el impacto ambiental. En el panorama actual, la imperiosa necesidad es que la sostenibilidad y las consideraciones económicas vayan de la mano. Esta necesidad se subraya aún más por



*Los activos reales desempeñan un papel crucial en facilitar la tan necesaria transición energética que ha captado la atención de personas en todo el mundo: por ejemplo, la inversión en bienes raíces y la infraestructura sostenible están liderando el camino.*



*Según el Informe de la Global Impact Investing Network, el tamaño del mercado de inversión de impacto se situó en 1,164 billones de dólares en activos gestionados en 2022, una cifra asombrosa que se espera que siga creciendo en los próximos años.*

la urgente crisis energética que enfrentamos hoy, demostrando que la transición verde no es solo una preocupación ética, sino un problema social apremiante que exige acción inmediata.

Europa se encuentra a la vanguardia del movimiento ESG (Medioambiental, Social y de Gobernanza), con una presencia destacada en el panorama global de la inversión sostenible, según informa Bloomberg. Actualmente, Europa representa un 50% de los activos ESG globales, consolidando su posición como el continente con la mayor participación en este campo. Esta marcada disparidad subraya el papel significativo que desempeña Europa en impulsar y dar forma al sector ESG, llevando las prácticas de inversión sostenible a la vanguardia del panorama financiero global.

España es un ejemplo destacado de esto. Es uno de los líderes mundiales en energía renovable, ocupando el octavo lugar en el Índice de Atractivo de Países para Energía Renovable de 2022. Se espera que continúe mejorando sus cifras, según un informe sobre el sistema eléctrico publicado por Red Eléctrica. Según dicho análisis, España es uno de los países europeos mejor posicionados en lo que respecta a la transición energética, solo superado por Alemania. Los bienes raíces comerciales también son un mercado importante dentro de la economía española, debido al turismo y al clima, entre otros factores. Los números hablan por sí mismos, con un volumen de 16,4 mil millones de euros en transacciones en inversión inmobiliaria nacional, según el "Informe de Inversión Inmobiliaria 2022 en España" de Castella. Una cifra que aumenta a 17,5 mil millones de euros cuando se consideran los acuerdos corporativos alcanzados.

Esta sinergia única ofrece una ventana de oportunidad especial para aprovechar la innovación y fomentar estos activos reales sostenibles, materializados en inversiones inmobiliarias. Ya se está haciendo en lugares como Málaga, donde recientemente se inauguró una propiedad residencial sostenible con más de 140 unidades. Se espera que estos activos logren a largo plazo un mejor crecimiento en alquileres y valor, considerando la creciente regulación de la UE y el aumento de los costos energéticos. **G**

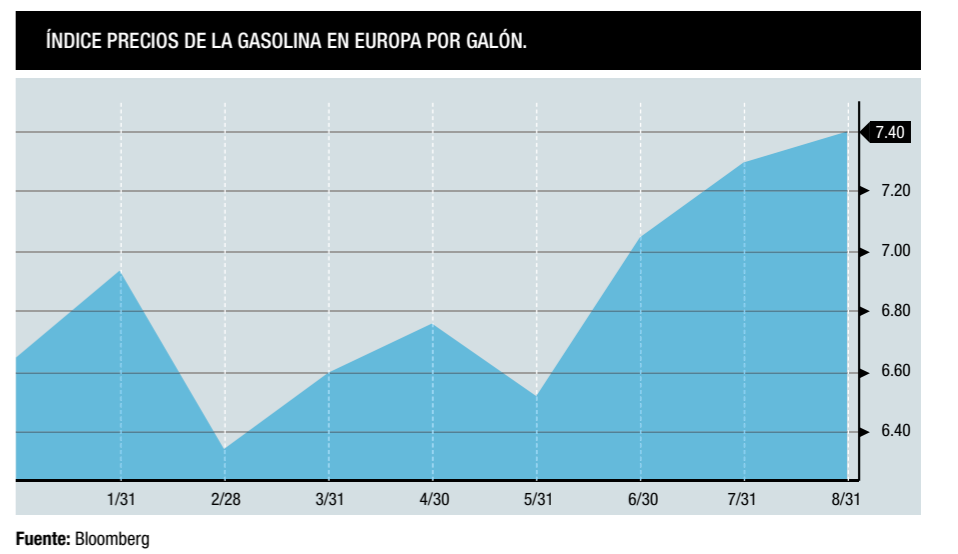
Laura Donzella, Responsable de Ventas para Iberia, Latinoamérica y Asia de Nordea Asset Management

# GESTIONAR EL RIESGO de la ignorancia

La situación actual está abriendo la puerta a nuevas estrategias de inversión. Los primeros meses de 2022 han provocado un cataclismo en los mercados de renta variable. La economía real parece distanciarse de los mercados financieros, y se está notando en las pautas de comportamiento de los hogares como hemos podido comprobar en las últimas presentaciones de resultados de empresas. ¿Cuál es la alternativa?

