

Exclusivamente para inversores profesionales.



Perspectivas de renta variable  
y multi-activos

# Transición energética: más allá de las renovables

Primer  
trimestre  
2024

## Contenido

Transición energética: más allá de las renovables	4
Prólogo de la CIO	5
Impacto	8
Global	10
Japón	12
Pacífico asiático excepto Japón	14
Mercados emergentes	16
Tecnología temática	18
Análisis global	20
Convertibles	22
Multi-activos	24

La información facilitada no debe considerarse una recomendación de compra o venta de ningún valor o título específico. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión. El valor de las inversiones podría fluctuar, 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.

# Transición energética: más allá de las renovables

El presente informe no es una simple previsión más para 2024, ofreciendo píldoras de conocimiento sobre cómo posicionar una cartera en los próximos doce meses. Al fin y al cabo, todos hemos leído ya suficientes pronósticos anuales, que podrían tener que modificarse de aquí a marzo.

Nuestras Perspectivas para el primer trimestre de 2024 son el resultado de un ejercicio de *brainstorming* llevado a cabo por nuestros equipos de inversión en renta variable y multi-activos para identificar áreas del mercado en las que todavía detectamos un potencial al alza significativo.

Las oportunidades que hemos descubierto combinan nuestras tres temáticas estructurales favoritas (infraestructura, innovación y el ecosistema de bajas emisiones de carbono) y se ven impulsadas por una misma fuerza transformadora subyacente: la transición energética.

Discutimos empresas de cable desde Francia hasta China, el papel crucial que juegan ciertos grupos japoneses en un mundo de bajas emisiones, la oportunidad emergente en renovables no conectadas a la red en la industria minera, y el doble impacto de la inteligencia artificial en la transición energética.

# No es una simple previsión más

El presente informe no es una previsión más para 2024, ofreciendo píldoras de conocimiento sobre cómo posicionar una cartera en los próximos doce meses. Para empezar, dada la amplitud y la rapidez de los movimientos de los precios que hemos visto en los últimos meses (recordemos el cambio de rumbo visto acontecido en noviembre), no me extrañaría que debamos revisar nuestras perspectivas varias veces en 2024. En segundo lugar, M&G Investments publicó sus Perspectivas de inversión para 2024 el pasado mes de diciembre (Vista desde las cumbres: qué cabe esperar en 2024), a las que nuestros equipos de renta variable y multi-activos contribuyeron comentando su posicionamiento en la recta final de 2023. Por último, todos hemos leído ya suficientes pronósticos anuales, que podrían tener que modificarse de aquí a marzo.

Así, nuestras Perspectivas para el primer trimestre de 2024 son el resultado de un ejercicio de *brainstorming* llevado a cabo por nuestros equipos de inversión que ha revelado un área del mercado en la que detectamos un potencial al alza significativo. Como bien es sabido, los directores de nuestros equipos de renta variable y multi-activos en M&G Investments se reúnen con regularidad para intercambiar opiniones sobre los mercados y discutir dónde han encontrado oportunidades. La tecnología ayuda, al permitir a nuestros colegas de Asia, Europa, Estados Unidos y África participar simultáneamente en este diálogo.

En nuestro informe de Perspectivas trimestrales de renta variable y multi-activos publicado en octubre de 2023 (titulado “Aterrizar en la oscuridad”) comentábamos que, tras el fuerte rezagamiento de las acciones percibidas como “sensibles a los tipos de interés” en el tercer trimestre, veíamos una buena oportunidad para ampliar posiciones en el segmento de infraestructura, pues los temores de tipos más altos durante más tiempo habían dejado a las empresas de suministro público e inmobiliarias cotizando en mínimos multianuales de valoración. El pánico en torno a las acciones con características similares a la renta fija (“acciones bono” o *bond proxies* en terminología anglosajona) había llevado al mercado a “tirar la fruta fresca con la podrida”: muchas de estas empresas presentaban balances saneados, con deuda a tipo fijo, vencimientos a largo plazo, capacidad de repercutir costes y dividendos atractivos. A esto añadíamos que, como siempre, es crucial aplicar un enfoque selectivo.

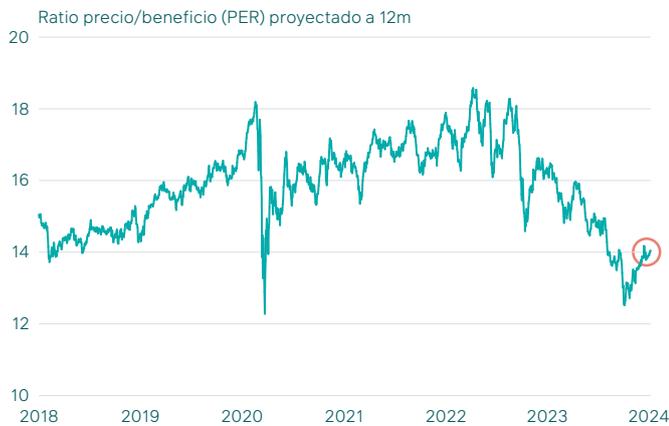
Creemos que la infraestructura es una de esas temáticas estructurales que, junto a la innovación y la economía de bajas emisiones, mantendrá su relevancia respaldada por el capital a largo plazo, con independencia de la incertidumbre macroeconómica a corto.

Muchas de estas acciones rezagadas comenzaron a repuntar pasado un tiempo, una vez la preocupación en torno a los tipos de interés tocó techo. Tras sufrir sendas caídas del 15% y del 11% desde enero hasta octubre, los índices MSCI All Country World Utilities y MSCI All Country World Real Estate repuntaron un 15% y un 19% desde sus mínimos hasta fin de año, respectivamente <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Fuente: Refinitiv DataStream, revalorización de los índices mencionados. Periodos de rentabilidad: del 1 de enero al 3 de octubre, y del 4 de octubre al 29 de diciembre de 2023.

**Gráfico 1. Valoraciones en mínimos en los sectores de suministro público e inmobiliario**

**Índice MSCI AC World Utilities**



**Índice MSCI AC World Real Estate**



Fuente: Bloomberg, 3 de enero de 2024.

En el sector de la infraestructura, 2023 fue un año especialmente difícil para las acciones vinculadas a la transición energética, como por ejemplo las de compañías de renovables. Los mayores tipos de interés sembraron temores en torno a su rentabilidad,

<sup>2</sup> Bajo un contrato de compra en firme, un tercero se compromete a comprar una cantidad determinada de un producto generado por un proyecto a un precio acordado.

<sup>3</sup> Datos hasta el 2 de enero de 2024.

<sup>4</sup> Fuente: Offshore wind should recover from its annus horribilis |ft.com.

<sup>5</sup> Fuente: Expedited Renewable Energy Solicitations Launched As Part of Governor Hochul's 10-Point Action Plan | NYSERDA.

<sup>6</sup> Fuente: NY launches offshore wind solicitation as it strives to meet green goals | Reuters.

<sup>7</sup> Fuente: IRENA, Renewable capacity highlights, marzo de 2023.

ya amenazada por cuellos de botella en las cadenas de suministro y por la presión de la inflación sobre los costes. Al mismo tiempo, las autoridades de muchos países parecieron titubear sobre sus compromisos de descarbonización (sobre todo Alemania y el Reino Unido), mientras que el gobierno estadounidense combatió la subida de los precios de compra en firme para compensar los mayores costes. Tales temores estuvieron justificados en algunos casos, y en Estados Unidos se anularon proyectos de eólica marina y contratos de compra en firme<sup>2</sup>.

Más adelante, al disminuir la preocupación en torno a los tipos de interés y la inflación, también se produjo una recuperación en este espacio: el índice iShares Global Clean Energy registró una subida del 17,3%<sup>3</sup> en la recta final del año, tras haber caído un 35% en 2023 hasta que los tipos de interés tocaron techo en octubre.

Aunque ciertos proyectos y empresas necesitarán tiempo para recuperarse, el cambio estructural propiciado por la transición energética no ha perdido fuerza. Como hemos visto recientemente en la prensa, el Reino Unido elevó el precio máximo para la generación de eólica marina en un 66% hasta 73 libras por MW/h en noviembre<sup>4</sup>, y la Autoridad de Investigación y Desarrollo Energético del Estado de Nueva York (NYSERDA) ha acelerado un proceso mediante el cual los desarrolladores pueden tratar de negociar mayores precios<sup>5, 6</sup>. Aun siendo conscientes de que no podemos creer a pies juntillas los comunicados de prensa del encuentro político de turno, el hecho de que la última COP 28 celebrada en Abu Dabi el pasado diciembre cerrara con un acuerdo sin precedentes sobre la reducción de combustibles fósiles para combatir el cambio climático representa un sorprendente paso adelante.

