

Imagen de portada: Campbell Global, McCloud, California

Perspectivas globales sobre activos alternativos 2022

Ver el bosque y los árboles

INFORMACIÓN EXCLUSIVA PARA CLIENTES
INSTITUCIONALES/MAYORISTAS/PROFESIONALES E INVERSORES CUALIFICADOS.
PROHIBIDA SU UTILIZACIÓN O DISTRIBUCIÓN ENTRE CLIENTES MINORISTAS

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Índice

4	Prólogo
5	Perspectiva macroeconómica
9	Asignación de activos alternativos
12	Hedge funds
18	Activos reales
18	Infraestructuras
21	Transporte
26	Madera
30	Crédito privado
36	Capital riesgo
44	Mercado inmobiliario global

Para poder ayudar a nuestros clientes a ver el bosque y los árboles, con ocasión de la cuarta edición de nuestro Global Alternatives Outlook anual, les hemos pedido a los CEOs, CIOs y estrategias de la plataforma de activos alternativos de J.P Morgan, con más de 200.000 millones de USD, que expongan su visión a 12-18 meses sobre las tendencias que influirán en sus respectivos mercados, sus ideas de inversión más prometedoras y cuáles creen que son los riesgos infraestimados a los que se pueden enfrentar los inversores.

Anton Pil
Responsable Global de Alternativos



Prólogo



Ver el bosque y los árboles

Todo es una cuestión de perspectiva. Ahora que entramos en 2022, existe el riesgo real de que los árboles no nos dejen ver el bosque. De cerca, lo que representan los “árboles” en 2022 está claro. Los consumidores seguirán gastando. Y también los gobiernos, en gran parte dinero que no tienen. Los bancos centrales reducir las compras de bonos, aunque no haya compradores para sustituirlos. Los tipos de interés subirán. La inflación transitoria demostrará precisamente que no es nada transitoria. La volatilidad de los mercados de renta variable probablemente sólo se verá superada por la del Bitcoin. La COVID-19 parece que seguirá enturbiando nuestras vidas y los mercados. Todo esto ya lo sabemos.

Pero si damos un paso atrás empezamos a ver el “bosque”, lleno de peligros y maravillas. En el bosque, encontrarás peligros para el éxito de tu inversión – precios exagerados en los mercados tradicionales, correlación limitada entre la renta fija y la renta variable, y rentabilidades de los bonos persistentemente bajas – pero también maravillas, como las megatendencias de la preocupación por los temas medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) y la adopción de la tecnología.

Para poder ayudar a nuestros clientes a ver el bosque y los árboles, con ocasión de la cuarta edición de nuestro Global Alternatives Outlook anual, les hemos pedido a los CEOs, CIOs y estrategas de la plataforma de activos alternativos de J.P Morgan, con más de 200.000 millones de USD, que expongan su visión a 12-18 meses sobre las tendencias que influirán en sus respectivos mercados, sus ideas de inversión más prometedoras y cuáles creen que son los riesgos infraestimados a los que se pueden enfrentar los inversores.

Los bosques representan diferentes entornos. En los capítulos de clase de activos de este informe, no encontrará la opinión establecida de la casa, sino distintas ideas de los más de 700 miembros de nuestro equipo de alternativos y 18 motores de inversión que incluyen el crédito privado, el capital riesgo, los hedge funds, los activos inmobiliarios y los activos reales. Creemos firmemente que esta diversidad de opiniones e intenso debate, informado por datos de miles de inversiones concretas, nos hacen ser mejores administradores del capital de nuestros clientes.

Sabemos que la diversidad produce resultados superiores. Y reconocemos que hay que trabajar mucho para conseguir que todas las voces de nuestras comunidades estén mejor representadas en nuestro sector y en nuestra compañía, especialmente las de las minorías raciales. Hemos hecho avances reales hacia nuestro objetivo de convertirnos en el gestor de inversión alternativa más diverso. Hoy, casi el 55% de los activos alternativos bajo gestión de J.P. Morgan están gestionados por mujeres o por equipos dirigidos por mujeres.