**E**n las escuelas de negocio y programas de formación en finanzas siempre se enseña que las subidas de tipos de interés incrementan la tasa de descuento con la que se valoran las empresas y, por lo tanto, la renta variable debería tener mal comportamiento. En las últimas cuatro décadas no se había visto ninguna subida de tipos de interés por parte de los bancos centrales, sobre todo la FED, tan intensa como la que empezó en 2022 y a pesar de ello el S&P 500 lleva una revalorización del 16% en lo que va de año y el NASDAQ-100 se aproxima al 40%. Si bien es cierto que ambos índices todavía no han alcanzado los máximos de 2021, deberíamos preguntarnos si es natural esta euforia bursátil en un entorno de tipos de interés al alza.

La economía real parece distanciarse de los mercados financieros, y se está notando en las pautas de comportamiento de los hogares como hemos podido comprobar en las últimas presentaciones de resultados de empresas de consumo como Macy's que lleva una corrección del 46% en lo que va de año o Walmart que en sus presentaciones están mostrando como el estadounidense medio se está cambiando a ofertas de mayor valor. No es de extrañar este cambio de comportamiento pues la inflación sigue estando alta, el precio de los combustibles está volviendo a repuntar y el coste de las tarjetas de crédito ha subido por encima del 20%.



TEXTO Edgar Fernández Vidal\*  
ASESOR DE CINVEST TERCIO CAPITAL

\* Edgar Fernández es asesor de Cinvest Tercio Capital y Tercio Capital FIL, profesor de Finanzas Corporativas en la Universidad Francisco Marroquín y miembro del consejo de administración de varias empresas no cotizadas.



En las últimas cuatro décadas sólo ha habido un periodo de subidas de tipos de interés que haya venido seguido de un “aterrizaje suave” (1994), en los demás periodos (1988, 1999, 2004 y 2015) el aterrizaje ha sido abrupto, ¿estaremos ante una anomalía histórica?

De la misma manera, la curva de tipos de interés lleva meses invertida y no ha habido un solo periodo desde 1978 en el que hayamos tenido una curva invertida sin que se haya producido una recesión, ¿estaremos ante una anomalía histórica?

La respuesta más honesta que se puede dar ante estas dudas es: ¡no lo sé! Nadie sabe en realidad lo que va a pasar con la economía, no hay un solo analista económico, de los miles que se dedican a ello, que haya sido capaz de acertar la evolución de la economía de forma sostenida, más allá de episodios aislados que podríamos catalogar como suerte.

**El enfoque conservador**

¿Qué nos queda entonces como inversores? Ser conservadores. Y con ser conservadores no me refiero comprar una excelente empresa como Apple a 30 veces sus beneficios anuales, no, ser conservadores implica estimar escenarios buenos, regulares y malos con una tasa de descuento adecuada que nos proteja de cometer errores.

En mi carrera en los mercados he podido ver como la mayoría de los errores de inversión se cometen al no entender bien los riesgos y hacer proyecciones demasiado optimistas. Ustedes, inversores, ¿se han preguntado que pasaría con sus empresas

si la economía entrara en crisis y cayeran los ingresos a tasas de doble dígito? ¿Están contemplando esa posibilidad? ¿Qué tan correlacionada está su cartera con el mercado y la economía general?

Invertir conservadoramente es alejarse de las Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon y Nvidia que llevan en el año revaloraciones promedio por encima del 80%. Invertir conservadoramente es mirar donde nadie mira y en empresas alejadas del ciclo económico y bursátil imperante. Actualmente el *earnings yield* del S&P500 está por debajo del 4%, y por debajo del rendimiento del bono americano a 10 años, lo cual implica que el mercado está descontando tasas altas de crecimiento de los beneficios de las empresas, que es algo que, por supuesto se puede dar, pero ¿y si no? ¿qué les pasa a las

empresas cotizando a un múltiplo exigente si disminuyen la tasa de crecimiento o esta se paraliza? Entramos en el año 2000. Comcast, una de las empresas de más euforia durante la burbuja.com siguió creciendo durante la siguiente década, pero no recuperó su nivel de cotización hasta 12 años después, sin contar los dividendos. ¿Podría volver a pasar lo mismo? De nuevo, la respuesta más honesta es: ¡no lo sé!