Si no nos creemos las intenciones, deberíamos confiar en las cifras. Los datos sobre renovables muestran un rápido aumento en todo el mundo. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) estima que en 2024 se añadirán 450 GW de capacidad de renovables a nivel global, un nivel récord tras el aumento de 440 GW que estima la entidad para 2023 (un 25% más que el año previo). Ya solo en China se proyectan 140.000 millones de dólares en inversiones que añadirán 230 GW (la estimación para 2023 en el gigante asiático es de 180 GW), y según Wood Mackenzie, Estados Unidos y Europa añadirán solamente 40 y 75 GW de capacidad, respectivamente. Para poner estos datos en contexto, la capacidad global de renovables en 2022 era de 3372 GW<sup>7</sup>.

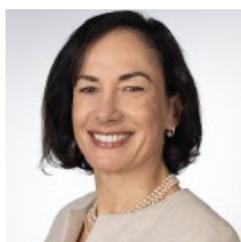
Si bien es cierto que el segmento ofrece menos valor que en octubre, algunas de estas acciones subieron en exceso debido a la gran demanda inversora. Esto nos llevó a continuar profundizando e identificamos áreas en las que, en nuestra opinión, todavía queda potencial de rentabilidad superior.

Las oportunidades que hemos descubierto combinan nuestras tres temáticas estructurales favoritas (infraestructura, innovación y el ecosistema de bajas emisiones de carbono) y se ven impulsadas por una misma fuerza transformadora subyacente: la transición energética. Pero sobre todo, no figuran en un sector o país específicos, sino que pueden encontrarse en todo el mundo y en diferentes segmentos. Se trata de compañías cuyos fundamentales han permanecido sólidos pese a los caprichos del mercado, o en las que la caída de su cotización descuenta con creces un impacto fundamental, en nuestra opinión, transitorio.

En las siguientes páginas, los distintos equipos de renta variable y multi-activos de M&G Investments comparten las oportunidades que encuentran en sus respectivos universos de inversión. Entre ellas figuran empresas de cable desde Francia hasta China, el papel crucial que juegan ciertos grupos japoneses proporcionando los elementos esenciales para un mundo de bajas emisiones, la oportunidad emergente en renovables no conectadas a la red en la industria minera, y el doble impacto que creemos que tendrá la inteligencia artificial (IA) en la transición energética.

Tal como nos recuerda nuestro equipo de impacto, a nivel fundamental, es evidente que la transición energética avanza a toda marcha y que se están batiendo récords apenas concebibles hace un par de años. El camino siempre es tortuoso, pero está sembrado de oportunidades a nuestra disposición; para explotarlo, solo tenemos que investigar más a fondo y ampliar nuestras miras.

Esperamos que esta lectura te resulte grata e interesante, y te deseamos mucho éxito en 2024.



**Fabiana Fedeli**

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







# Impacto

**Mike Rae**

Gestor, Soluciones climáticas



## Tecnología limpia: ¿Podrían volver a imponerse los motores estructurales en 2024?

2024 promete ser un mejor año para el segmento de la tecnología limpia, debido en parte a que 2023 apenas podía haber sido más nefasto.

El coste creciente del dinero fue un factor clave de las tribulaciones del sector. Artículos dependientes de la financiación del consumo y del sentimiento minorista, como por ejemplo los puntos de carga para vehículos eléctricos (VE), el equipamiento fotovoltaico para hogares y las baterías, vieron pausarse la demanda, lo cual condujo a una fase brutal de reducción de existencias en estas áreas.

Los proyectos de eólica marina de ciclo largo se suspendieron, ya que los precios en mínimos de la electricidad acordados en 2019 y 2020 se toparon con mayores costes de financiación, insumos inflacionarios y cuellos de botella en las cadenas de suministro.

El respaldo de las autoridades también ha flaqueado: detalles clave sobre los incentivos para tecnologías limpias en la Ley de Reducción de la Inflación estadounidense permanecieron sin clarificarse durante gran parte de 2023, y en diciembre, la decisión de Alemania de poner fin a las generosas ayudas a la compra de VE se enmarca en sus esfuerzos para equilibrar su balanza presupuestaria.

Los mayores tipos de interés globales también atentan de manera más directa contra las valoraciones de las acciones en un sector ávido de capital y, en el caso de muchas empresas, con flujos de caja disponibles negativos. Este doble impacto (el efecto fundamental negativo del precio del dinero sobre las actividades y su repercusión sobre las valoraciones) ayuda a explicar por qué el índice iShares Global Clean Energy cayó un 35% en 2023 hasta que los tipos de interés tocaron techo en octubre, para luego protagonizar una recuperación del 17,3%<sup>8</sup>.

### La transición energética sigue bien encarrilada

Pese al revés del año pasado, a nivel fundamental, es evidente que la transición energética avanza a toda marcha y que se están batiendo récords apenas concebibles hace un par de años.

Se prevé que China habrá añadido más de 180 GW (gigavatios) de capacidad fotovoltaica solar en 2023<sup>9</sup>. Esta impresionante cifra constituye de lejos la mayor capacidad añadida por cualquier país en un año, y equivale aproximadamente a los esfuerzos realizados a nivel mundial en 2021. Cabe destacar que esta actividad ha sido de base amplia, abarcando los sectores de suministro público a gran escala, el de placas solares para tejados residenciales y el comercial. También refleja claramente que más de la mitad del gasto en el marco de la transición energética global tiene lugar en la región del Pacífico asiático.

Las ventas de VE en América del Norte habrán seguramente superado los 1,5 millones de unidades en 2023<sup>10</sup>, rompiendo por primera vez la barrera del 10% en penetración de ventas de coches nuevos. Gran parte del flujo de noticias se ha concentrado en la reducción o el aplazamiento de planes de expansión por parte de fabricantes de equipo original (OEM), pero es

“ Por primera vez en varios años, las valoraciones de la renta variable en su conjunto se han reajustado hasta un nivel atractivo ”

<sup>8</sup> Datos hasta el 2 de enero de 2024.

<sup>9</sup> Fuente: Bloomberg New Energy Finance (BNEF), diciembre de 2023.

<sup>10</sup> Fuente: Bloomberg New Energy Finance (BNEF), diciembre de 2023.



importante destacar que las ventas absolutas de VE a nivel global han crecido más de un 300% en los últimos tres años<sup>11</sup>, y que la expectativa en 2024 es de mejora continuada de la asequibilidad con el lanzamiento de modelos más baratos por parte de fabricantes como Hyundai y Volvo.

Por lo demás, las compañías activas en la gestión energética, que están facilitando las ambiciones de neutralidad de carbono de sus clientes a través de la electrificación y la digitalización, continúan publicando resultados sólidos. Durante la presentación de las cifras correspondientes al tercer trimestre, el director financiero de Schneider Electric destacó que su cartera permanece posicionada mayoritariamente en fuertes tendencias de demanda secular susceptibles de acelerarse en varios lugares, mientras que Infineon constató una demanda estructural incesante de semiconductores para automoción.

En su conjunto, creemos que esto ilustra que 2023 ha sido un año de miniciclos en sectores específicos que enmascaran tendencias estructurales generales mucho más pronunciadas.

Nuestra expectativa es que las medidas de las autoridades volverán a un primer plano en 2024. El ritmo de la transición energética se convertirá seguramente en un elemento clave en las campañas electorales estadounidenses, y aunque no podemos predecir el futuro, parece razonable esperar que ciertas inversiones locales se aplacen hasta que el trasfondo político sea más claro. Esto plantea la posibilidad de que Europa retome la iniciativa. La formulación de la Ley sobre la industria de cero emisiones netas se halla en su fase final, y en noviembre se adoptó el objetivo de procurar el 40% de las necesidades de implementación anual de tecnología limpia de aquí a 2030 (junto al de alcanzar una cuota de mercado global del 25% en estas tecnologías).

No obstante, debemos recordar que los ciclos de planificación quinquenales de China<sup>12</sup> todavía no le han permitido mostrar su respuesta plena a la Ley de Reducción de la Inflación estadounidense.

Dicho esto, la oportunidad más atractiva para el segmento de la tecnología limpia tal vez radique en sus valoraciones. Por primera vez en varios años, las valoraciones de la renta variable en su conjunto se han reajustado hasta un nivel atractivo. El siguiente gráfico compara el cociente entre valor empresarial e ingresos del sector global de la energía limpia con el del índice MSCI World. Los cálculos se han realizado sobre datos registrados para eliminar el riesgo de pronósticos. Por supuesto, debemos tener en cuenta la mayor ponderación de la tecnología en el MSCI (que sesga el coeficiente de valor empresarial/ingresos al alza), así como el hecho de que los ingresos no siempre implican que se genere beneficio.

No obstante, el panorama está claro. La “prima verde” se ha evaporado, sentando las bases para rentabilidades superiores en compañías con fosos profundos, historiales contrastados y balances que aportan flexibilidad en un año en que, en nuestra opinión, los motores estructurales acabarán imponiéndose de nuevo a los motores cíclicos.