También nos sentimos orgullosos de estar en la vanguardia de la incorporación de los factores ESG en nuestro proceso de inversión para ayudar a conseguir el éxito en la inversión a largo plazo. El análisis ESG está integrado a fondo en todas nuestras estrategias alternativas. Recientemente, nos hemos convertido en firmantes de la iniciativa de Gestores de Activos Cero Emisiones Netas. Además, como segundo gestor de inversión más grande en silvicultura, nuestros bosques (reales, no metafóricos) capturan más de un millón de toneladas anuales y albergan más de 300 especies protegidas de plantas y animales.

En este momento en que nos adentramos en las selvas de 2022, le deseamos una travesía segura y esperamos que esta Outlook le sirva de ayuda en su viaje. Por favor díganos si podemos ayudarle a implementar alguna de las ideas que hemos presentado o si necesita más información de alguno de los que han participado.

En nombre de J.P. Morgan Asset Management, gracias por su confianza.

Anton Pii
Global Head of Alternatives

Perspectiva macroeconómica

Autor

David Lebovitz

Global Market Strategist

Crecimiento acompañado de inflación

Si 2020 fue el año de la pandemia, 2021 ha sido el año de la recuperación. Pero esta recuperación se ha producido a trompicones, y a veces de forma bastante desigual. Es más, la reciente aparición de la variante Omicron nos recuerda que la pandemia todavía no ha terminado. Al mismo tiempo, las tensiones geopolíticas latentes y los elevados niveles de inflación señalan que incluso cuando el virus pase a un segundo plano pueden aparecer nuevos desafíos.

La solidez del consumo indica que el mundo desarrollado puede seguir creciendo a un ritmo superior a tendencia en 2022, y esperamos que las economías manufactureras del mundo emergente vean como el crecimiento mejora a medida que los índices de vacunación aumenten. En este entorno, la política monetaria probablemente sea menos acomodaticia, aunque no directamente restrictiva. Esto supondrá un apoyo a los activos de riesgo mientras los inversores seguirán buscando rentas en un mundo con tipos de interés todavía muy bajos.



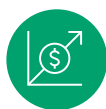
Sólido crecimiento económico, consumidor fuerte

Parece que la economía global ha finalizado 2021 con una tendencia fuerte. Aunque creemos que el ritmo del crecimiento económico se desacelerará gradualmente a lo largo del año, esperamos que siga por encima de tendencia. Impulsando esta sólida actividad económica habrá tres fuerzas distintas: el consumo, los inventarios y la inversión empresarial.

El consumo está en buena forma financiera. Esto se debe en parte a que las medidas de política fiscal en respuesta a la COVID-19 ha llenado los bolsillos de la gente, especialmente en el mundo desarrollado. Los saldos de las cuentas corrientes siguen muy por encima de su media a largo plazo y la media de endeudamiento a largo plazo están cerca de los niveles mínimos registrados, por lo que parece razonable esperar que el consumo será un motor clave de crecimiento este año. Aunque la movilidad se ha visto limitada a la rápida extensión de la variante Omicron, creemos que la tesis de una expansión generalizada sigue intacta y que las interrupciones económicas se reducirán al primer trimestre. Esto es testimonio de cómo la gente se ha adaptado a la presencia del virus. Además, creemos que, en adelante, la fuerza adicional del mercado laboral apoyará el consumo.

Además de la solidez del consumo, el crecimiento de inventarios parece adecuado para apoyar una actividad económica por encima de la media. Los problemas en la cadena de abastecimiento – la mayor parte de la gente ha experimentado algún tipo de retraso a la hora de llevar algo desde un punto A hasta un punto B – están empezando a solucionarse. Al inicio del cuarto trimestre, empezamos a ver un crecimiento en inventarios, y parece que ha seguido así hasta el final de 2021. En el futuro, creemos que el crecimiento de inventarios proporcionará un viento de cola adicional para el crecimiento económico en 2022.

