

Exclusivamente para inversores profesionales



Perspectivas de renta variable y multi-activos

Segundo trimestre 2023



El valor de los activos del fondo podría tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Índice de contenidos

Cuando uno no puede predecir, debe prepararse	3
Prólogo de la CIO	4
Multi-activos	11
Global	13
Japón	15
Asia Pacífico (excluyendo Japón)	17
Mercados emergentes	19
Impacto	21
Análisis de renta variable	23
Convertibles	25

Cuando uno no puede predecir, debe prepararse

- En el actual entorno de mercado, dos factores son especialmente importantes para los mercados: las próximas decisiones de los bancos centrales, y la probabilidad, momento y profundidad de una recesión.
- Aunque puede ser relativamente fácil deducir el rumbo de las variables, determinar de antemano el ritmo de tales movimientos y su alcance es una tarea mucho más difícil.
- Cuando uno no puede predecir, debe prepararse: tenemos que evaluar los distintos escenarios posibles capaces de influir sobre el comportamiento del mercado, y estar preparados para sacar partido a oportunidades minimizando al mismo tiempo el impacto del riesgo.

La resiliencia mostrada por los mercados, y en especial por la renta variable, ha sorprendido a muchos. Tal solidez podría persistir en los próximos meses, pero no sin rachas de volatilidad. A nivel de índices amplios, las valoraciones de las acciones y de la renta fija parecen reflejar correctamente los riesgos y oportunidades que presenta el actual entorno macroeconómico, pero están surgiendo anomalías de precios a nivel más granular, creando oportunidades para los inversores activos.

Encontramos oportunidades atractivas especialmente en deuda soberana de mercados emergentes (ME), grado de inversión (IG), acciones cíclicas de calidad y renta variable asiática.

Seguimos pensando que el actual es un mercado en el que para invertir «hay que hilar fino», donde la selección de valores es el principal motor de alfa, la diversificación es clave, y la volatilidad debe convertirse necesariamente en nuestra amiga.



Fabiana Fedeli
CIO de renta variable,
multi-activos y sostenibilidad

En última instancia, nuestro trabajo como gestores de activos no es realizar predicciones macroeconómicas perfectas, sino asegurarnos de preservar y hacer crecer de forma responsable el capital que nos encomiendan nuestros clientes. Si ello se basa en el pronóstico acertado de que el IPC estadounidense iba a ser del 6,0% en lugar del 6,1%, refleja visión clara y, seguramente, un poco de suerte. Pero en realidad, el ingrediente secreto suele consistir en determinar las probabilidades de los distintos escenarios posibles susceptibles de influir en el comportamiento del mercado, entender si están descontados en las cotizaciones o si podrían impulsar nuevos movimientos, y asegurarnos de que la cartera está preparada para sacar partido a oportunidades y minimizar el impacto de los riesgos.

Este enfoque es más relevante si cabe en un mercado como el que estamos experimentando ahora mismo, en el que realizar pronósticos precisos es extremadamente difícil. Aunque puede ser relativamente fácil deducir el rumbo de los datos (inflación decreciente y ralentización de la demanda), resulta mucho más difícil determinar de antemano el alcance y el ritmo de tales movimientos, por ejemplo si tendrán lugar de forma lineal o (de modo más probable) con dos pasos adelante y uno (o quizá dos) atrás. Y cuando uno no puede predecir, debería sin duda prepararse.

Cuando publicamos la edición previa de nuestras Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos, a comienzos de enero, con su título «Sorpresas que esperamos en 2023» se predicaba del hecho de que, tras una pandemia global y una guerra en Europa, hemos aprendido a sustituir el paradigma de «¿Qué cabe esperar en adelante?» por el de «¿Qué es lo que no anticipamos, y por ello, nos cogería desprevenidos?». Argumentábamos que la complejidad del trasfondo macroeconómico conlleva tanto potencial de subidas como riesgo de caídas, y aunque el mercado de renta fija parece mejor posicionado que el de renta variable de materializarse una recesión significativa, un bajón menos pronunciado de lo que descuenta de forma creciente el mercado (sobre todo en Europa) podría ser una sorpresa inesperada susceptible de impulsar a las acciones. Concluíamos nuestra previa edición afirmando que, con independencia de lo que nos deparara 2023, esperábamos sorpresas.



Y las sorpresas no han faltado. Entre ellas cabe destacar las circunstancias en torno a la quiebra de cuatro bancos, los subsiguientes altibajos en las expectativas de tipos de interés, y la resiliencia (y evolución superior) de la renta variable respecto a la renta fija.

Los colapsos sucesivos de Silicon Valley Bank (SVB), Silvergate, Signature y Credit Suisse serán sin duda objeto de innumerables casos prácticos para su estudio en escuelas de negocios. Todos pensábamos que una crisis crediticia como la de 2008, con una serie de acontecimientos de crédito conectados, era un riesgo claro en el futuro. No obstante, tal desarrollo estaba relegado a los extremos de la curva de distribución de riesgos y se consideraba como el escenario recesivo más extremo y más temido, que socavaría nuevamente la confianza en el sistema financiero durante largo tiempo. Sin embargo, las quiebras de las que fuimos testigos en marzo no fueron el comienzo de un evento de crédito sistémico (o al menos no parece que este sea el caso por el momento), sino más bien el producto de cuestiones idiosincráticas. Los reguladores y los bancos centrales se apresuraron a tomar medidas para contener estos incidentes, que hasta ahora han tenido un impacto limitado en el sistema financiero global en su conjunto. Dicho esto, es probable que persista la preocupación en torno a los bancos regionales y las entidades financieras de menor tamaño en Estados Unidos.

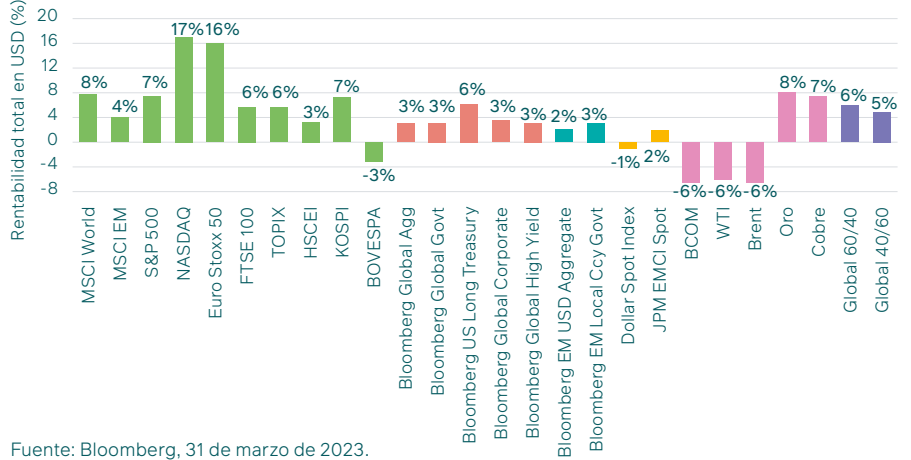
El primer trimestre de 2023 impartió una lección memorable a quienes, a finales de 2022, se esforzaron tanto en pronosticar lo que iban a hacer los bancos centrales a tres meses vista. Las expectativas del tipo de intervención de la Reserva Federal estadounidense oscilaron en 120 puntos básicos (pb) entre el 28 de febrero y el 24 de marzo de 2023, y el Banco Central Europeo vio moverse el tipo implícito en el Overnight Index Swap en más de 66 pb. No obstante, la amplitud de estos movimientos no habría sido tan impresionante de no haber venido acompañados de cambios de rumbo erráticos: a la baja en enero, al alza en febrero, y de nuevo a la baja en marzo.