<sup>11</sup> Fuente: Bloomberg New Energy Finance (BNEF), diciembre de 2023. Incluye vehículos eléctricos de batería (VEB) e híbridos enchufables (PHEV).

<sup>12</sup> El último plan quinquenal de China fue para 2021-2025, y el próximo será para el periodo 2026-2030.

Gráfico 2: Índice WilderHill Clean Energy vs. índice MSCI World



Fuente: Bloomberg, 3 de enero de 2024.



## Global

Nicholas Cunningham

Gestor adjunto, Renta variable global



### Fuera de la red: profundizando para descubrir oportunidades menos conocidas en el marco de la transición energética

El rezagamiento de las acciones percibidas como sensibles a los tipos de interés en 2023, unido al significativo aumento esperado de la capacidad de renovables en los próximos años, ha creado oportunidades en otra área que se beneficia de motores de crecimiento estructurales: la infraestructura vinculada a la descarbonización.

Por ejemplo, estamos viendo surgir una oportunidad en renovables fuera de la red en el marco de los esfuerzos de la industria minera de abandonar el consumo de diésel y descarbonizar sus actividades. Estas soluciones son independientes de la red y suelen usarse en áreas alejadas en ámbitos como la minería, la agricultura y las comunidades remotas. En Australia, la minería ya representa por sí sola un 41,3% de la demanda de soluciones fuera de la red<sup>13</sup>.

El abandono del diésel en el sector minero es importante, ya que esta industria es responsable del 4% al 7% de las emisiones globales de gases de efecto invernadero (de alcance 1 y 2)<sup>14</sup>. El diésel es un factor clave a este respecto: la Agencia Australiana de Energías Renovables (ARENA) sugiere que el diésel representa un 41% del consumo de energía y combustible en el sector minero<sup>15</sup> (equipamiento, transporte, ferrocarril y actividades portuarias).

La minera australiana BHP (la mayor del mundo por capitalización de mercado) sugiere que la electrificación es su ruta preferida para eliminar el uso de diésel<sup>16</sup>. Nuestra expectativa es que las empresas recurrirán a proveedores existentes en lugar de buscar soluciones internas, debido a los conocimientos y experiencia necesarios, los altos niveles de riesgo y coste de capital, y las sinergias disponibles compartiendo activos de red entre regiones mineras.

Una operación reciente en Australia sugiere que la oportunidad de renovables fuera de la red podría ser enorme. En noviembre de 2023, la compañía australiana de infraestructura energética APA adquirió a Alinta Energy Pilbara. Alinta posee activos de generación, almacenamiento y transmisión de energía renovable en Pilbara, la principal región minera de Australia.

Lo que nos entusiasma son las proyecciones de electricidad tras esta operación: se prevé que Pilbara casi triplicará su capacidad de renovables fuera de la red hasta 7,6 GW de cara a 2040, sustituyendo 2500 millones de litros de demanda anual de diésel. La inversión requerida se estima en 10.000 millones de dólares<sup>17</sup>. Extrapolar lo anterior a nivel mundial resulta difícil, debido al amplio abanico de variables. Por ejemplo, en Australia se utiliza más diésel que en Norteamérica, al contar con menos infraestructura de gas. No obstante, Alinta podría implicar que a nivel mundial se necesitaría una capacidad de renovables de 330 GW (y una inversión de 450.000 millones de dólares) si asumimos que un 10% de la demanda de diésel a nivel global guarda relación con la minería.

Las grandes compañías de suministro público están invirtiendo en esta oportunidad. La *utility* italiana ENEL, por ejemplo, está iniciando un

“ El abandono del diésel en el sector minero es importante, ya que esta industria es responsable del 4% al 7% de las emisiones globales de gases de efecto invernadero ”

proyecto de energía eólica de 75 MW para las actividades de extracción de níquel de BHP en el oeste de Australia en 2024. ENEL implementa proyectos de infraestructura en todo el mundo, desde un parque solar de 50 MW en España para Atalaya Mining hasta infraestructura de carga de autobuses eléctricos en Chile para Anglo-American. La estadounidense AES también opera en Chile desde 2023, con un contrato para proporcionar 980 MW de capacidad de renovables a la minera de cobre Codelco.

## Oportunidades para empresas facilitadoras y de servicios de infraestructura

Además de beneficiar a las *utilities*, creemos que estas tendencias también respaldan el crecimiento de compañías facilitadoras y de servicios de infraestructura relacionadas. Facilitadoras como Alfin (que fabrica equipamiento para redes inteligentes y almacenamiento de energía y vende equipo de carga de VE) y Vestas Wind Systems (que produce y vende turbinas eólicas a *utilities* y desarrolladores de renovables) proporcionan productos y soluciones para respaldar a operadores y propietarios de infraestructura.

Otros actores clave que respaldan a compañías de suministro público son empresas como la japonesa Toray (a través de su filial Zoltek), que abastece el 50% del compuesto utilizado para fabricar palas de aerogeneradores, y la francesa Nexans, uno de los tres principales productores de cables de alto voltaje en Europa. Estos cables y la inversión en la red eléctrica son ampliamente reconocidos como uno de los cuellos de botella más importantes en la transición energética. Con la fuerte demanda de las *utilities* y los desarrolladores de renovables, nuestra expectativa es que el poder de fijación de precios estará claramente en manos de los fabricantes de cable.

Las fuentes de valor para las facilitadoras son la fabricación de productos y el desarrollo de soluciones. Las empresas de servicios de infraestructura, en cambio, prestan servicios a propietarios y operadores de activos, así como a facilitadoras; para estas compañías, el capital humano, los conocimientos y experiencia y la propiedad intelectual tienden a ser los motores de valor.

No cabe duda de que nos enfrentamos a retos. Para empezar, todavía existen dudas sobre si la electrificación por sí sola, o combinada con tecnologías como el hidrógeno, es la solución para descarbonizar la minería. En cualquier caso, creemos que la transición energética apuntalará un crecimiento significativo de la infraestructura en la próxima década. Algunas de las oportunidades de inversión más interesantes no son siempre evidentes de manera inmediata. Adoptar un enfoque activo y basado en el análisis, y profundizar para comprender plenamente la dinámica del sector y las exposiciones de cada compañía, puede ayudar a descubrir oportunidades con un potencial alcista significativo.



<sup>13</sup> Fuente: Departamento de Cambio Climático, Energía, Medioambiente y Agua de Australia Australian Energy Update 2023 | energy.gov.au; Open NEM (fuente de datos de consumo eléctrico en Australia). OpenNEM: NEM.

<sup>14</sup> Fuente: S&P Global: Commodity Insights. Mining faces pressure for net-zero targets as demand rises for clean energy raw materials | S&P Global Commodity Insights (spglobal.com).

<sup>15</sup> Fuente: Agencia Australiana de Energías Renovables (ARENA). Renewable Energy in the Australian Mining Sector (documento técnico), página 3. Renewable Energy in the Australian Mining Sector - Agencia Australiana de Energías Renovables (ARENA).

<sup>16</sup> Fuente: BHP. Operational decarbonisation investor briefing June 2023 (presentación para inversores). Operational Decarbonisation Investor Presentation (bhp.com).

<sup>17</sup> Fuente: M&G Investments, APA. Acquisition of Alinta Energy Pilbara and Equity Raising August 2023 (presentación para inversores). Acquisition of Alinta Energy Pilbara and \$750 million equity raising | APA Group



# Japón

Carl Vine

Co-director de renta variable del Pacífico asiático



## Ante un trasfondo económico todavía confuso, lo estructural prima sobre lo cíclico

Es curioso cómo acaban saliendo las cosas. En la recta final de 2021 reinaba la euforia en los mercados de renta variable, no solo en Japón, sino a nivel global. Sin embargo, en ese momento era hora de preocuparse sobre el riesgo de recesión, y como vimos, 2022 acabó siendo escenario de rentabilidades negativas en las bolsas. Un año más tarde, tras el golpe sufrido por el sentimiento de los inversores, la atención del mercado al finales de 2022 estaba centrada firmemente en la inflación y la dinámica de recesión. En retrospectiva, esto fue presagio de un año excelente para las acciones en 2023. En Japón, dicho año fue el mejor en una década para la renta variable. No olvidemos cómo los ritmos circadianos de cotizaciones y fundamentales difieren a menudo de manera extrema.

Al plantearnos que deparará 2024 para las acciones japonesas, los fundamentales macroeconómicos siguen siendo confusos, como siempre. Cualquier modelo de lenguaje de gran tamaño puede proporcionarte fácilmente una larga lista de posibles fuerzas positivas y negativas a considerar. Como al mercado, a nosotros también nos preocupa el yen, China y las políticas domésticas y globales, entre otras cuestiones. Sin embargo, no notamos euforia alguna en las expectativas o las valoraciones de la renta variable nipona. De esta manera, resistimos la tentación de adoptar preventivamente un enfoque “táctico” ante desenlaces macroeconómicos potenciales, apostando en lugar de ello por la oportunidad “estructural” a futuro.