Por último, parece que el gasto en inversión va a acelerarse. En primer lugar, históricamente ha habido una estrecha relación entre el crecimiento de beneficios y el gasto en inversión no residencial los 12 meses siguientes; 2021 fue un año fantástico para los beneficios, y esperamos que se traduzca en una inversión más fuerte. En segundo lugar, es casi imposible leer las noticias sin ver titulares sobre la subida de los precios de las materias primas, subidas salariales y aumento de los costes del transporte. Los equipos directivos han dicho abiertamente que piensan defender los márgenes frente a estas subidas de los precios de las materias primas de dos maneras, trasladando estas subidas de costes a los consumidores y, cuando sea posible, centrándose en la automatización y la eficiencia. Esto último exige inversión, una inversión que creemos que aumentará en 2022. Esto beneficiará a las economías manufactureras en general, pero especialmente a las de la fabricación de tecnología y otros productos que mejoran la productividad (**Gráfico 1**, en la página 8).



Inflación elevada, pero en descenso

Somos constructivos con las perspectivas de crecimiento económico para este año, pero reconocemos que el crecimiento superior a tendencia vendrá acompañado de inflación. En 2021, quedó claro que la inflación no era tan transitoria como muchos políticos habían imaginado. Aunque no creemos que la inflación llegue a ser un problema estructural, sí creemos que será más elevado frente al objetivo de la Reserva Federal (Fed) a lo largo del año próximo. Contribuyendo a esta inflación más persistente está el significativo aumento del precio de la vivienda el año pasado, los trastornos en la cadena de abastecimiento y el fortalecimiento del mercado laboral caracterizado por el crecimiento salarial más rápido visto desde principios de la década de 1980.

A lo largo del año, la inflación se desacelerará – recordemos que la inflación mide el ritmo de cambio, no el nivel. Muchas de las razones por las que hoy la inflación es elevada se deben a los problemas en el lado de la oferta de la economía. Sin embargo, a medida que las cadenas de suministro se vayan normalizando gradualmente, aumente la oferta de mano de obra y el mercado de vivienda se enfríe, la inflación empezará a descender. Fuerzas estructurales como la globalización, la adopción tecnológica, los cambios demográficos y la desigualdad de renta ha supuesto un freno para la inflación a lo largo de la mayor parte de los últimos 40 años. Mientras esos factores sigan presentes, es difícil imaginar que la inflación pueda seguir siendo elevada en el largo plazo.



El desafío de la política monetaria

Este entorno macroeconómico ha hecho que se planteen importantes cuestiones en torno a la trayectoria que debe seguir la política monetaria en 2022. En su reunión de diciembre, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) anunció que iba a acelerar el ritmo de la reducción de las compras de activos (i.e., “tapering”) y que pretendía elevar los tipos de interés tres veces a lo largo de 2022. Resulta perfectamente razonable que esta reducción se acelere, ya que parece que las arterias de la economía están bien. Sin embargo, reducción es muy diferente de endurecimiento de condiciones monetarias, y probablemente sea difícil que la Fed eleve los tipos más rápidamente de lo que actualmente se espera. Para complicar aún más esta dinámica están las elecciones de “mid term” de Estados Unidos en noviembre. Vemos espacio para que la Fed empiece a subir tipos en 2022, pero no sería raro que se mueva más lentamente de lo que indican los precios y sus propias estimaciones. Mientras tanto, el Banco de Inglaterra (BoE) liderará el endurecimiento en 2022, mientras el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) parecen posicoinados para moverse más despacio. ¿El resultado final? La política monetaria será menos relajada, pero no creemos que realmente se vaya a endurecer.