Con todo, los mercados de renta variable (que a comienzos de año parecían menos atractivos que sus homólogos de renta fija) se llevaron el premio a la resiliencia tras registrar un enero glorioso, un febrero tórrido (que se prolongó en la primera quincena de marzo) y una recuperación decisiva a finales del trimestre (gráfico 1).

“ Los mercados de renta variable, que a comienzos de año parecían menos atractivos que sus homólogos de renta fija, se llevaron el premio a la resiliencia ”

Gráfico 1: Rentabilidades totales en USD, primer trimestre de 2023

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



Fuente: Bloomberg, 31 de marzo de 2023.

Algo más notorio es que, con la excepción de ciertos episodios breves de volatilidad, tanto la renta variable como los mercados de crédito parecen comportarse de forma razonablemente racional. Los bancos (y en particular las entidades regionales estadounidenses) se llevaron lo peor de la caída, mientras que otros sectores mostraron relativa solidez y registraron rentabilidades diferenciadas. Sin embargo, las cifras agregadas ocultaron una mayor dispersión de rentabilidades dentro de cada área, la cual creó oportunidades para aquellos inversores dispuestos a profundizar en los fundamentales de acciones y bonos individuales.

¿Qué significa esto de cara al futuro, y cómo estamos preparando nuestras carteras?

El mercado sigue estando a la merced de los datos y mostrando volatilidad, exacerbada por los mayores volúmenes de derivados a corto plazo. Tras todo este ruido existen, en última instancia, dos motores principales que importan a los mercados: i) las próximas decisiones de los bancos centrales (y cualquier dato que pueda respaldar su dirección), y ii) la probabilidad, momento y profundidad de una recesión. Aunque predecir el rumbo de la política monetaria es factible, el ritmo de tales movimientos y sus pasos intermedios son del todo inciertos.

Los ciclos de endurecimiento parecen estar cerca de su fin, pero todavía no está claro cuándo lo alcanzarán. En la edición anterior de nuestras Perspectivas trimestrales considerábamos probable que los bancos centrales dejaran de subir tipos en la primera mitad de 2023. Esto todavía es posible, sobre todo ahora que las tribulaciones del sector bancario estadounidense mermarán seguramente la capacidad y la disposición de las entidades financieras a conceder crédito, asumiendo parte de la labor de restricción de liquidez de los bancos centrales. El mercado todavía anticipa que la Fed comenzará a rebajar el precio del dinero en el segundo semestre, lo cual ha continuado respaldando a los mercados de renta variable. Yo, sin embargo, no considero probable que se implementen recortes de tipos este año. Si me equivoco y se producen tales recortes, ello perjudicaría a los activos de riesgo (empezando por las acciones), al deberse seguramente a una recesión significativa, lo cual no representa nuestro escenario básico. El otro factor susceptible de motivar recortes de tipos sería un descenso de la inflación por debajo del 2% más entrado el año, lo cual se nos antoja menos probable aún.

Por lo que respecta al primer factor clave (la probabilidad, momento y profundidad de una recesión), la visibilidad es todavía más baja si cabe. El mes pasado vimos varios datos de actividad globales que permanecen débiles o se han deteriorado, y es muy probable que la demanda empeore de nuevo. No obstante, ahora mismo no existe visibilidad alguna en torno al momento o la profundidad de una eventual recesión: nos hallamos ante una de esas «incógnitas conocidas». No olvidemos que las recesiones pueden tener lugar con cierta demora. Si analizamos los datos de recesiones estadounidenses aparentemente desencadenadas por un ciclo de subidas de tipos desde 1965 hasta hoy, las recesiones parecen tener grados distintos de severidad y pueden aparecer con una gran amplitud de retraso, de entre 5 y 15 meses a partir de la subida de tipos previa. Algunas recesiones, como en los años setenta, comenzaron antes de que la Fed pusiera fin a su ciclo de endurecimiento, pero la envergadura de las subidas en dicha década fue muy superior (de 960 pb y 1300 pb en cada periodo de recesión sucesiva, respectivamente) a los tipos terminales esperados para el actual ciclo. Posiblemente, la subida de tipos de 540 pb implementada entre julio de 1967 y agosto de 1969 fue la que más se parece al momento actual; por aquel entonces, la cifra principal de

“ Seguimos centrados en un análisis *bottom-up* diferenciado, en lugar de aspirar a responder a grandes preguntas macroeconómicas ”

inflación subió hasta el 6% y la recesión no comenzó hasta enero de 1970, con una contracción moderada del PIB del -0,6%. Pero aunque la historia quizá rime, no tiene por qué repetirse. La evolución del mercado, y especialmente la rentabilidad relativa de la renta variable frente a la renta fija, dependerá de la duración y de la profundidad de un bajón frente a las expectativas actuales.

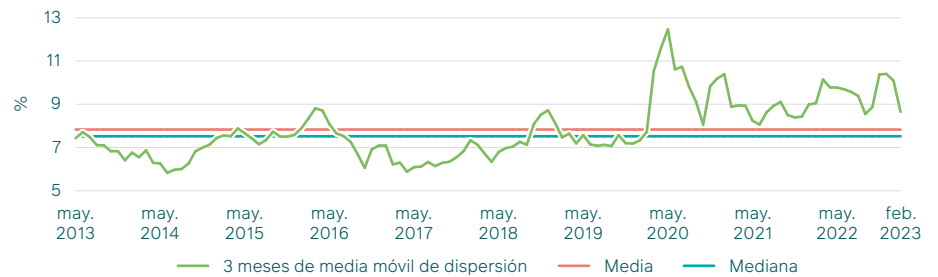
Así, sin saber lo que nos espera, debemos estar preparados para un abanico de desenlaces probables.

Seguimos pensando que el actual es un mercado en el que para invertir «hay que hilar fino», (es decir, no con apuestas direccionales basadas en factores macro y cambios de posicionamiento en carteras enteras), sino un mercado donde la selección de valores es el principal motor de alfa, la diversificación es clave, y la volatilidad debe convertirse necesariamente en nuestra amiga.

Permanecemos centrados en un análisis *bottom-up* diferenciado en lugar de aspirar a responder a grandes preguntas macroeconómicas, y el mercado parece remunerar tal enfoque. El gráfico 2 muestra cómo la dispersión de rentabilidades de las acciones del índice MSCI AC World ha tendido por encima de su mediana y media a 10 años.

Gráfico 2: Índice MSCI AC World – dispersión de rentabilidades por sectores

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

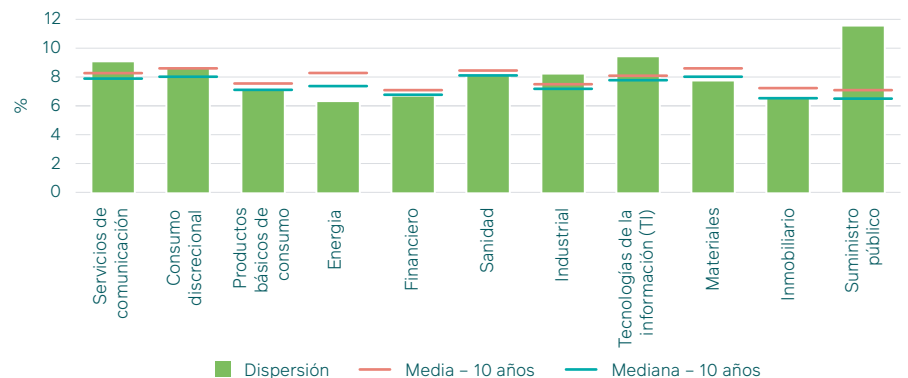


Fuente: M&G Investments, 28 de febrero de 2023. Media móvil a 3 meses de la dispersión de rentabilidades mensuales de la renta variable respecto a la mediana y la media a 10 años.