Tal como hemos comentado en numerosas ocasiones, creemos que la renta variable japonesa ofrece una oportunidad a largo plazo atractiva en un contexto global. Seguimos pensando que el crecimiento estructural del beneficio, derivado sobre todo de las medidas de autoayuda de las empresas, será un potente motor de rentabilidad bursátil. Teniendo en cuenta la fuerte actividad de reparto de dividendos y de recompra de acciones propias en Japón, creemos que la renta variable nipona podría generar una rentabilidad total compuesta de en torno al 15% en la próxima década, incluso sin una subida de las valoraciones. Comparado con el riesgo de tenencia subyacente, este nivel de rentabilidad nos parece atractivo.

## Las empresas japonesas están bien situadas de cara a la transición energética

Por lo que respecta a la transición energética, Japón es quizá un mercado que los inversores han pasado por alto. Estimamos que este es un importante tema subyacente para cerca de un tercio de las empresas que componen el índice de referencia de gran capitalización del país, excluyendo a los valores financieros. En 2023, este grupo de acciones superó al conjunto del mercado en unos 600 puntos básicos de media<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Diferencial de rentabilidad en base a análisis propio de compañías del índice TOPIX 150 que en nuestra opinión tienen una exposición significativa a la transición energética frente a la evolución del conjunto de dicho indicador.

<sup>19</sup> El aligeramiento es el proceso de reducir peso de un componente o montaje para mejorar su rendimiento y ampliar su funcionalidad, disminuyendo al mismo tiempo el volumen y el desperdicio de materiales. Puede lograrse sustituyendo materiales, optimizando diseños o eliminando materiales sin perjuicio de la integridad estructural y de los requisitos regulatorios. De esta manera, por ejemplo, las empresas pueden mejorar la eficiencia de combustible y el manejo de vehículos, mejorar la comodidad de uso de dispositivos electrónicos, y mejorar el rendimiento y la rentabilidad en aplicaciones agrícolas e industriales. El aligeramiento ha ganado relevancia en el marco de los intentos de los fabricantes de crear productos más ecológicos y económicos.



“ Por lo que respecta a la transición energética, Japón es quizá un mercado que los inversores han pasado por alto ”

Invertimos en grupos como Hitachi, Orix y Toyota, que jugarán un papel importante en la transición energética. Hitachi es un líder tecnológico en el segmento de redes eléctricas y está bien situada para acelerar la transición hacia la energía limpia a nivel global. Orix es uno de los mayores inversores de Japón en activos de renovables, sobre todo en energía fotovoltaica y eólica. Toyota, por su parte, lidera la carrera tecnológica global hacia las baterías de estado sólido, que deberían impulsar la adopción más generalizada de los VE en los próximos años.

Por supuesto, estas empresas no están solas. Japón es un actor dominante en el área de la propiedad intelectual en sectores que serán cruciales para la transición energética global. Es poco probable que el aligeramiento<sup>19</sup> de varios productos se produzca sin la implicación de compañías japonesas de ciencias de materiales como por ejemplo Toray. Los grupos nipones de industria pesada también participan en distintos aspectos de la economía del hidrógeno, y en el ámbito de las empresas innovadoras de nueva creación, Japón predomina en tecnologías de fusión nuclear. A medida que las empresas tratan de encontrar la manera de contribuir y adaptarse a la transición energética, compañías japonesas en un abanico de sectores brindan oportunidades a los inversores activos para sacar partido a la innovación y las tecnologías que se están desarrollando.



# Pacífico asiático excepto Japón

**Dave Perrett**  
Co-director de renta variable  
del Pacífico asiático



## En busca de empresas con barreras de entrada, escala o beneficiarias de la transición energética

De cara a 2024, muchos mercados asiáticos nos siguen inspirando optimismo, sobre todo China. En su mayor parte, las economías de la región adoptaron políticas monetarias adecuadas para sus circunstancias domésticas a lo largo de 2023, optando por no seguir al pie de la letra el rumbo de subidas de tipos de interés dictado por la Reserva Federal estadounidense. Así, el panorama de Asia excepto Japón para 2024 es de inflación relativamente moderada, tipos de interés bajos y crecimiento económico gradual. Esto suele representar un trasfondo positivo para los mercados financieros, sobre todo teniendo en cuenta las valoraciones razonables de la renta variable y la competitividad de las divisas de la región. Los mercados chinos muestran valoraciones especialmente atractivas, y aunque todavía existen tensiones en ciertas áreas del mercado inmobiliario y del sistema bancario del gigante asiático, también hay áreas excitantes de crecimiento estructural, sobre todo en industrias vinculadas a la transición energética.

De hecho, cuando pensamos en los obstáculos en la lucha contra el cambio climático y el logro de la neutralidad de carbono, vienen fácilmente a la mente vistas de metrópolis asiáticas en desarrollo sumidas en una nube de contaminación, junto a paisajes industriales con grandes chimeneas emitiendo cantidades ingentes de humo. Una realidad subyacente a tales imágenes populares es que si el mundo va a combatir con éxito el cambio climático, Asia será el principal campo de batalla.

Un desarrollo muy alentador es que China, el mayor emisor del mundo, se fijó en 2020 el objetivo de lograr la neutralidad de carbono de cara a 2060. El resultado de este compromiso ha sido realmente asombroso, ya que ahora, China es líder mundial en instalación de energía eólica y (sobre todo) solar<sup>20</sup>, así como en flota y producción instalada de vehículos eléctricos (VE). Irónicamente, tras una oleada inicial de entradas de capital en acciones chinas y asiáticas relacionadas con la transición energética, este segmento del mercado de renta variable se ha tornado cada vez más traicionero. Los enormes aumentos de capacidad para artículos básicos para renovables como el polisilicio han hecho que la oferta acabe superando la demanda y conducido a caídas de precios, creando un entorno increíblemente competitivo en el que solamente logran sobrevivir las empresas más sólidas, y donde la rentabilidad del capital invertido se ha comprimido en gran medida.

### Navegando el actual entorno

Para navegar este difícil trasfondo adoptamos tres enfoques amplios, en busca de acciones que deberían beneficiarse de manera estructural de la megatendencia de la transición energética.

El primero consiste en identificar aquellas partes de la cadena de suministro de renovables que presentan barreras de entrada elevadas, ya sean de carácter tecnológico o regulatorio. Nuestras acciones en cartera en esta categoría están bien situadas para beneficiarse de un crecimiento de ventas decente, manteniendo al mismo tiempo márgenes estables. Un buen ejemplo es Jiangsu Zhongtian, un fabricante de cables especializados que cotiza en el mercado chino de acciones de clase A. Zhongtian también se especializa en la prestación de los servicios de ingeniería que conectan los parques de eólica marina a la red eléctrica terrestre. Este servicio es a la vez complejo y crucial: en toda China solamente hay tres compañías certificadas para ello. La escala del desarrollo de eólica marina china significa que estas tres compañías de cable e ingeniería son

<sup>20</sup> Fuente: BloombergNEF (BNEF), 2023

las mayores del mundo, lo cual les permite obtener lucrativos pedidos de exportación en un sector que se enfrenta a restricciones de capacidad cada vez más duras a nivel global.

El segundo enfoque se concentra en productores más generalizados que cuentan con escala, integración vertical (suministrando sus propios componentes clave a bajo coste) o ambas. Esto les aporta una ventaja de coste estructuralmente competitiva, que les permite seguir siendo rentables durante este periodo de competencia intensa. Con el actual sentimiento por lo general negativo hacia todo lo relacionado con China, ambos grupos de acciones pueden comprarse en valoraciones bajas.

El enfoque final es identificar sectores o industrias que se benefician tangencialmente de la transición energética, como por ejemplo el transporte marítimo y la construcción naviera. El primero es un sector cíclico que tras su auge en 2010 vivió diez años de escasez, en los que buques pedidos durante picos de demanda se entregaron un tiempo después en plena depresión del mercado. Ahora, el transporte marítimo (sobre todo de mercancías a granel) presenta un equilibrio de oferta y demanda mucho más saludable. Otro aspecto importante a destacar es que, debido a la incertidumbre en torno a cuál será el nuevo combustible estándar respetuoso con el medioambiente (metanol, amoníaco o hidrógeno), los propietarios se han mostrado reacios a pedir nuevos navíos, temiendo que queden obsoletos antes de cumplir sus veinte años de vida útil. Esto está inculcando una forzosa disciplina de suministro en el segmento de transporte a granel que no se había visto en el pasado.