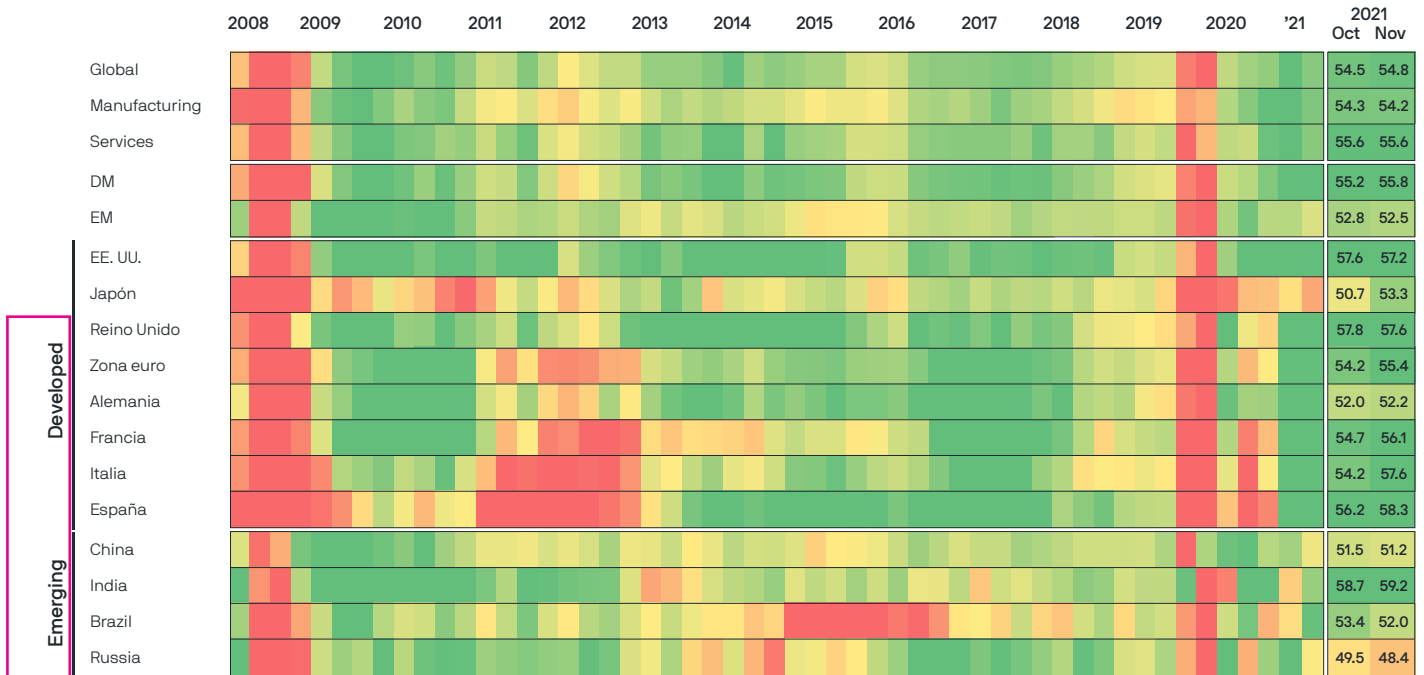


Volatilidad elevada, rentabilidades estimadas débiles: La razón para abrazar el uso de alternativos

Aunque adoptamos un punto de vista constructivo sobre la economía, reconocemos que puede que sea más difícil obtener rentabilidades de inversión. Los mercados cotizados han generado rentabilidades notables a lo largo de los últimos dos años, pero creemos que, en adelante, las rentabilidades serán menores y la volatilidad más alta. Además, aunque los tipos subirán, probablemente lo harán de forma gradual. Y al final, será esencial que los inversores utilicen activos alternativos para navegar en un mundo caracterizado por rentabilidades estimadas más débiles, tipos de interés históricamente bajos y volatilidad elevada.

El probable aumento de la inversión corporativa en 2022 beneficiará a las economías que fabrican tecnología y otros productos que ayudan a mejorar la productividad.