Como puede apreciarse en el gráfico 3, esto no ocurre solo entre sectores, sino también dentro de ciertas áreas, lo cual significa que los inversores distinguen entre compañías con mejores y peores perspectivas.

Gráfico 3: Índice MSCI AC World - dispersión intrasectorial de rentabilidades

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



Fuente: M&G Investments, 28 de febrero de 2023. Media móvil a 3 meses de la dispersión de rentabilidades mensuales de la renta variable respecto a la mediana y la media a 10 años.

En nuestra opinión, aunque las valoraciones de los índices amplios de renta variable y de la renta fija parecen reflejar correctamente los riesgos y oportunidades que presenta el actual entorno macroeconómico, están surgiendo anomalías de precios a nivel más granular. Un ejemplo reciente es la fuerte caída sufrida por los valores financieros a nivel global en marzo: tanto las acciones seguras como las de mayor riesgo corrieron igual suerte, ofreciendo una buena oportunidad a las gestoras activas para invertir en algunas entidades financieras de gran calidad.

En línea con nuestra creencia en mantener carteras diversificadas, con la selección de valores como principal motor de rentabilidad y una postura flexible para aprovechar oportunidades tácticas, nuestras carteras de multi-activos mantienen un posicionamiento neutro entre acciones y bonos, rotando de forma táctica entre ellas y concentrándose en mayor medida en la composición subyacente de las carteras. Hace poco recogimos beneficios en renta variable, pasando a infraponderar ligeramente la clase de activos; aquí mantenemos nuestra preferencia relativa por mercados no estadounidenses, donde encontramos oportunidades más atractivas en términos de valoración frente a beneficio.

En renta fija, nuestras estrategias de multi-activos han pasado de sobreponderar ligeramente la deuda soberana a una postura de duración neutra, lo cual implementamos recortando posiciones en el extremo a largo plazo de la curva de *treasuries* estadounidenses tras su reciente repunte. También nos siguen gustando ciertos bonos soberanos y divisas de mercados emergentes, como Brasil y México. Por lo demás, hemos aprovechado varias oportunidades de diferencial y de deuda soberana en ciertas áreas de crédito europeo con grado de inversión en nuestras estrategias sostenible y de *income*.

En muchas de nuestras carteras, tanto de multi-activos como de renta variable, mantenemos niveles de liquidez superiores a la media para sacar partido a oportunidades tácticas.

Por lo que respecta a las acciones, hemos liquidado algunas de las posiciones más defensivas que habían mostrado una buena evolución en las últimas semanas, y aprovechamos la volatilidad bursátil para comprar valores cíclicos de mayor calidad, incluidos bancos de gran tamaño. Estas entidades son objeto de una regulación estricta y muestran perfiles sólidos de crédito

“ En muchas de nuestras carteras, tanto de multi-activos como de renta variable, mantenemos niveles de liquidez superiores a la media para sacar partido a oportunidades tácticas ”

y liquidez, pero sufrieron fuertes caídas en el marco de los recientes acontecimientos en Estados Unidos y Suiza. Por países, continuamos encontrando oportunidades interesantes en Japón, donde los nuevos datos actúan como catalizadores adicionales. Japón ha sido uno de nuestros mercados favoritos, de la mano de varias empresas que están mejorando su apalancamiento operativo con un impacto positivo en sus beneficios.

Además, estas empresas están elevando la rentabilidad para sus accionistas mediante subidas de dividendo y operaciones de autocartera, incluso sin el respaldo del entorno macroeconómico. No obstante, podría estar surgiendo un obstáculo en este ámbito. Los sindicatos nipones lograron subidas significativas en el *shuntō*, la ronda anual de negociaciones salariales que se celebra cada primavera: la subida media parece rondar el 4%, por encima de lo que esperaba el mercado, de la mano de escasez de mano de obra. Según nuestro equipo de inversión en Japón, esto podría ser el factor que permite a la economía doméstica empezar a experimentar un crecimiento autosostenido en los próximos años, dado que el consumo responde a los mayores salarios. Pero sobre todo, creemos que los márgenes de beneficio serán capaces de contrarrestar el impacto negativo de los mayores costes salariales, gracias a las ganancias de productividad que hemos comenzado a ver en el sector corporativo y a cierta repercusión de precios. Estos desarrollos parecen estar pasando desapercibidos para la mayoría de los inversores.

También seguimos encontrando oportunidades en China. Nuestras carteras de Asia y mercados emergentes (ME) ampliaron sus posiciones básicas en el gigante asiático a comienzos del cuarto trimestre de 2022, cuando todo lo relacionado con el país suscitaba aversión. Más recientemente, recortamos la exposición a las acciones percibidas como «ganadoras» de la reapertura, que habían protagonizado fuertes repuntes. La liquidez obtenida se reinvertió en áreas de crecimiento estructural a largo plazo que habían perdido el favor de los inversores, como ciertas compañías de renovables.

El primer trimestre de 2023 ha sido escenario de acontecimientos inesperados. Ante todo, la resiliencia de los mercados (sobre todo de la renta variable) ha sorprendido a muchos. Tal solidez podría persistir en los próximos meses, pero no sin rachas de volatilidad. Dicho esto, todavía no estamos fuera de peligro, pues varios riesgos podrían materializarse y aguar la fiesta: mayor inflación (ayudada por los recientes recortes de producción de crudo de la OPEP+), un bajón de la demanda más temprano y profundo de lo previsto, y nuevos problemas en el sector financiero. En la era de la banca telefónica disponible 24 horas al día, 7 días a la semana (que el pasado trimestre permitió la fuga de en torno a un 25% de los depósitos de dos entidades en el plazo de un día), una pérdida de confianza en el sistema financiero y una retirada masiva de depósitos podrían provocar el colapso de incluso el banco más sólido. Todo es posible, pero formular predicciones claras ahora mismo sería en vano. En nuestra opinión, una opción mucho más fructífera es prepararse. En las próximas páginas te ofrecemos las opiniones y perspectivas de nuestros equipos de inversión en renta variable y multi-activos, además de un análisis de nuestro analista de banca global, con más color a nivel regional o temático. Esperamos que esta sea una lectura grata e interesante, y os deseamos un buen segundo trimestre.

Fabiana Fedeli, CIO de renta variable, multi-activos y sostenibilidad



Multi-activos



Steven Andrew

Gestor de fondos multi-activos

¿El descenso de la liquidez realizará el trabajo pesado a partir de ahora?

Los meses iniciales de 2023 fueron un duro recordatorio de la capacidad de sorpresa de los mercados financieros.