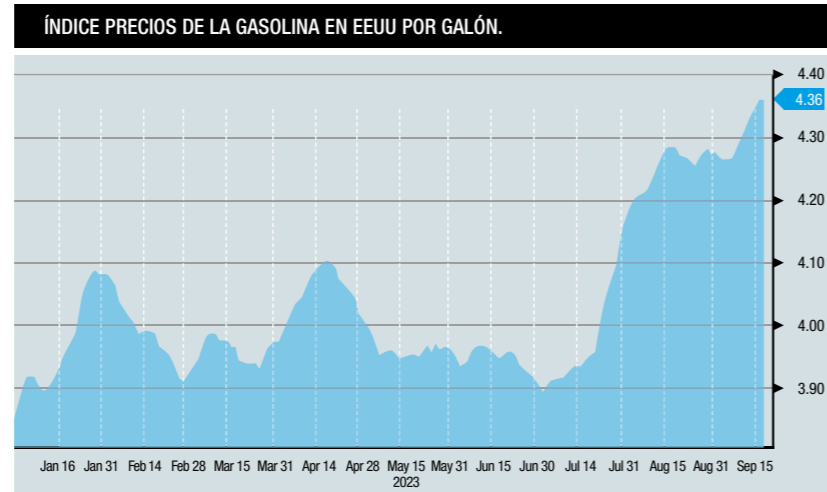
Parece que no sabemos nada, pero ser conscientes de nuestra ignorancia es la mayor muestra de sabiduría. No sabemos lo que va a hacer la economía, no sabemos lo que van a hacer las valoraciones, no sabemos cuál va a ser el sentimiento del mercado, ni tampoco si va a llegar una nueva pandemia que ponga el mundo patas arriba. Pero si sabemos algo, si buscamos donde nadie busca e invertimos conservadoramente con estimaciones pesimistas, o al menos neutras con respecto a la economía, podremos encontrar joyas descorrelacionadas con el mercado en general y que nos aporten una rentabilidad a nuestros ahorros satisfactoria.

**La importancia de la gestión**

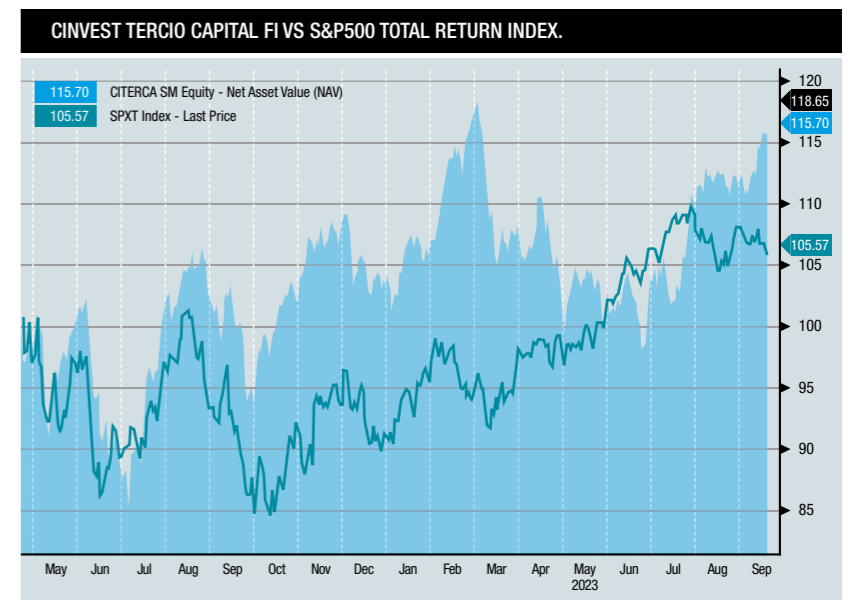
Esto es lo que intentamos hacer en Cinvest Tercio Capital FI y Tercio Capital FIL, fondos de inversión de la casa Creand Asset Management que tengo el gusto de asesorar. Cinvest Tercio Capital que vio la luz en abril de 2022 terminó el año pasado con un rendimiento positivo y en lo que va de año lleva un rendimiento por encima del 12%, batiendo a los índices de referencia desde sus comienzos.