Gráfico 1: Índice global compuesto de gestores de compras (manufacturero y de servicios combinado) trimestral



Fuente: Markit, J.P. Morgan Management.

El PMI compuesto incluye los subíndices manufacturero y de servicios. El mapa de calor por colores se basa en el PMI relativo al nivel 50, que indica la aceleración o deceleración del sector para el periodo de tiempo que se muestra. El mapa de calor se basa en las medias trimestrales, con la excepción de las cifras más recientes, que son mensuales. Los datos para EEUU están estimados y rellenados desde diciembre de 2017 a septiembre de 2009 debido a la falta de cifras existentes del PMI. DM y EM quiere decir mercados desarrollados y mercados emergentes, respectivamente.

Guide to the Markets–U.S.; datos a 10 de diciembre de 2021.

Asignación de activos alternativos

Autores

Jamie Kramer, CFA
Head of Alternatives
Solutions Group

Pulkit Sharma, CFA, CAIA
Head of Alternatives
Investments Strategy & Solutions

Adaptándonos a un entorno híbrido

Si algo nos han enseñado los últimos dos años, es que tenemos una gran capacidad de adaptación ante cambios drásticos. A menudo, esta adaptación nos exige utilizar formulas “mixtas” o “híbridas”. Compramos de forma híbrida – compramos más online, pero a la vez redescubrimos lo divertido que es ir de tiendas. Trabajamos de forma híbrida – disfrutamos del compañerismo en la oficina mientras apreciamos las eficiencias del trabajo desde casa. Nos divertimos de forma híbrida – jugamos online (e-gaming) y nos damos atracones de series, pero también asistimos a conciertos y eventos deportivos. Aprendemos de forma híbrida – los niños van al colegio a través de Zoom y de forma presencial. Conducimos de forma híbrida – comprando cada vez más vehículos híbridos y eléctricos, especialmente a medida que los precios de la gasolina suben y el cambio climático se convierte en una preocupación cada vez mayor.

Igual que nos estamos acostumbrando a un nuevo estilo de vida híbrido, tenemos que adoptar un modelo de inversión híbrido en un entorno de mercado cambiante (**Gráfico 1**, en la página 10). Ante un crecimiento moderado de la economía, el aumento de la inflación y tipos de interés bajos pero subiendo, para los inversores va a ser cada vez más difícil generar rentabilidades estables con rentas y alpha únicamente a través de mercados cotizados. Los activos alternativos pueden sumar en ambos frentes. Esto es especialmente cierto en el caso de los activos alternativos similares a híbridos – sectores y estilos que tienen características similares a la renta variable y a la renta fija. Es clave que pueden ofrecer diversificación como los mercados cotizados, rentabilidades estables y potencial de alpha/crecimiento. Estos híbridos se conocen menos que las inversiones tradicionales y en general son menos líquidos. En el entorno actual, además están relativamente más atractivos por valoración, lo que ofrece un punto de entrada atractivo para los inversores.



2022: Posicionamiento del ciclo actual, anclado en las inversiones híbridas

Los activos alternativos pueden tener papeles diferentes en una cartera, dependiendo de la fase del ciclo económico y del mercado. Debido a que las tires reales de hoy son bajas o negativas y a las presiones inflacionistas al alza, las inversiones que puedan generar rentabilidades reales positivas y flujos de caja crecientes a lo largo del tiempo son extremadamente importantes. Los activos alternativos con mecanismos explícitos o implícitos de trasladar la inflación, como ciertos tipos de activos inmobiliarios, estarán bien posicionados para presentar rentabilidades ajustadas por riesgo atractivas. Las inversiones en deuda privada con mayor rentabilidad, especialmente las que tienen tipos de interés flotantes, pueden proteger frente a tipos de interés al alza. Por último, los hedge funds y el capital riesgo pueden ofrecer diversificación y/o alfa frente a las inversiones cotizadas.