De manera similar, los astilleros también se benefician de la transición energética. Durante la década pasada, muchos de ellos se vieron obligados a cerrar debido a la falta de pedidos, lo cual ha reducido la capacidad tanto física como humana para la construcción naval. Por consiguiente, los astilleros restantes pueden ahora permitirse seleccionar los pedidos más lucrativos, ya que sus carteras de pedidos están repletas hasta finales de 2026 o incluso 2027. Con los miles y miles de buques que deberán remodelarse en el marco de la transición en los próximos veinte años, es muy plausible que una industria históricamente cíclica como la construcción naviera se parezca durante largo tiempo a una historia de crecimiento estructural. Las valoraciones de nuestras tenencias en estos dos sectores no descuentan ni mucho menos tal resultado estructural positivo.

“ Si el mundo va a combatir con éxito el cambio climático, Asia será el principal campo de batalla ”





# Mercados emergentes

**Michael Bourke**

Director de renta variable emergente



## La transición energética ofrece oportunidades divergentes en el universo emergente

La transición energética y el cambio climático plantean uno de los mayores retos para los inversores: evaluar sus implicaciones de inversión, los riesgos y oportunidades que conllevan, y la mejor manera de incorporarlos en su proceso de inversión. La atención que prestamos a las valoraciones y nuestra concentración en la rentabilidad del capital invertido ofrecen un marco sólido desde el que enfocar tales consideraciones.

Como siempre, los mercados emergentes (ME) ofrecen oportunidades divergentes relacionadas con la transición energética. Tal como mencionaban nuestros compañeros en la sección previa sobre Asia, China es un facilitador clave en este ámbito, pues la fuerte inversión en energía solar y fabricación de baterías ha aportado gran escala y reducido el coste de transición. Aunque dicha intensidad de capital ha conducido a bajos niveles de rentabilidad del capital y de inversión en estos segmentos, ha generado ventajas en otras regiones del mundo, al abaratar la transición energética.

De hecho, en el conjunto de los ME encontramos oportunidades atractivas más allá de la cadena de suministro de renovables de China. Por ejemplo, vemos muchos operadores de suministro público establecidos (sobre todo aquellos con actividades considerables en renovables) bien situados para beneficiarse de tales exposiciones a medida que el coste del carbono aumenta inevitablemente a través de impuestos y otras medidas de las autoridades. Tales compañías también evitan el riesgo de activos varados (obsoletos), por ejemplo en Rumanía y Brasil.

De manera similar, vemos oportunidades en negocios que representan los “picos y palas” para grandes proyectos de transición energética, como por ejemplo constructoras y mineras con exposición positiva a metales verdes como el cobre y el níquel. La otra cara de la moneda es que la descarbonización pasará literalmente factura a muchos otros segmentos industriales, como los productos químicos o el papel y la celulosa, con lo que estas áreas nos inspiran cautela.

Las prioridades y medidas impulsadas por la concentración global en la inversión climática también tienen un impacto más general, ya que algunos países deberán modificar su modelo económico en su totalidad. Esto es especialmente frecuente en Oriente Medio: Arabia Saudí, por ejemplo, destaca con su ambicioso plan *Vision 2030*, concentrado en reducir su dependencia en yacimientos petroleros y diversificar la economía hacia nuevas áreas económicas. Estas van más allá de nuevas fuentes energéticas e incluyen segmentos de servicios como el ocio y el turismo, susceptibles de proporcionar oportunidades de inversión adicionales.

En su conjunto, los ganadores y perdedores de la inversión en la transición energética no son ni obvios ni estáticos. En nuestro equipo de renta variable adoptamos un enfoque multidisciplinario a nivel global para encontrar ideas de inversión allí donde la transición energética tiene potencial de brindarnos, como accionistas, oportunidades e impacto económico positivo.

An aerial photograph of a city skyline at sunset. The sky is filled with dramatic, colorful clouds in shades of blue, purple, and orange. The city below is densely packed with buildings of various heights and colors, including several prominent skyscrapers. A semi-transparent purple box is overlaid on the left side of the image, containing a white quote.

“ Vemos oportunidades en negocios como constructoras y mineras con exposición positiva a metales verdes como el cobre y el níquel ”



# Tecnología temática

Jeffrey Lin

Director de tecnología temática, Renta variable



## Los dos impactos opuestos de la IA sobre la transición energética

Como gestores de la estrategia Global de IA en M&G, no sorprenderá a nadie nuestra creencia de que la inteligencia artificial (IA) seguirá siendo un fuerte motor de crecimiento en 2024, no solo en el sector tecnológico, sino en muchos otros. La mayor adopción de la IA requerirá infraestructura física adicional de centros de datos, lo cual incluye edificios y la electricidad y refrigeración asociados, y por ende, un mayor consumo eléctrico. Lo más probable es que esto cree demanda adicional de renovables en adelante.

Todo apunta a que nos hallamos en la fase inicial de tal crecimiento. El enorme aumento de productos de centros de datos de facilitadoras como Nvidia no ha hecho más que comenzar a comercializarse y está creciendo a enorme velocidad. El ritmo de crecimiento de ingresos trimestrales de centros de datos de Nvidia se ha cuadruplicado en los últimos doce meses, pues la compañía experimenta una fuerte demanda de gigantes cotizados de computación en la nube (como Amazon, Microsoft y Google), de compañías de internet de consumo y de empresas en general<sup>21</sup>.

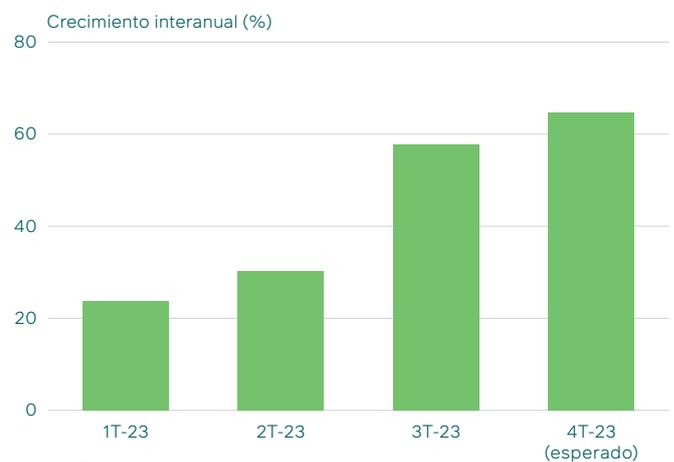
Microsoft ha elevado de manera significativa su gasto de capital trimestral desde su inversión en OpenAI a comienzos de 2023, un aumento que sin duda alguna guarda relación con la mayor capacidad de IA en Azure Cloud.

Microsoft cree que en su ejercicio financiero 2022 (que finaliza en junio) consumió 18.153.454 MWh de electricidad, un 33% más que en el ejercicio previo<sup>22</sup>. Aunque la compañía todavía no ha divulgado su consumo eléctrico en 2023, creemos que el crecimiento de la computación para IA generativa continuará acelerando su subida.

De modo similar, Oracle también está elevando su capacidad para cargas de trabajo relacionadas con la IA. En una presentación de cifras reciente, Oracle afirmó tener previsto ampliar la capacidad de sus 66 centros de datos existentes, y crear 100 adicionales para desarrollar su capacidad para IA.

Esta última aumenta en línea con los conjuntos de datos empleados para entrenar a estos sistemas, y la capacidad de entrenamiento crece con más procesadores, memoria, almacenamiento de datos y redes de alta velocidad. Cuanto más potentes son estos sistemas de entrenamiento, más potente es la IA. Tesla, por ejemplo, cree que una mayor capacidad de entrenamiento es la clave para desarrollar coches plenamente autónomos, y pese a haber desarrollado su propio procesador para este fin (Dojo), sigue siendo cliente de Nvidia en el ámbito del entrenamiento al necesitar toda la capacidad que pueda procurarse. Su enfoque de desarrollo de software para vehículos totalmente autónomos consiste en proporcionar al sistema una cantidad extrema de datos de entrenamiento (principalmente vídeo) para “enseñar” a la red neural cómo conducir como un humano. Al enviarse más datos al sistema

Gráfico 3: Gasto de capital trimestral de Microsoft (crecimiento porcentual en tasa interanual)



Fuente: Bloomberg, 29 de diciembre de 2023.

<sup>21</sup> Fuente: Nvidia, informes de beneficio de la compañía, 2023.

<sup>22</sup> Microsoft, Informe de sostenibilidad medioambiental 2022. 2022 Factsheet.

a efectos de entrenamiento, su rendimiento mejora. El consumo de electricidad de un solo sistema Dojo es de 2 megavatios, aproximadamente 8 veces el de uno de sus supercargadores.

Las empresas de equipamiento y semiconductores creen que la IA generativa será un enorme motor de crecimiento en la próxima década. En una presentación de resultados trimestrales celebrada hace poco, Cisco mencionó que “anticipa más de 1000 millones de dólares en pedidos para infraestructura de IA de los principales proveedores de computación en la nube en el ejercicio fiscal 2025”. Micron también se mostró muy optimista, destacando a la IA generativa como su mayor motor de demanda: “Nos hallamos en las fases iniciales de una fase de crecimiento multianual espoleado por la IA generativa, y esta tecnología disruptiva acabará por transformar todos los aspectos de los negocios y la sociedad”.