El aire de cauto optimismo que había acompañado al *rally* de la mayoría de las clases de activos en enero se vio sustituido gradualmente a lo largo de febrero por una creciente cautela en torno al tema favorito del mercado: la política de tipos de interés en Estados Unidos. En este sentido, la subida de 25 pb realizada por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal en febrero fue recibida como una señal restrictiva, pues la entidad advirtió de que «sería adecuado implementar nuevas subidas del rango objetivo». Tras ello, unos datos económicos mejores de lo previsto, sobre todo los relativos al mercado laboral, animaron a los mercados a descontar nuevas subidas del precio del dinero en la segunda mitad del año, hasta tocar techo por encima del 5,5%.

El 9 de marzo, el presidente de la Fed, Jerome Powell, acentuó aún más si cabe su retórica de endurecimiento al declarar que «los datos económicos más recientes han sido más sólidos de lo esperado, lo cual sugiere que el tipo de interés terminal será probablemente más alto de lo previsto inicialmente».

Al día siguiente, todo cambió.

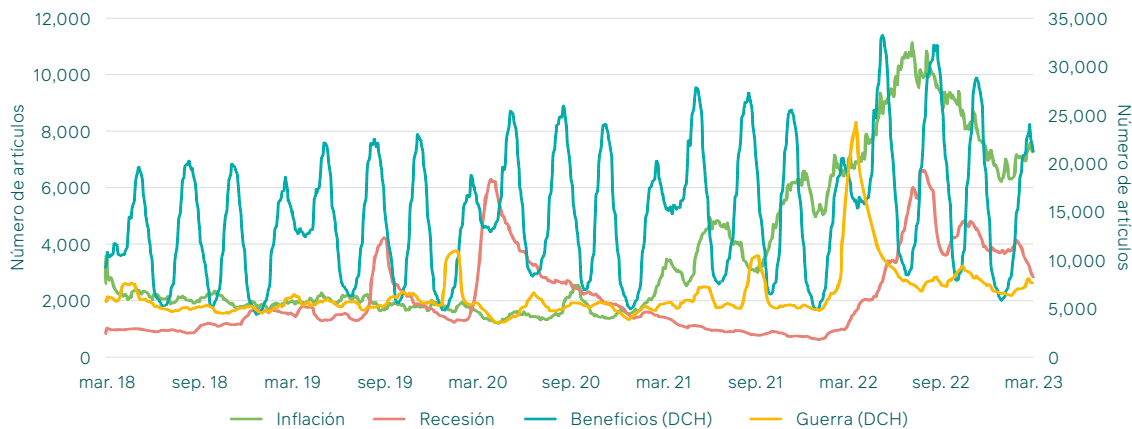
Ahora, los mercados descuentan un descenso de los tipos de interés estadounidenses.

La quiebra de Silicon Valley Bank (SVB) y el subsiguiente análisis de los temores de contagio han desbancado a cualquier indicador de la economía real apuntando a que a la Fed todavía le queda trabajo por hacer. La percepción actual es que el endurecimiento efectivo de la provisión de liquidez por parte de un sector bancario de repente cauto hará seguramente el trabajo pesado en adelante, y los datos macro a corto plazo se consideran categóricamente retrospectivos y menos relevantes.

Como profesionales en la asignación de activos, estamos acostumbrados a que el mercado nos recuerde de vez en cuando que está más que dispuesto a dar una lección de humildad a cualquier inversor cargado de predicciones y de exceso de confianza. Así, abordamos con una saludable falta de certidumbre el abanico de rutas que podrían enfilarse la economía y los mercados. A este respecto, observar el comportamiento de las cotizaciones es un punto de partida clave.

En el contexto del cambio de rumbo tan pronunciado de los tipos de intervención, es interesante destacar que el mercado de renta variable sigue mostrando un comportamiento relativamente bueno (respaldado de forma considerable en Estados Unidos por los gigantes tecnológicos, que podrían percibirse como un tanto por delante del resto de compañías). Además, nuestro «monitor de narrativas» ilustra la respuesta casi demasiado serena de los mercados financieros a los acontecimientos recientes; esta herramienta no muestra ningún cambio significativo en el nivel de preocupación en torno a la recesión (o la inflación) en la prensa financiera, pese a lo que cabría considerarse como un malestar significativo.

Gráfico 4: Monitor de narrativas – Número de artículos mencionando palabras clave en los últimos cinco años



Fuente: Bloomberg, 31 de marzo de 2023.

Como hemos visto en las últimas semanas, en las que el BCE y la Fed han subido tipos en 50 y 25 pb, respectivamente, los bancos centrales continúan concentrados sobre todo en combatir la inflación. A este respecto, será importante evaluar señales del canal crediticio de que la crisis bancaria podría estar «ayudando».

Los *treasuries* a largo plazo han experimentado un repunte superior al 5,0% en cuestión de días, lo cual ha reducido su TIR del 4,0% a cerca del 3,6%. Este fuerte movimiento nos ha llevado a recortar nuestra exposición a la deuda pública, recogiendo beneficios tras una revalorización tan considerable.

De modo más estratégico, seguimos viendo oportunidades de mayor rentabilidad y diversificación en todo el espectro de la renta fija, tal como demuestra la descorrelación renovada en todas las clases de activos en las últimas semanas. Mantenemos nuestra preferencia por los tramos a largo plazo de la curva de *treasuries* (pese a haber recortado en gran medida estas posiciones desde el cuarto trimestre de 2022), y también nos gustan ciertos bonos soberanos y divisas de mercados emergentes, como Brasil y México. Por lo demás, hemos aprovechado varias oportunidades de diferencial y duración en ciertas áreas de crédito europeo con grado de inversión en nuestras estrategias sostenible y de *income*. Para nuestra gama más amplia multi-activos, mantenemos una postura relativamente neutra en deuda corporativa. Por lo demás, nuestra exposición a la renta variable es de neutra a infraponderación, con una preferencia relativa por bolsas no estadounidenses. Tras haber respondido a la volatilidad de mercado en el cuarto trimestre, hemos adoptado posiciones por lo general más neutras en nuestras estrategias, con margen para añadir riesgo si eventuales episodios de volatilidad presentan oportunidades.



Global



Daniel White

Director de renta variable global

Los acontecimientos recientes son un útil recordatorio de que la incertidumbre abunda en los mercados financieros

Continuamos observando un entorno macroeconómico en plena y rápida evolución. Llevamos en torno a 12 meses en un ciclo de subidas agresivas de los tipos de interés, y los efectos de dichas medidas están comenzando a manifestarse. Uno de ellos es su impacto en los balances de los bancos regionales estadounidenses. Nuestra exposición en renta variable es relativamente neutra, inclinándonos por mercados más baratos, algunos bancos de gran tamaño y acciones tecnológicas. El sector tecnológico podría beneficiarse de un descenso de la presión de los tipos de interés y de modelos de negocio sólidos y con abundante liquidez, reforzada por los recientes recortes de costes.

Como en los últimos meses, mantenemos un nivel elevado de liquidez para aprovechar oportunidades a corto plazo y la volatilidad del mercado, que seguramente persistirá en el futuro inmediato debido a la incertidumbre asociada con los tipos de interés, la inflación y el crecimiento.


Los acontecimientos del último trimestre son un útil recordatorio de que la incertidumbre abunda en los mercados financieros. Tomemos por ejemplo el caso de SVB: a comienzos de febrero, era una de las acciones bancarias de mejor comportamiento en 2023; a mediados de marzo, su cotización se había suspendido (tras haber caído un 70% desde sus máximos) y la compañía pasaba a manos del regulador.