El conjunto de oportunidades muestra nuestro énfasis en las categorías híbridas en el entorno del mercado

Gráfico 1: Oportunidades en las que tenemos mayor grado de convicción para 2022



J.P. Morgan Asset Management—Alternatives Solutions Group; enero de 2022.

Adaptarse a un entorno híbrido

Los híbridos similares a la renta fija ofrecen el potencial de mejores rendimientos que la renta fija de los mercados cotizados, con características híbridas (e.g., posiciones mezzanine y tipos de interés flotante). Esto incluye deuda inmobiliaria mezzanine, deuda de infraestructuras y varios segmentos de deuda privada (e.g., préstamos al consumo y préstamos del mercado de mediana capitalización). Sus atributos híbridos son especialmente atractivos para los inversores que pueden aceptar cierta iliquidez a cambio de mejores rentabilidades. Además de rentabilidades reales positivas, los híbridos equivalentes a la renta fija pueden ofrecer también protección ante las caídas en la parte de renta variable cotizada, algo que ya no pueden ofrecer tanto los valores de renta fija tradicional.

Los híbridos similares a renta variable potencial para mejorar las rentabilidades. Por ejemplo, los activos inmobiliarios no core pueden aprovechar los vientos de cola que supone una recuperación económica para descubrir oportunidades de crecimiento, aumentando los flujos de caja y las rentabilidades de la inversión. En un mercado con demanda creciente, los activos inmobiliarios no core pueden reubicarse y re-alquilarse, transformando los activos “comunes” en activos “premium”. Ciertas estrategias que integran factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) también pueden generar alpha a partir de cambios estructurales impulsados por tendencias de sostenibilidad a largo plazo (por ejemplo, la actual transición energética).

Dentro de los híbridos equivalentes a renta variable, el número de oportunidades crecientes de capital riesgo (PE) genera potencial para crear valor. La transformación digital que se extiende mucho más allá de los nuevos sectores de la economía – al cambio en las preferencias de consumo y los mandatos ESG, por ejemplo – está creando nuevas oportunidades para que las entidades gestoras de capital riesgo generen más alpha. En un entorno de tipos de interés todavía bajos y crecimiento económico por encima de tendencia, los gestores de capital riesgo pueden emplear el apalancamiento para mejorar las rentabilidades. Los inversores pueden adoptar el enfoque tradicional, invirtiendo directamente en fondos primarios de PE. Pueden también descubrir oportunidades de capital riesgo a base de co-invertir con los gestores de PE o invirtiendo en

secundarios (compromisos pre-existentes a los fondos PE). De este modo, los inversores pueden encontrar potencial en otras fuentes de alpha y un despliegue de capital más rápido que invirtiendo en fondos primarios.

Los híbridos puros muestran características de las inversiones en renta fija y en renta variable, que creemos que serán beneficiosas en el actual entorno de mercado. Los híbridos puros pueden ofrecer mejores rentabilidades, diversificación frente a las inversiones cotizadas y/o potencial de apreciación de capital. Especialmente, muchos de estos activos pueden ofrecer rentabilidades con una prima significativa frente a los valores de renta fija con similar riesgo de contraparte.

Actualmente, nos gustan especialmente los activos reales core (e.g., activos inmobiliarios core, infraestructuras, transporte y madera) que están posicionados para beneficiarse de la reapertura de las economías. Los activos reales core ofrecen rentabilidades estables con potencial de crecimiento de los flujos de caja durante periodos de crecimiento económico y una inflación al alza. Muchos de estos activos tienen algún mecanismo, explícito o implícito, que permite traspasar la inflación. Por último, los activos reales core pueden ofrecer también estas ventajas a través de inversiones ESG, bien sea a través de inversiones en edificios más sostenibles, inversiones de infraestructuras en activos de energías renovables o en barcos de gas natural.