### **La mejoras de eficiencia de la IA compensan su consumo de energía**

Pese a anticipar que la IA impulsará en gran medida el consumo de electricidad en las próximas décadas, creemos que también jugará un papel crucial en la gestión de la oferta y demanda de energía. A medida que la generación de electricidad pasa de fuentes tradicionales a renovables, el suministro se tornará más fragmentado, más distribuido y menos predecible.

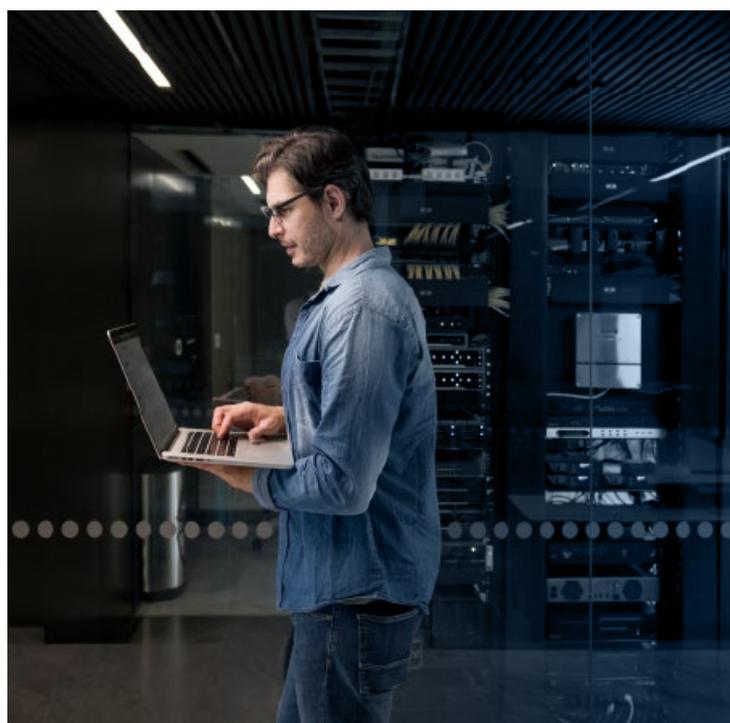
Es probable que los hogares se conviertan en fuentes locales de energía solar, que la electricidad viaje grandes distancias desde áreas en las que abunda la energía eólica, solar o hidroeléctrica, y que el almacenamiento de la electricidad excedente exija baterías estáticas o móviles (incluidos los VE).

Dicho esto, no siempre existe disponibilidad de energía eólica y fotovoltaica, debido al clima o al momento del día. Así, necesitaremos soluciones de IA para equilibrar el consumo eléctrico y su producción. Por ejemplo, en base a previsiones meteorológicas y de disponibilidad eléctrica, las cargas no esenciales podrían “moverse” a momentos más favorables. La IA podría recomendar reducir el consumo eléctrico y almacenar el suministro excedente en baterías, anticipándose a fenómenos climatológicos adversos capaces de reducir la energía disponible. Empresas como Schneider Electric y Microsoft están colaborando para transformar la gestión de la red con el objetivo de mantener su fiabilidad y acelerar la adopción de recursos de almacenamiento distribuido, incluidos los VE y las placas solares<sup>23</sup>.

La IA también puede utilizarse para reducir el consumo de energía. Hoy en día se está analizando y empleando información de camiones para optimizar los hábitos de conducción. Datos como tiempos muertos, posición del acelerador y velocidad se utilizan para entrenar a los conductores con objeto de minimizar el consumo de combustible. En el futuro, el transporte autónomo con vehículos plenamente eléctricos ayudará a minimizar el consumo de energía gracias a la optimización de rutas, la reducción del tráfico y una mejor utilización de activos.

Aunque la IA elevará el consumo eléctrico de los centros de datos, sus capacidades se necesitarán para gestionar la transición a fuentes plenamente renovables.

“ Creemos que la IA jugará un papel crucial en la gestión de la oferta y demanda... a medida que la generación de electricidad pasa de fuentes tradicionales a renovables ”



<sup>23</sup> Fuente: Jornada de mercados de capitales de Schneider Electric.



# Análisis global

Sylvia Baxter

Analista global materias primas



## Transición energética: panorama de materias primas

El sector minero presenta actualmente una dicotomía de demanda: si bien existe preocupación macroeconómica inmediata, varios metales esenciales para la transición energética se ven impulsados por motores estructurales de medio a largo plazo. En este contexto, ¿cómo deberíamos enfocar el sector de cara a 2024? Creemos que un buen punto de partida es examinar el respaldo de la “curva de costes”<sup>24</sup>.

La infraestructura de transmisión de electricidad, redes de distribución y generación de energía renovable requerirá cantidades significativas de cobre y aluminio.

El cobre es un material esencial cuya escasez inminente ha acaparado los titulares. No obstante, en 2023 su precio cayó desde un máximo de 9356 dólares por tonelada en enero hasta cerca de 8500 dólares a fin de año, y en octubre llegó a perforar la barrera de los 8000 dólares. Pese a esta caída, todavía cotiza por encima del 90º percentil (con un coste de producción de entre 7000 y 7500 dólares por tonelada). Todo apunta a que compradores estratégicos de metal físico como China entrarán en torno a estos niveles, con lo que pese a cotizar por encima de la curva de costes, existe un riesgo teórico de que caiga un 10% desde el nivel actual. Otro aspecto a destacar sobre el cobre es que cuanto más tiempo permanezcan sus precios en estos niveles más bajos, menor será la probabilidad de que se aprueben nuevos proyectos. No obstante, todavía nos enfrentamos a una escasez potencial de cobre a largo plazo. Satisfacer la demanda creciente a futuro requerirá el desarrollo continuado de nuevos proyectos.

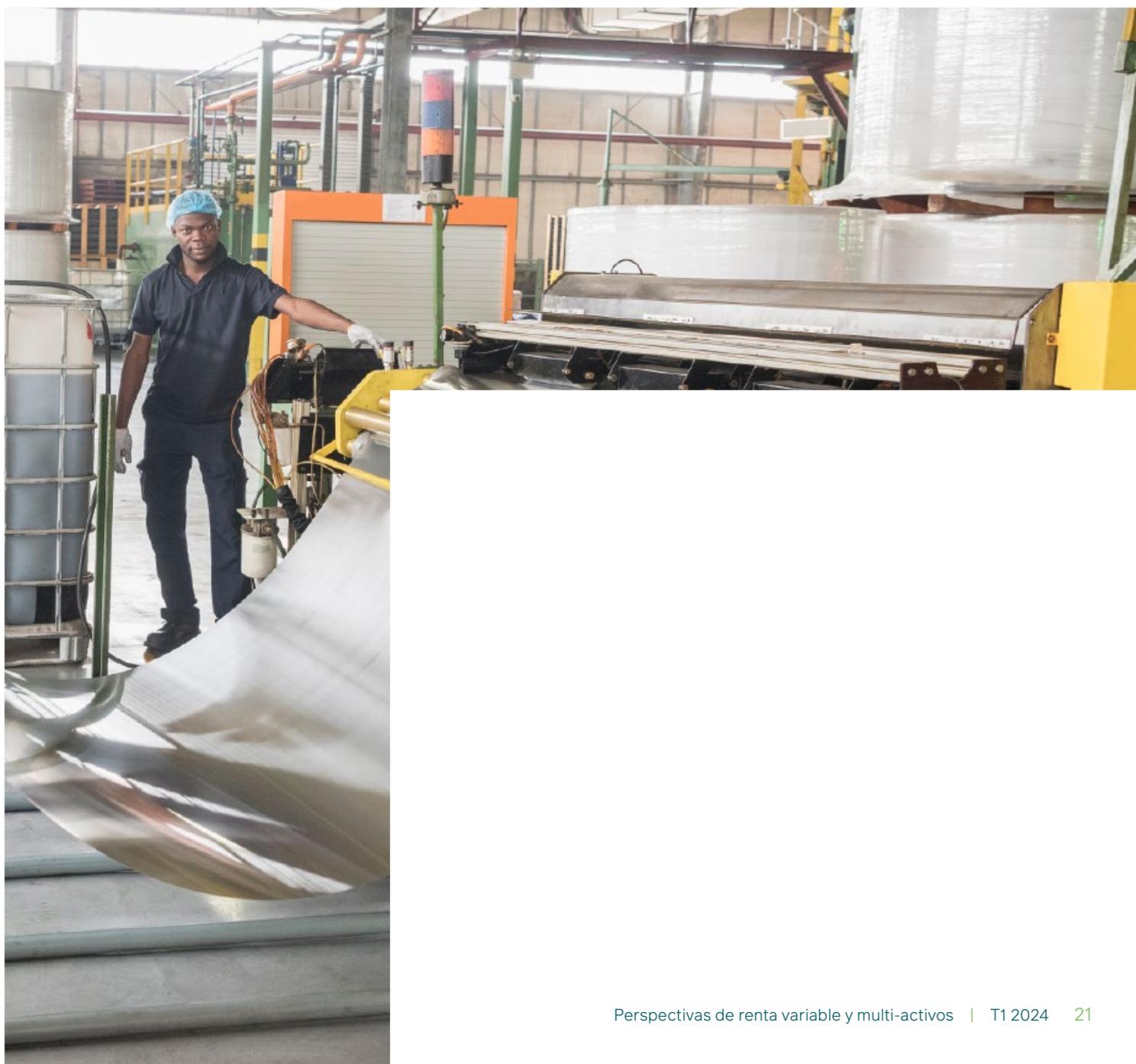
Por su parte, el aluminio no es la primera materia prima que viene a la mente en el marco de la transición energética, pero sus productores serán beneficiarios a largo plazo de manera tanto directa (con la demanda de VE y de turbinas eólicas, por ejemplo) como indirecta (con demanda potencial de sustitución si el cobre se torna escaso). A corto plazo, el mercado se ha visto afectado por obstáculos de naturaleza macroeconómica, sobre todo en Europa. Dada la dificultad relativa de ajustar la capacidad en el segmento del aluminio, consideramos probable que haya alcanzado un suelo, o que esté a punto de hacerlo. No obstante, debemos destacar que si se produce un descenso significativo de los precios de la electricidad, también es probable que lo haga la curva de costes para los productores de aluminio.