Pese a no sugerir necesariamente que habrá «otro SVB», creemos que el resto del año será igual de complicado. Las autoridades monetarias se enfrentan a dilemas, y el debate entre un «aterrizaje suave o forzado» todavía no se ha resuelto. Además, se acerca a la temporada de publicación de resultados trimestrales, que no solo aportará información sobre el bajón económico y la potencial recuperación, sino también sobre cómo el sector bancario está soportando las repercusiones de la quiebra de SVB.

¿Qué pueden hacer los inversores en esta época de incertidumbre?

Nosotros nos inclinamos por un enfoque equilibrado.

“ La temporada de publicación de resultados [debería] aportar más datos sobre cómo el sector bancario está soportando las repercusiones de la quiebra de SVB ”



Hemos añadido riesgo a nuestras carteras allí donde han surgido oportunidades, eliminado riesgo cuando los fundamentales han cambiado claramente, y nos hemos mantenido «en compás de espera» en casos en los que no tenemos una perspectiva particularmente definida o en los que el binomio riesgo/rentabilidad no está claro.

Además de obtener liquidez en varias estrategias de cara a oportunidades venideras, cuando estas se han materializado hemos aprovechado la volatilidad para ampliar posiciones existentes a precios más atractivos, así como buenos puntos de entrada para posiciones nuevas, sobre todo en los sectores sanitario y de suministro público. Por lo demás, hemos rotado nuestra exposición entre grupos de tecnologías de la información (IT). Tampoco hemos dudado en limitar nuestras pérdidas de considerarlo necesario, como ha ocurrido con bancos regionales estadounidenses. Aunque las acciones de todo el sector han sufrido fuertes caídas, el coste probable de una mayor regulación y supervisión se traducirá en niveles estructuralmente más bajos de rentabilidad corporativa y de inversión.

Dicho esto, también permanecemos ágiles.

Incluso como inversores a largo plazo, es importante que nuestras perspectivas o posiciones no se anquilosen o se tornen dogmáticas. Este es especialmente el caso en mercados financieros que son objeto de cambios rápidos.

Los hechos pueden cambiar, y las cotizaciones y valoraciones pueden hacerlo más rápido aún.

Uno debe ser consciente de los retos futuros, pero también estar preparado para aprovechar las oportunidades creadas inevitablemente por tales desafíos.



Japón



Carl Vine

Co-Director de renta variable del Pacífico asiático

¿Está mejorando la visión de conjunto?

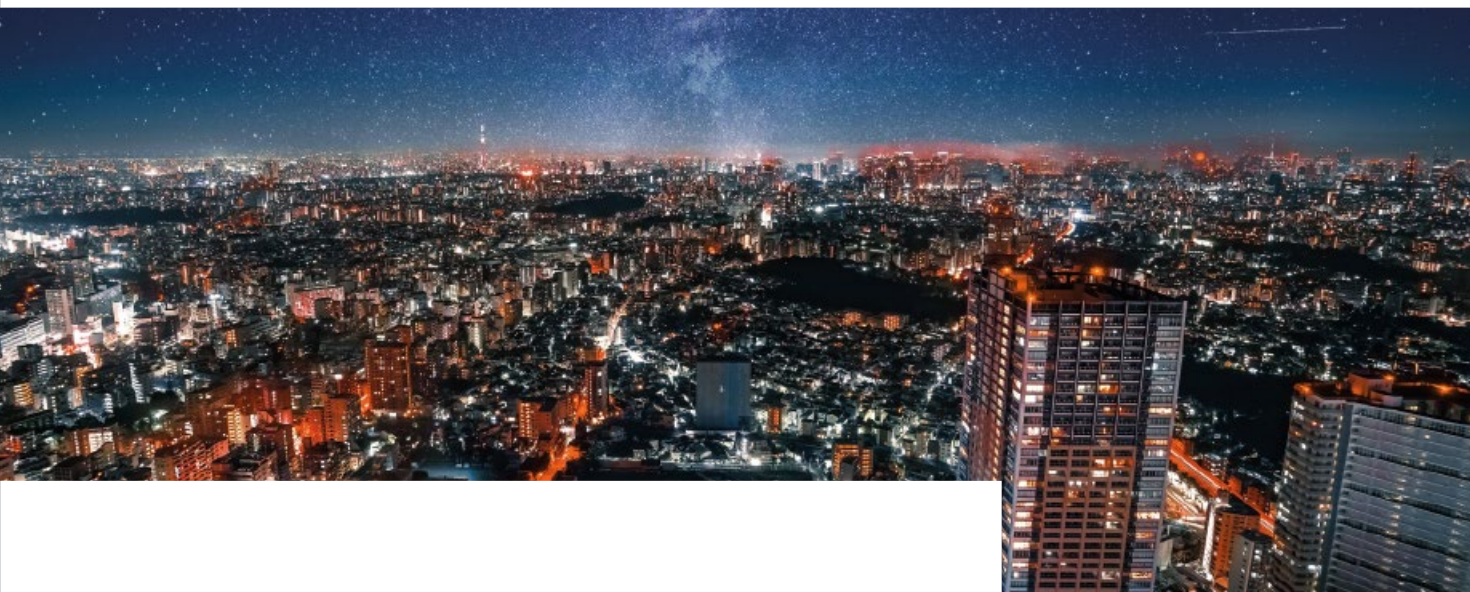
El panorama estructural de los beneficios bursátiles en Japón continúa inspirándonos confianza. Nuestro optimismo se basa en la dinámica de autoayuda constante del sector corporativo, que continúa aprovechando oportunidades asequibles para elevar sus márgenes y optimizar sus estructuras y estrategias. Este tema nos gusta porque no requiere un respaldo macroeconómico sólido.

No obstante, cabe destacar que podría estar surgiendo un impulso macro susceptible de añadir interés a la historia: la dinámica salarial en Japón está cambiando de forma significativa. No es improbable que la economía doméstica empiece a experimentar un crecimiento autosostenido en los próximos años, dado que el consumo responde a los mayores salarios. Estos desarrollos parecen estar pasando desapercibidos para la mayoría de los inversores.

Por fin, subidas salariales

Los sindicatos nipones lograron subidas significativas en el *shuntō*, la ronda anual de negociaciones salariales que se celebra cada primavera: la subida media parece rondar el 4%, por encima de lo que esperaba el mercado. La escasez de mano de obra está impulsando los salarios en muchos sectores de la economía, para trabajadores cualificados y no cualificados, y a tiempo tanto parcial como completo. Todo apunta a que la tasa de paro volverá a niveles que no se veían desde comienzos de los noventa (cerca del 2%), mientras que las nuevas vacantes continúan creciendo hasta los máximos alcanzados antes de la pandemia. De cara a los próximos años, subidas salariales continuadas del 3% al 5% parecen cada vez más probables. Comparado con el crecimiento casi nulo del beneficio en efectivo en las dos décadas pasadas, esto representa un cambio significativo. Dos preguntas clave saltan a la vista: ¿Conducirá esto a un mayor consumo? ¿Y sufrirán los márgenes de beneficio?

Por lo que respecta al consumo, y aunque la ronda salarial del 4% equivale básicamente a la actual tasa general de inflación, el descenso de los precios de la energía y la ligera apreciación del yen sugieren que el índice de precios de consumo (IPC) tiende hacia el 2% para 2023 en su conjunto. Si tenemos también en cuenta la normalización de la reapertura, no cuesta mucho imaginar que esta bienvenida subida de las rentas reales impulse el crecimiento de la demanda doméstica por encima de las expectativas actuales.