Este fondo de inversión ha estado invertido en empresas y sectores que seguro la mayoría de los lectores ni ha escuchado, o nunca se ha interesado: Georgia Capital, una empresa Holding cotizada en Londres, pero con todos sus activos en Georgia que cotiza con un 60% de descuento sobre su NAV y con un programa activo de recompras, Okeanis Eco Tankers, una empresa de transporte de petróleo crudo griega que cotiza en Oslo, Geo Group, una empresa de cárceles privadas que cotiza en Estados Unidos. Todas muy diferentes y todas muy parecidas: al precio de entrada cotizaban a múltiplos sobre FCF normalizado muy bajo, y lo siguen haciendo. No sabemos que va a pasar con la economía, pero sabemos que si estas empresas bajan sus ingresos doble dígito seguirán estando muy atractivas.

**Invertir conservadoramente es alejarse de las Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon y Nvidia que llevan en el año revaloraciones promedio por encima del 80%**

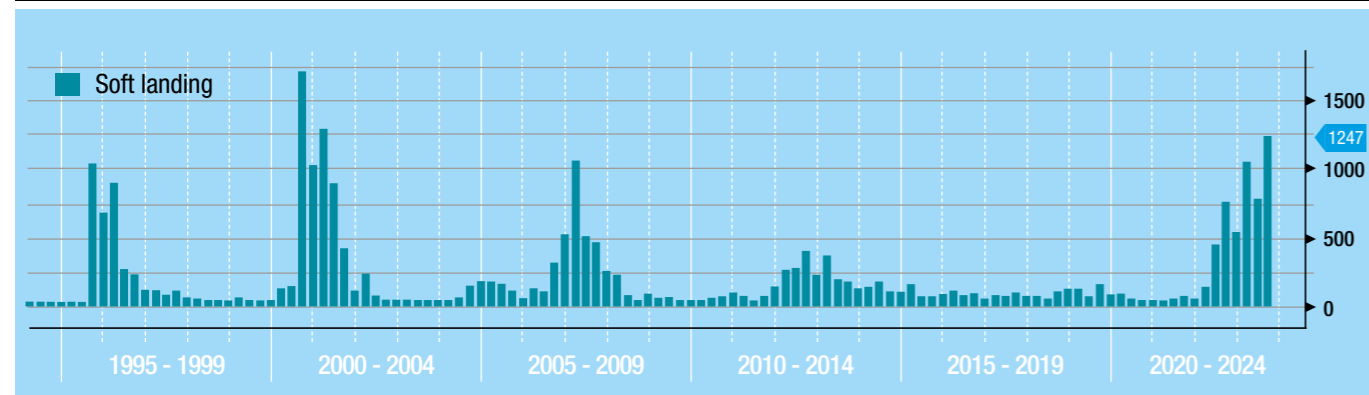


Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

**MENCIONES DE SOFT LANDING POR PARTE DE LOS ECONOMISTAS. CUANDO SE HAN INCREMENTADO HA SIDO EL INICIO DE UNA CORRECCIÓN MÁS FUERTE DE LO ESPERADO.**



Fuente: Bloomberg

**“Si buscamos donde nadie busca e invertimos conservadoramente con estimaciones pesimistas, o al menos neutras con respecto a la economía, podremos encontrar joyas descorrelacionadas con el mercado en general”**

Más recientemente, en julio de 2023, se ha lanzado Tercio Capital FIL, un fondo de inversión libre que sigue la misma filosofía que su hermano, pero con muchas menos limitaciones de concentración y mayor libertad para invertir.

Desde sus inicios, hace tan sólo dos meses y medio, el fondo lleva una revalorización superior al 12%, con inversiones en las viejas conocidas, y otras en la industria de entretenimiento que está sufriendo en bolsa. La industria del entretenimiento nos llama exageradamente la atención porque ha demostrado ser resiliente en las crisis y hay empresas de gran prestigio cotizando a múltiplos de un solo dígito y creciendo a altas tasas.

Por lo tanto, repetimos, ¿qué pasará con los mercados y la economía? No lo sabemos, pero si sabemos que las carteras están preparadas para lo peor y que cualquier corrección será sólo de corto plazo y los fundamentales resistirán mucho mejor que el mercado en general.

Tampoco sabemos que fruto darán estas inversiones, pero si sabemos que estaremos más protegidos que la media. Tampoco podemos saber si nuestras tesis son correctas, pero las estimaciones son lo suficientemente conservadoras como para que nuestra estupidez no nos haga mucho daño.

FLAVIO CARPENZANO (\*)



# Un momento ideal en los mercados de deuda

La débil rentabilidad de la deuda en 2022 se tradujo en un aumento de los rendimientos y en el mayor nivel de *income* en años. La situación sigue siendo la misma, con unos rendimientos muy por encima de los niveles registrados en la última década.