“...varios metales esenciales para la transición energética se ven impulsados por motores estructurales”

<sup>24</sup> Las curvas de costes expresan los costes de producción en función de la capacidad productiva o la cantidad total producida para un sector concreto. Los inversores pueden comparar el precio actual de una materia prima con esa curva, para determinar qué productores son caros o baratos. También pueden utilizarla para estimar los niveles de respaldo de precios y dónde está situado el productor de coste elevado en un sector específico. Por encima del 90º percentil figuran los proyectos que producen el 10% de la producción global con mayor coste, que por lo general se consideran como los “productores marginales”. Si los precios caen por debajo del coste de producción de estos productores con mayor coste durante un período prolongado, estos deberían en teoría dejar de producir para restaurar el equilibrio entre oferta y demanda. De tal manera, el 90º percentil puede verse como una medida de respaldo de precio y una idea aproximada del precio de equilibrio. Si deseas información adicional, visita: [Cost curves \(ft.com\)](https://www.ft.com/cost-curves)

Asimismo, no podemos hablar de los motores de la transición energética sin mencionar el litio, un elemento crucial para la producción de baterías recargables de ion de litio de alto rendimiento, empleadas por ejemplo en VE y almacenamiento de energía fotovoltaica. Este segmento es quizá el que experimentó más volatilidad en 2023. Los volúmenes necesitan crecer de un 15% a un 20% anual de aquí a 2030 para satisfacer la demanda prevista. Al activarse ese suministro, es improbable que se ajuste perfectamente a la demanda. Habrá periodos inevitables de exceso de oferta, lo cual pesará sobre los precios. Esto, combinado con el deterioro previsto de la demanda de VE a corto plazo y del descenso de existencias en la cadena de valor, ha mermado los precios. A la hora de pronosticar un suelo de los precios, la situación del litio es más complicada que la del cobre y el aluminio, debido a la minería adicional de litio de menor calidad, cuyos costes permanecen opacos y el rango de estimaciones es muy amplio.

En general, creemos que tanto el cobre como el aluminio presentan un riesgo de caídas limitado desde sus niveles actuales, pero encontrar un suelo para el litio resulta más difícil debido al mayor abanico de posibles desarrollos para una materia prima relativamente joven y de rápido crecimiento.





# Convertibles

David Romani  
Gestor, Convertibles



## Transición energética: oportunidades en convertibles

- Para comprender el conjunto de oportunidades en el marco de la transición energética, identificamos cuatro segmentos en el universo de bonos convertibles:
- Un núcleo o grupo “estrecho” de emisores implicados directamente en la producción de energías renovables.
- Facilitadoras y proveedores (por ejemplo de materias primas, componentes de baterías y cables) a productores.
- *Utilities* tradicionales, que tienen previsto descarbonizarse y reducir sus emisiones de manera gradual.
- Fabricantes de VE, ya que los coches eléctricos también son parte de la transición.

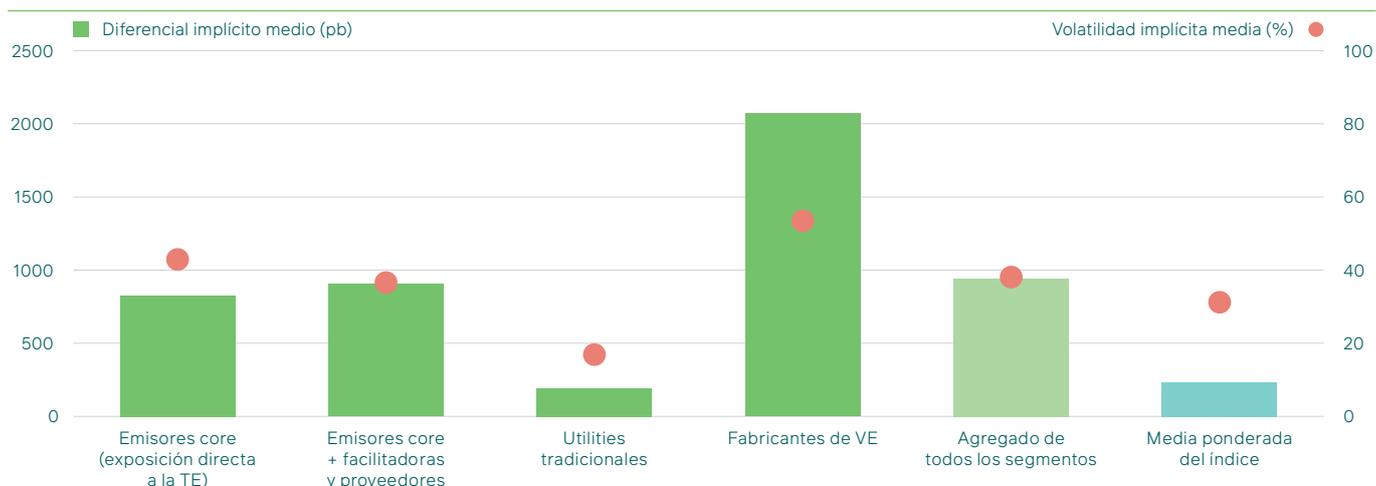
Colectivamente, estos segmentos representan 69 de los 735 valores de nuestro universo, en torno al 9%. En términos de ponderación, representan cerca del 14% del índice Refinitiv Global Focus, debido en gran medida a su ponderación del 7% en suministro público estadounidense, cuyas compañías han llegado relativamente tarde al universo de convertibles (un 6% de las emisiones en 2023).

Para el núcleo de renovables y sus facilitadoras/proveedores, existe una mezcla de empresas establecidas con buena calificación crediticia junto a nuevas firmas tecnológicas con modelos de negocio sin contrastar, alto gasto de capital y una quema de liquidez elevada. Así, estos dos segmentos promedian diferenciales implícitos elevados, de unos 800 a 910 puntos básicos (pb) y una volatilidad alta del 36% al 43%, con diferencias notables entre las veteranas y los modelos de negocio más nuevos.

En cambio, como es de esperar, las *utilities* tradicionales son por lo general negocios de calidad con grado de inversión, con una volatilidad baja, rentabilidades por dividendo elevadas (a menudo del 4% al 5%) y un crecimiento del dividendo de en torno al 5%. Necesitan grandes cantidades de gasto de capital para descarbonizar gradualmente su base de activos y satisfacer una demanda creciente. La dinámica regulatoria y de mercado favorable asegura rentabilidades adecuadas para las inversiones requeridas, pero la estructura de la mayoría de los bonos (relativamente a corto plazo, sin transmisión de dividendo para la rentabilidad por dividendo existente, deltas bajas y primas de conversión efectivas elevadas) ofrece pocas posibilidades de conversión y conduce a la dependencia en los cupones para obtener rentabilidad. Por consiguiente, actualmente no encontramos oportunidades de inversión atractivas en esta área.

“ De cara a 2024, las acciones relacionadas con la transición energética presentan valoraciones mucho más razonables... y ofrecen mayores oportunidades a los selectores de valores ”

Gráfico 4: Segmentos de la transición energética: volatilidad y diferenciales implícitos



Fuente: Bloomberg, M&G Investments, diciembre de 2023.