En cuanto al beneficio corporativo, en igualdad del resto de condiciones, unos mayores salarios deberían contraer los márgenes. No obstante, esto asume que la productividad se mantiene constante, mientras que estamos viendo ganancias significativas de la productividad de las empresas, sobre todo en las que cotizan en bolsa. Asimismo, presupone que los precios de los productos no se elevan para repercutir los costes de insumos crecientes, lo cual sí está ocurriendo.

En general, las economías de otros países están tratando de contener la espiral de precios/ salarios crecientes, pero Japón intenta fomentarla. Mayores niveles de salarios reales, productividad y crecimiento real, unidos a una inflación moderadamente positiva y un mayor crecimiento nominal, pueden tener lugar fácilmente con márgenes planos o crecientes.

Un círculo virtuoso entre precios y salarios es del todo posible en Japón, lo cual añadiría un significativo impulso potencial a lo que consideramos un panorama ya atractivo para el crecimiento de los beneficios bursátiles.

“ Vemos ganancias significativas de la productividad de las empresas, sobre todo en las que cotizan en bolsa ”



Asia Pacífico (excluyendo Japón)



Dave Perrett

Co-Director de renta variable del Pacífico asiático

Prepararnos nos permite ignorar el ruido

Tras un convulso 2022, diversos acontecimientos han sacudido a los mercados durante el primer trimestre de 2023 sin darles apenas respiro. Con el descenso de los trastornos de suministro a nivel global y el fin de la política de cero COVID en China, estas preocupaciones se han visto desbancadas por los temores en torno al sector bancario mundial, sobre todo en los mercados occidentales, dando pie a una volatilidad considerable entre las acciones financieras y los tipos de interés a corto plazo en toda Asia. En la propia región, las tensiones entre China y Estados Unidos, tras disminuir brevemente a finales de 2022, han vuelto a intensificarse con las nuevas sanciones tecnológicas impuestas por Washington y la visita de Xi Ji Ping a Rusia.

Aunque actualmente abundan las «noticias» en todo el mundo, nuestro equipo sigue concentrado en un enfoque de análisis *bottom-up* diferenciado. En lugar de aspirar a responder a las grandes preguntas macroeconómicas, dialogamos continuamente con las compañías en cartera y de nuestro universo de inversión para comprender los principales motores a medio plazo de su negocio y determinar si estas tendencias importantes se mantienen o cambian. El resultado final de nuestro análisis no es la capacidad de pronosticar mejor que otros los desenlaces a corto plazo, sino una idea general de cuál debería ser la valoración subyacente a medio plazo de una compañía. Esta preparación nos permite ignorar el «ruido» que rodea a los periodos de disrupción del mercado, y aprovechar la volatilidad excesiva de las cotizaciones o los temores de contagio no justificados en beneficio de nuestros clientes.

“ El resultado final de nuestro análisis no es la capacidad de pronosticar mejor que otros los desenlaces a corto plazo, sino una idea general de cuál debería ser la valoración subyacente a medio plazo de una compañía ”

Por ejemplo, ampliamos nuestras posiciones básicas en China a comienzos del cuarto trimestre de 2022, cuando todo lo relacionado con el gigante asiático suscitaba aversión. Más recientemente, recortamos la exposición a las acciones percibidas como «ganadoras» de la reapertura, que habían protagonizado fuertes repuntes. La liquidez obtenida se reinvertió en áreas de crecimiento estructural a largo plazo que habían perdido el favor de los inversores, como ciertas compañías de renovables. Entre las oportunidades potenciales figuran valores financieros regionales atrapados por nuevos temores de contagio a nivel global, con varios bancos en cartera mejor capitalizados y con balances más conservadores que sus homólogos globales. Además, las actividades bancarias de estas entidades son mucho más sencillas y tradicionales. También seguimos a varias compañías cíclicas que podrían ser transitoriamente vulnerables a los temores de crecimiento a nivel global. Pese a no estar en posición de pronosticar la demanda global mejor que el mercado, sí somos capaces de identificar sectores en que las condiciones de oferta son muy limitadas respecto a sus niveles históricos.

En resumen, continuamos tratando de posicionar nuestra labor de análisis y de construcción de cartera de modo que nos permita sacar partido a la disrupción del mercado, en lugar de vernos obligados a responder de forma pasiva a la misma.



Mercados emergentes



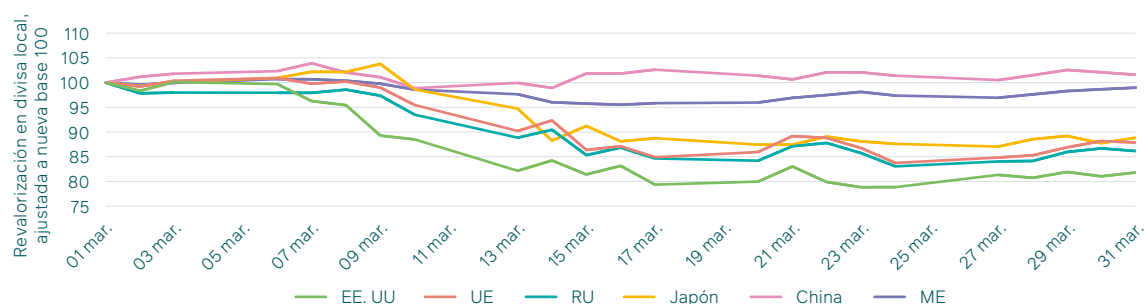
Michael Bourke

Director de renta variable emergente

Pronosticar es inútil en los ME: la experiencia es crucial para prepararse

En el primer trimestre de 2023, una racha de locura en torno a los bancos se apoderó de los mercados y se dedicó mucho tiempo a sopesar las debacles de SVB y Credit Suisse. En este contexto fue fascinante constatar la resiliencia mostrada por los bancos de mercados emergentes (ME), y en particular por las entidades chinas, que han mostrado una evolución muy defensiva:

Gráfico 5: Evolución de los bancos regionales



Fuente: Refinitiv DataStream, todos los sectores de bancos regionales son índices DS, con la excepción de la banca de ME (MSCI), a 31 de marzo de 2023. Ajustado a nueva base 100 a 1 de enero de 2023. Rentabilidades en divisa local.

En el sector bancario de ME, el valor de los activos disponibles para la venta (AFS) se ajusta a su precio de mercado y se contabiliza la ganancia o pérdida correspondiente. Además, las entidades financieras de este universo tampoco han estado expuestas al prolongado repunte del mercado de deuda previo a la reciente subida de los tipos de interés estadounidenses: las autoridades de ME nunca habían recortado sus tipos de intervención en la misma medida. El riesgo de «esqueletos en el armario» es mucho más bajo. En el sector de aseguradoras, y en el marco de la búsqueda de renta, las compañías occidentales han añadido muchos más bonos corporativos con calificación BBB vulnerables a un bajón en un escenario de recesión, así como tipos de interés crecientes o a una huelga de compradores. De nuevo, las aseguradoras de ME no han participado en tales actividades. Por estos motivos, mantenemos la sobreponderación de los valores financieros en el universo emergente, y no vemos canales de contagio de los acontecimientos actuales.