Los hedge funds pueden ser inversiones efectivas para generar valor a partir de la volatilidad del mercado. Esto es especialmente útil cuando la volatilidad repunta, como hemos visto tanto en los mercados cotizados renta variable como de renta fija. De cara al futuro, las estrategias macro discrecionales deberán estar bien posicionadas para aprovechar los aumentos de la inflación provocados por los movimientos de los bancos centrales hacia la normalización de la política monetaria. Es muy importante también que los hedge funds puedan actuar como contrapeso y diversificador de las carteras, especialmente en los entornos en los que los mercados de renta fija y/o renta variable atraviesan dificultades. Los hedge funds han demostrado esta resiliencia a base de proporcionar protección frente a las bajadas cuando los índices de estos mercados han presentado rentabilidades negativas.

Conclusión

Del mismo modo que compramos, trabajamos y conducimos de manera mixta o híbrida, también podemos invertir de forma híbrida. Un nuevo entorno de mercado exige un nuevo libro de instrucciones para invertir. Animamos a los inversores a considerar o reconsiderar, de qué manera los alternativos híbridos (y alternativos en general) pueden ayudarles a alcanzar sus objetivos de inversión en este nuevo año. Es posible que descubran que un nuevo enfoque puede ofrecer los resultados que están buscando.

Perspectiva sobre los hedge funds

Autores

Jamie Kramer, CFA
*Head of Alternatives
Solutions Group*

Yazann Romahi, Ph.D., CFA
*Chief Investment Officer
Quantitative Solutions*

Shrenick Shah
Head of Macro Strategies

Paul Zummo, CFA
*Chief Investment Officer
J.P. Morgan
Alternative Asset Management*

Con la volatilidad en aumento surgen nuevas oportunidades

La volatilidad persistirá en 2022, dando lugar a una serie de dislocaciones de precio y oportunidades inesperadas. Tras un año marcado por el rápido crecimiento económico y la tendencia positiva del mercado, la incertidumbre ha vuelto a los mercados, provocada por la elevada – y posiblemente persistente – inflación, el consiguiente cambio de los bancos centrales hacia una política monetaria menos acomodaticia y una nueva disrupción de la COVID-19.

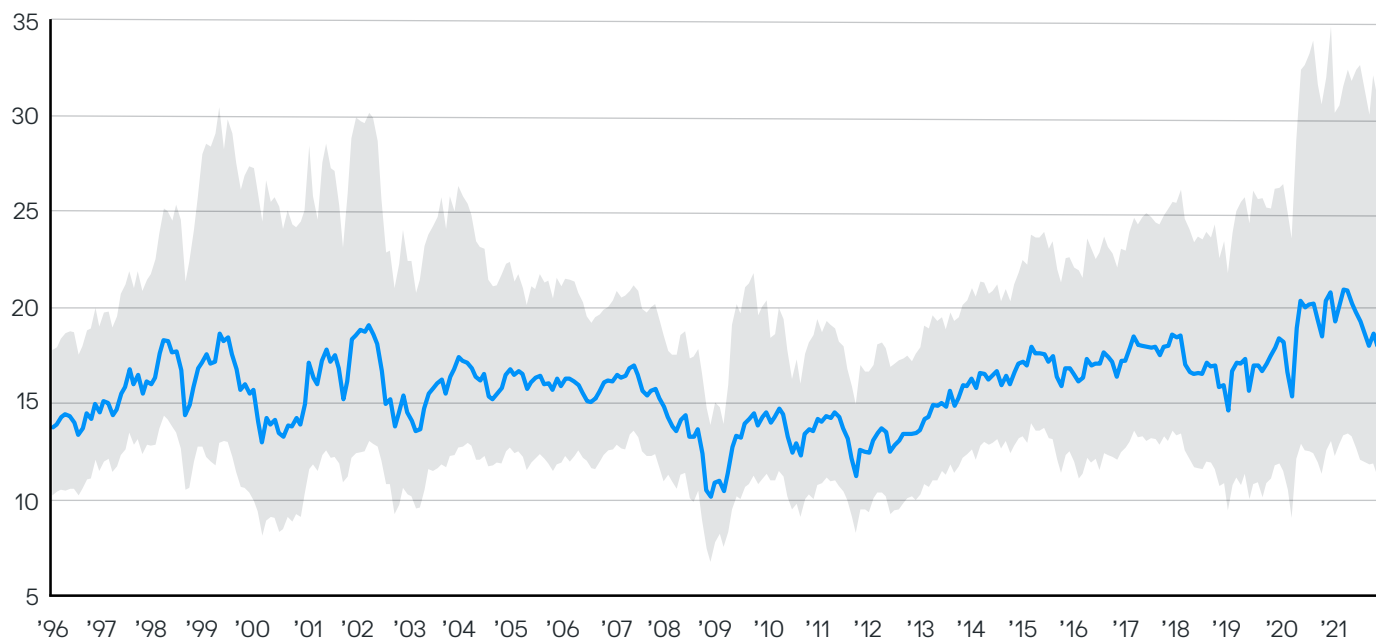
La incertidumbre puede ser la única certeza, pero nuestros inversores de hedge funds ven oportunidades importantes de generación de rentabilidades a medida que los mercados recalibran un futuro cada vez más impredecible. Los elevados niveles de stock y la dispersión de factores, por ejemplo, están creando vientos de cola para las estrategias de valor relativo y de arbitraje que se centran en identificar las discrepancias de precios entre valores con características similares. También vemos fuertes oportunidades de crecimiento y de rentabilidad en una amplia gama de temas seculares: innovación en biotecnología y ciberseguridad, la creciente preocupación por la sostenibilidad medioambiental, mejor acceso a servicios financieros (especialmente en mercados emergentes) y mayor implementación del buen gobierno corporativa (especialmente en Japón).