El último segmento, el de los fabricantes de VE independientes, se compone en su mayoría de nuevas compañías con enormes planes de gasto de capital y de consumo de efectivo, escala limitada y, en ocasiones, con poco más que un prototipo a su nombre. Al tratarse de actividades con un riesgo muy elevado, sus bonos promedian un diferencial de crédito implícito de unos 2070 pb y una volatilidad de en torno al 53%. Cabe destacar que Tesla, el paradigma de los VE, fue un prolífico emisor de bonos convertibles pero ya no opera en este mercado, mientras que los fabricantes chinos de mayor éxito (como BYD) tampoco emiten convertibles.

En nuestra búsqueda de oportunidades para invertir en convertibles con exposición a la transición energética, preferimos compañías con motores idiosincráticos, en lugar de aquellas que dependen de desarrollos externos o de incentivos públicos. Por consiguiente, desconfiamos de firmas con grandes planes de expansión de capacidad que dependen del cumplimiento de pronósticos de ventas muy optimistas en el futuro. También es importante concentrarse en las valoraciones, pues muchas compañías de transición energética con “soluciones nuevas” han visto impulsadas sus valoraciones hasta niveles potencialmente insostenibles debido al entusiasmo de los inversores, comparado con negocios más establecidos.

Así, hemos evitado empresas estadounidenses como por ejemplo instaladores de placas solares en tejados que dependen mucho de ayudas, o fabricantes de VE en sus fases iniciales. Hemos preferido invertir en un fabricante de cables de transmisión eléctrica y en una minera de tierras raras utilizadas en imanes para motores eléctricos, entre otras.

De cara a 2024, las acciones relacionadas con la transición energética presentan valoraciones mucho más razonables que en 2021-2022 y ofrecen mayores oportunidades a los selectores de valores. Dada la considerable cantidad de inversión necesaria, anticipamos un volumen significativo de emisiones de convertibles en condiciones atractivas para los inversores. Como siempre, adoptaremos un enfoque muy selectivo, concentrándonos en negocios sólidos, calidad crediticia, acciones con valoraciones atractivas y binomios de riesgo/rentabilidad favorables.





# Multi-activos

**Maria Municchi**  
Gestora, Multi-activos



## COP 28, selectividad en renta variable y oportunidades de asignación táctica de activos

La última COP 28, celebrada el pasado mes de diciembre en los Emiratos Árabes Unidos, fue una de las más controvertidas, pero potencialmente una de las más significativas para los inversores y las gestoras de activos. Organizada por uno de los principales países exportadores de petróleo y caracterizada por los desafíos habituales que conlleva cualquier negociación entre casi 200 partes, la cumbre cerró con un acuerdo sin precedentes de reducción de combustibles fósiles para combatir el cambio climático. Esto podría resultar obvio para algunos, pero tal como lo describió Simon Stiell, secretario ejecutivo de la CMNUCC, “el acuerdo es un suelo, no un techo”.

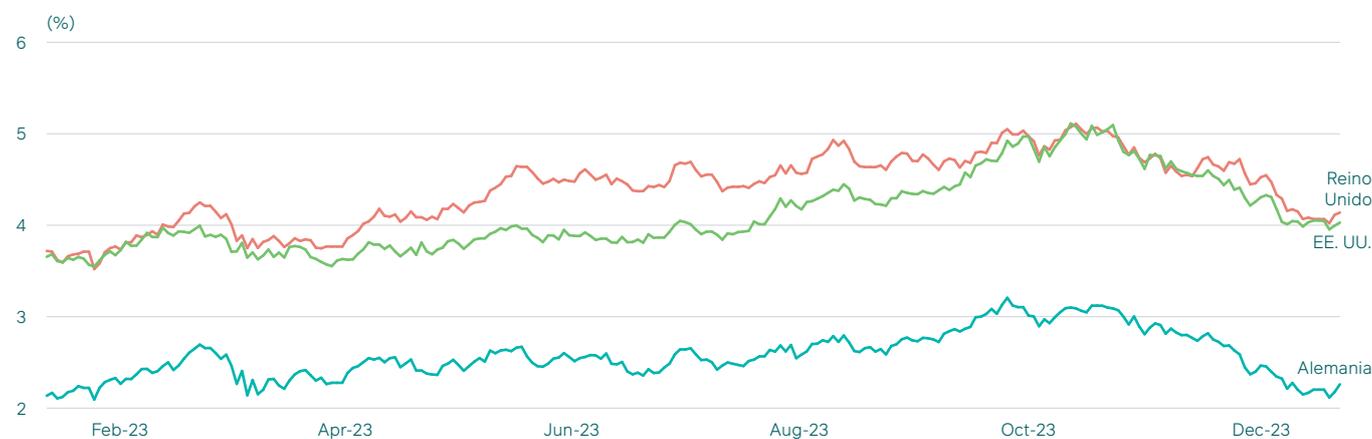
Para inversores y gestoras de activos, las implicaciones de la interpretación e implementación del acuerdo por varios países podrían ser significativas, a la luz del papel que juegan los combustibles fósiles en nuestras economías y su influencia sobre factores macroeconómicos.

A largo plazo, una reducción significativa de la dependencia energética en combustibles fósiles podría conducir a una inflación más baja y menos volátil, mientras que el descenso esperado del coste de la energía solar y eólica apunta a un aumento de la renta disponible de los hogares, y con ello a una subida potencial del consumo. Aunque los efectos macroeconómicos de la transición energética son difíciles de predecir y podrían variar con el tiempo, está claro que son algo de lo que los inversores y las gestoras deben ser conscientes: tal como han demostrado los últimos años, una mayor volatilidad de los fundamentales macroeconómicos puede conducir a mayores altibajos en los mercados financieros.

La inflación y la variabilidad de los tipos de interés permanecieron en primer plano para los inversores en 2023, conduciendo a una volatilidad elevada en los mercados de renta fija.

En particular, el último trimestre del año fue escenario de cambios significativos en las creencias de los inversores sobre el rumbo del precio del dinero, reflejados en movimientos extremos en las cotizaciones de la deuda soberana que ofrecieron oportunidades atractivas de asignación táctica

Gráfico 5. Rentabilidades al vencimiento (TIR) de la deuda soberana a 30 años



Fuente: Bloomberg, 29 de diciembre de 2023.

de activos. La rentabilidad al vencimiento (TIR) del bund alemán a 30 años, por ejemplo, pasó de 3,2% al 2,2%, generando una ganancia de capital cercana al 25% en unas pocas semanas.

En adelante, es probable que la política monetaria permanezca en primer plano. No obstante, con unas cifras de inflación más benignas, los inversores podrían comenzar a concentrarse en mayor medida en el entorno de crecimiento.

En renta variable seguimos prefiriendo mercados con valoraciones más atractivas como por ejemplo Europa, en el marco de nuestra actual postura neutra. Además, creemos que las compañías europeas presentan un posicionamiento más competitivo de cara a la descarbonización, con marcos operativos más avanzados para la medición, monitorización y orientación de la intensidad de las emisiones de carbono. También encontramos oportunidades a nivel global en empresas expuestas a la transición energética: esta área pasó apuros en 2023 en un entorno de mayores tipos de interés y presión de costes continuada debido a las cadenas de suministro, pero creemos que estos obstáculos están empezando a amainar.

En renta fija, podríamos seguir viendo una volatilidad mayor de la habitual, aportando oportunidades de asignación táctica de activos. No obstante, los niveles de rentabilidad TIR actuales nos parecen atractivos a largo plazo, sobre todo si el crecimiento se ralentiza en los próximos meses. Últimamente hemos encontrado nuevas oportunidades en deuda soberana de mercados desarrollados y adoptado exposición a través de distintos instrumentos, entre ellos bonos verdes de Italia, el Reino Unido y Alemania (emitidos específicamente para financiar proyectos verdes), aunando de esta manera asignación de activos e inversión sostenible.

En 2024 es probable que los acontecimientos macroeconómicos y el comportamiento de las cotizaciones continúen sorprendiendo a los inversores y proporcionando oportunidades de asignación táctica de activos. Las rentas reales actualmente elevadas en múltiples clases de activos

deberían respaldar a los inversores con enfoques multi-activos como fuente potencial de rentabilidad a largo plazo (revalorización y renta) y de características de diversificación mejoradas en entornos de aversión al riesgo. Los inversores con horizontes de inversión a largo plazo también podrían optar por sacar partido a asignaciones específicas relacionadas con temáticas a futuro como la transición a un ecosistema de bajas emisiones de carbono, áreas que se benefician de tendencias estructurales favorables y en las que anticipamos entradas continuadas de capital inversor. La ruta para hacer realidad lo acordado durante la COP28 todavía es larga, pero creemos que ofrecerá oportunidades.

“ La ruta para hacer realidad lo acordado durante la COP28 todavía es larga, pero creemos que ofrecerá oportunidades ”