Un riesgo que sí podría afectar a los valores financieros de ME es el de un escenario de «aterrijamiento forzoso/bajón prolongado» en Estados Unidos y Europa, que frenaría el crecimiento en los emergentes e inevitablemente plantea el riesgo (normal para los bancos) de mayores problemas de calidad de los activos. Este es un riesgo del que somos plenamente conscientes y monitorizamos de cerca. Dicho esto, creemos que el sector presenta un margen de seguridad decente al cotizar significativamente por debajo de otros sectores en los ME, y podría registrar rentabilidades superiores. Conocer íntimamente nuestras posiciones y estar preparados para evaluar nuevas oportunidades mediante nuestro proceso bien definido nos ha permitido navegar con éxito este revés y sembrar nuevas ideas.

La respuesta de la Fed podría actuar como catalizador para que los ME afiancen su posición. Si el banco central estadounidense pausa su ciclo de endurecimiento, daría a sus homólogos de ME un respiro para recortar sus tipos de interés desde niveles elevados. Una vez se disipe el actual episodio de aversión al riesgo, el dólar podría depreciarse y contribuir a un entorno favorable para la renta variable emergente.

En resumen, continuamos viendo catalizadores positivos para los ME, partiendo de valoraciones atractivas y la mejora de los márgenes de beneficio corporativos. La reapertura de China refuerza esta confianza, si bien persisten los retos a largo plazo a los que se enfrentan los inversores en el gigante asiático.



Impacto



John William Olsen

Director de renta variable de impacto

Desarrollar resiliencia para abordar conmociones externas

El primer trimestre de 2023 ha sido sin duda interesante. Las consecuencias del rápido endurecimiento monetario están revelando grietas en el sistema financiero, que en retrospectiva parecían obvias, pero no lo eran tanto. Nuestras perspectivas del trimestre pasado no mencionaban retiradas masivas de capital de bancos regionales estadounidenses o tribulaciones de bancos de inversión suizos como posibles sorpresas este año. Al estar basado en la confianza y el apalancamiento, el sistema bancario se torna muy frágil cuando se pierde la confianza, y repararlo cuando se rompe conlleva un elevado coste social. Cabe afirmar que Credit Suisse ya llevaba un tiempo en apuros, pero desarrollos o acontecimientos en otros bancos por lo demás saludables, cogieron a la mayoría por sorpresa y mantuvieron a los profesionales de la inversión pegados a sus pantallas.

La quiebra de SVB tuvo un ángulo de sostenibilidad específico. Gran parte del capital del banco estaba en manos de fondos de orientación sostenible, ya que la entidad no financiaba a la industria de combustibles fósiles y había concedido una parte considerable de sus préstamos a compañías tecnológicas de energías renovables. Esto exacerbó más si cabe la carga política de la discusión entre defensores y detractores de los enfoques ESG en Estados Unidos, y llevó incluso a un gobernador a atribuir el fracaso directamente a las iniciativas de diversidad e inclusión de SVB. El banco aplicaba buenas políticas sociales, alineadas con sus grupos de interés dominados por California, pero creemos que la mayoría de la gente reconocerá que el argumento de causalidad es poco convincente.

Todo el mundo está concentrado en dónde aparecerá la próxima grieta y cuáles serán las consecuencias, pero situaciones como esta ponen de relieve la importancia de las responsabilidades (a veces no tan obvias) de un gestor de cartera: no formular predicciones, sino gestionar adecuadamente el riesgo y aplicar un riguroso proceso de debida diligencia a cada empresa. Estos dos aspectos son especialmente importantes en momentos de riesgo de liquidez elevado, y este es sin duda el caso ahora que la era de dinero fácil llega a su fin.

“ La resiliencia del modelo de negocio y la solidez del balance serán requisitos clave si resulta más difícil acceder a liquidez ”

La resiliencia del modelo de negocio y la solidez del balance serán requisitos clave si resulta más difícil acceder a liquidez. En nuestras estrategias llevamos a cabo evaluaciones cruciales de la calidad, resistencia, solidez financiera y capacidad general de las compañías para lidiar con conmociones externas. El mandato de nuestras estrategias de impacto también incluye invertir en compañías jóvenes y pioneras con un fuerte potencial de crecimiento. Esto hace que la evaluación de la resiliencia corporativa sea más crucial todavía, dado que las empresas pequeñas y crecientes son más vulnerables si el acceso a capital disminuye y se encarece. No obstante, estas compañías constituyen tan solo una parte pequeña de cada estrategia y suelen tener una base de costes flexible, bajos requisitos de capital y balances saneados. Además, el riesgo que conllevan también está equilibrado con las que generan abundantes niveles de liquidez y rentabilidades firmes y elevadas. No hemos identificado la necesidad de realizar cambios de estrategia sustanciales de cara a potenciales grietas futuras. Lo que sí hemos hecho es recortar posiciones en acciones que han registrado fuertes subidas, y ampliado ciertas tenencias de tecnologías de la información (IT) en puntos de entrada que nos parecen muy atractivos. En línea con nuestras expectativas del trimestre pasado, no descartamos nuevas sorpresas «inesperadas» en adelante.



Análisis de renta variable



Ed Booth

Director adjunto de análisis de renta variable y analista de banca global

Sube la temperatura para las acciones bancarias

Los mercados se han visto sacudidos por la rapidez de las retiradas masivas de depósitos en ciertos bancos en la era de la banca telefónica disponible 24 horas al día, 7 días a la semana, que permitió la fuga de en torno a un 25% de los depósitos de dos entidades en el plazo de un día.

Entretanto, los mayores tipos de interés están afectando a los bancos regionales estadounidenses que habían acumulado tenencias significativas de valores de mayor duración para proteger su poder de generación de beneficio cuando el precio del dinero estaba en mínimos históricos. Ahora, estas entidades se enfrentan a la mayor inversión de la curva de tipos (tanto en términos de tamaño como de duración) desde comienzos de los ochenta, junto a retiradas persistentes de depósitos debido al endurecimiento cuantitativo y a la búsqueda de mayores intereses del ahorro por parte de sus clientes. Estos son retos considerables para los bancos, cuyo propósito social es transformar los depósitos inmediatos de sus clientes en préstamos a largo plazo para la economía.

Por motivos similares, el mercado se muestra preocupado por el segmento de la propiedad inmobiliaria comercial y por los desequilibrios creados por la banca paralela. En resumen, estas circunstancias sustituyen al consenso igualmente único de «tipos de interés más bajos para siempre» que predominaba en el mercado hace apenas dos años, y que dejó a varios participantes con posiciones en activos de larga duración y TIR bajas financiados por pasivos de duración corta. Ahora, estas tenencias se están encareciendo rápidamente. Los bancos, como los mercados, no lograron predecir el abanico de desenlaces potenciales durante lo peor de la pandemia.

¿Y ahora qué? Cabe esperar que los factores mencionados creen tensiones adicionales, sobre todo para los modelos de negocio monolínea más expuestos. Los reguladores también responderán a cada una de estas cuestiones, endureciendo las condiciones para los bancos con mayor exposición, y especialmente para las entidades regionales estadounidenses sujetas previamente a una regulación menos estricta. Es probable que ello también lleve a todos los bancos a asumir que la fuga de depósitos se intensificará para entidades en apuros, reflejando las nuevas realidades de Twitter y la banca a través del móvil.