**E**xisten razones para que los inversores que se preguntan cómo afrontar la incertidumbre de los mercados de renta fija se muestren optimistas. A medida que nos acercamos hacia el final de 2023, creemos que es probable que las rentabilidades de los distintos sectores de renta fija se diferencien más.

Así quedó demostrado durante el reciente episodio de volatilidad asociado a la inestabilidad del sector bancario; los diferenciales de crédito entre los emisores financieros y los sectores de mayor rendimiento se ampliaron, pero se estrecharon en el caso de los activos de mayor calidad. En un entorno así, adoptar un enfoque multisectorial podría ayudar a los inversores a captar mejor el poder generador de rentas de los bonos, así como a aprovechar las ventajas de la diversificación para ofrecer flujos de ingresos fiables.

Al invertir en un espectro amplio para diversificar los riesgos en lugar de concentrar la exposición en un solo sector, existe la oportunidad de generar unos ingresos elevados y atractivos y unos rendimientos más constantes.

## Cuatro sectores clave

Por tanto, hemos identificado cuatro sectores de crédito clave que, combinados, persiguen unos ingresos fiables con un atractivo perfil de riesgo/rentabilidad: deuda de mercados emergentes, bonos de alto rendimiento, bonos con grado de inversión y crédito titulizado.

Dentro de los mercados emergentes, vemos oportunidades interesantes en la deuda en moneda local. Aunque la deuda en moneda local de los mercados emergentes puede estar correlacionados con el riesgo de *risk on* y *off*, los importantes diferenciales de rendimiento real en relación con los mercados desarrollados deberían proporcionar un amortiguador para cualquier volatilidad.

Actualmente, vemos más valor en los países latinoamericanos, como Colombia, México y Brasil, donde se han subido los tipos de interés. Históricamente, los rendimientos superiores al 8% y los diferenciales de entre 450 y 500 puntos básicos han constituido un punto de entrada atractivo para los inversores con un horizonte temporal de entre tres y cinco años, lo que ha dado lugar a unos rendimientos anualizados potencialmente elevados a lo largo de ese periodo.

Aunque persiste la incertidumbre, las valoraciones actuales descuentan un sentimiento negativo. Los riesgos a la

baja podrían ser de corta duración y los descensos inferiores a los experimentados en ciclos anteriores, dada la mayor calidad y los mejores fundamentales del mercado de alto rendimiento actual.

El historial a largo plazo del mercado de bonos corporativos de alto rendimiento se caracteriza por producir un alto nivel de ingresos, que es lo que más contribuye a su rentabilidad total a lo largo de un ciclo de mercado completo.

El sector es muy amplio, en torno a 1,5 billones de dólares, y abarca multitud de sectores y emisores. Los inversores que se sientan cómodos asumiendo el mayor riesgo asociado a los bonos de alto rendimiento también pueden elegir entre una gama de bonos de diversa calidad (garantizados y no garantizados en todo el espectro de calificaciones de BB a CCC).

## Bonos con grado de inversión

Este segmento constituye el mayor sector del universo crediticio. Los rendimientos totales son más atractivos y se sitúan en niveles históricamente elevados, por lo que tiene potencial para generar fuertes rendimientos positivos en los próximos años. Por otra parte, los diferenciales de crédito siguen siendo relativamente estrechos. Un umbral que no tiene en cuenta el riesgo de recesión.

Los actuales y atractivos rendimientos globales, junto con la mayor duración del sector, hacen que los bonos corporativos con grado de inversión sigan siendo un área atractiva del mercado de renta fija sobre una base ajustada al riesgo.

El crédito titulizado es un sector poco estudiado, de ahí que los analistas a menudo pueden identificar oportunidades de inversión con precios inadecuados cuando realizan un análisis en profundidad. El sector tiene un nivel de ingresos superior al de las empresas con grado de inversión de calificación comparable, y suele ofrecer características similares de conservación del capital.

Entre las oportunidades de inversión diversificadas figuran los subsectores de crédito titulizado, inmobiliario comercial, hipotecario no sujeto a agencia y de préstamos apalancados garantizados. Muchos de los factores fundamentales difieren del crédito corporativo y soberano, lo que aporta diversidad a la cartera.

Flavio Carpenzano, Investment Specialist de renta fija en Capital Group



CONSEJEROS

www.revistaconsejeros.com



Consenso del Mercado

www.consensodelmercado.com



THE CORNER

www.thecorner.eu



LAS FUNDACIONES

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](mailto:innovacion@grupocimd.com)

[intermoneyinnovacion.com](http://intermoneyinnovacion.com)

**cimd intermoney**