“ Los mayores tipos de interés están afectando a los bancos regionales estadounidenses que habían acumulado tenencias significativas de valores de mayor duración para proteger su poder de generación de beneficio cuando el precio del dinero estaba en mínimos históricos ”

En tal entorno, habrá ganadores relativos en el sector. Los mayores bancos estadounidenses (y la mayoría de los europeos) presentan una mayor resiliencia ante tales desarrollos. Las exposiciones a los tipos de interés y la solidez de los depósitos ya son objeto de presión rutinaria (a través de un rango de medidas de supervisión, como por ejemplo ratios de cobertura de liquidez, coeficientes de financiación estable neta, riesgo de tipos de interés de las entidades) y el valor de los activos disponibles para la venta (AFS) se ajusta a su precio de mercado cada trimestre.

Esto ha mantenido el riesgo de tipos de interés más bajo en estas entidades y las ha forzado a diversificar sus fuentes de beneficio. Se trata de bancos «universales» diversificados, que sirven a un amplio rango de tipos de clientes y derivan sus beneficios de distintas áreas de la curva de tipos, así como de negocios no bancarios. De este modo, están protegidos de lo peor de la tormenta.

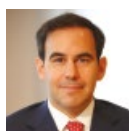
Igualmente, mientras el dinero de los clientes comienza a moverse desde cuentas corrientes a depósitos a plazo con mayor rentabilidad en la eurozona, las regulaciones bancarias ya son más rigurosas en términos de liquidez, la curva de tipos está menos invertida, y los tipos de interés han subido de forma menos pronunciada. Estos dos últimos factores mitigan tanto los flujos de depósitos como los riesgos de activos, los dos problemas que han pasado a un primer plano recientemente. Si las presiones económicas y de tipos de interés no tardan en aliviarse y disminuye la preocupación actual en los mercados, estos bancos también podrían lograr rentabilidades sustancialmente superiores a las del ciclo pasado, lo cual respaldaría sus valoraciones a largo plazo.

El cambio extremo en los tipos de interés del universo desarrollado ilustra nuevamente que la preparación, a través de la diversificación y una regulación prudente, ayuda a soportar el dolor. No cabe duda de que un retorno tan rápido a tipos de interés que no se veían en los mercados desarrollados en 15 años seguirá haciendo daño, pero los bancos más sólidos superarán esos temores. Asumiendo que logra evitarse una recesión profunda, ya estamos viendo oportunidades de valoración entre ellos.





Convertibles



Leonard Vinville
Director de deuda convertible

Un enfoque selectivo es crucial para mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo

Como inversores en convertibles, podemos abordar la incertidumbre mediante tres herramientas: calidad crediticia, estructura o factores técnicos de opciones, y renta variable.

La deuda corporativa nos ofrece una «sustanciosa veta» de oportunidades de inversión. Creemos que en Estados Unidos y Europa los diferenciales de crédito se han normalizado en nuestro rango razonable de 400 a 500 puntos básicos (pb) para créditos *crossover*. Estos diferenciales, unidos a mayores tipos de interés, proporcionan rentas atractivas. En Asia, los diferenciales de crédito high yield se han ensanchado de forma considerable durante el trimestre pasado, proporcionando valoraciones bajas. Además, los diferenciales implícitos de los convertibles suelen ser más anchos (más baratos) que los bonos convencionales equivalentes, tanto en convertibles «a dinero» como «muy fuera de dinero¹».

“ En el actual entorno, nos gusta más el crédito que la renta variable ”

Por lo que respecta a las acciones, no obstante, sus valoraciones nos inspiran menos confianza en el marco de los riesgos macroeconómicos y de beneficio en el horizonte. Las acciones estadounidenses todavía presentan valoraciones elevadas, mientras que sus homólogas europeas y asiáticas son por lo general más baratas, teniendo incluso en cuenta los diferenciales sectoriales y de crecimiento. En el actual entorno, nos gusta más el crédito que la renta variable.

Los acontecimientos de marzo en el sector bancario ponen de relieve la necesidad de estar preparados de cara a imprevistos. Para nosotros, esto significa ser muy selectivos a la hora de elegir nuestras inversiones. Nuestro plan de acción implica comprar no solo la compañía correcta, sino también la estructura de convertibles adecuada. Buscamos convertibles a dinero (ATM), convexos y con una calidad crediticia elevada, una baja distancia hasta el suelo del bono y suficiente delta[#] para permanecer expuestos a un potencial de revalorización si las acciones subyacentes ven subir su cotización, pero caer en menor medida si las acciones pierden terreno. También nos concentramos en compañías con mejores modelos de negocio y capacidades contrastadas de generación de flujo de caja libre. Un ejemplo de ello es nuestra inversión en un convertible emitido por un proveedor de diagnósticos radiológicos para detección de cáncer. Se trata de una empresa con calificación no oficial BB, cuyas actividades afianzadas brindaban un buen suelo de renta fija y la acción cotizaba por debajo de su valor razonable. Además, el mercado no había considerado su cartera clínica, lo cual brindaba respaldo adicional a su valoración, mientras que la opción a dinero (ATM) incorporada en el convertible nos permitía participar en el potencial al alza de la acción.

¹Una opción está «a dinero» cuando su precio de ejercicio coincide con el actual precio de mercado de su instrumento subyacente. Un convertible «muy fuera de dinero» (o «reventado») es aquél cuya acción subyacente cotiza muy por debajo de su precio de conversión.

[#]Delta compara el cambio en el precio de una opción con el de su instrumento subyacente. Así, puede ayudar a los gestores a determinar la probabilidad de que el precio de la opción suba o baje al variar la cotización del instrumento subyacente.

Aunque el volumen de nuevas emisiones en lo que va de año está cumpliendo nuestras expectativas, con una mayor variedad de emisores y condiciones atractivas respecto a los últimos años, nuestro enfoque altamente selectivo nos ha llevado a participar solamente en cerca de un 13% de las nuevas emisiones este año.

Tenemos un amplio universo en el que identificar oportunidades de inversión, que examinamos en su totalidad (emisiones tanto nuevas como existentes) en busca de inversiones con perfiles riesgo/rentabilidad atractivos, pero mantenemos un enfoque selectivo. También creamos oportunidades invirtiendo de manera flexible. Por ejemplo, en una inversión en viajes y turismo combinamos un convertible con delta baja y un diferencial implícito elevado para un inversor con grado de inversión con una posición en acciones, para beneficiarnos de la recuperación del sector. En el caso de un promotor inmobiliario chino, invertimos en dos bonos convencionales y en la propia acción, al considerar que el bono canjeable sintético tenía un vencimiento demasiado corto y una delta insuficiente. Para una inversión en una cadena de hoteles francesa, optamos por invertir en su bono perpetuo a una renta elevada en lugar de su convertible, pues la valoración de su acción no nos parecía suficientemente baja. En Asia, hemos invertido en un convertible emitido por un proveedor chino de servicios de comercio electrónico, viajes y comida a domicilio. Este título tiene una delta relativamente baja, pero cotiza a un diferencial implícito más ancho que sus bonos *investment grade* pese a tener dos años menos de vencimiento, y ofrece una opción sobre renta variable prácticamente gratuita.

La selección de títulos individuales es crucial. A través de un análisis exhaustivo de las características de opciones y manteniendo un enfoque de inversión flexible, comparando oportunidades entre estructuras corporativas, instrumentos (convertibles, bonos convencionales, acciones) y segmentos de crédito (sin calificación, con grado de inversión y high yield), podemos elegir la estructura de convertible que en nuestra opinión ofrece la mejor oportunidad de riesgo/rentabilidad y puede aportar mejores rentabilidades ajustadas al riesgo para nuestros clientes.