Puede que la incertidumbre sea la única certeza en 2022, pero nuestros inversores en hedge funds ven importantes oportunidades de creación de rentabilidad a medida que los mercados se recalibran para un futuro aún más impredecible.

La volatilidad elevada y la alta dispersión de valores están creando condiciones favorables para muchas estrategias de hedge funds en el mercado actual

Gráfico 1: Ratio de PER (mediana) y dispersión de valoración de los valores del S&P 500 (Enero 1997–Diciembre 2021)



	Media 25 años	Actual
Mediana S&P 500 P/E	15,9	19,0
Diferencial de precio	11,2	20,4

Fuente: Compustat, FactSet, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management; datos a 15 de diciembre de 2021.

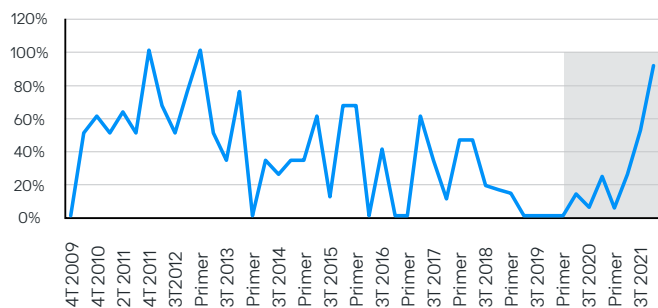
La dispersión del mercado refleja el aumento de la volatilidad

Aunque la volatilidad ha sido más moderada a lo largo del último año de lo que fue en 2020, es probable que en los próximos 12 a 18 meses el VIX se quede en la parte superior de su rango pre-pandemia de 10–20, creando una base atractiva para las estrategias de hedge funds que se benefician de niveles de volatilidad elevados, pero no extremos. La dispersión de valores y de factores también es históricamente alta, lo que crea importantes oportunidades de negociación. El nivel de dispersión de precios se está aproximando al rango que se vio por última vez en la burbuja de las puntocom en 2001 (**Gráfico 1**).

La volatilidad en los mercados de renta fija y divisas también ha empezado a aumentar. La actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) fue sólida a lo largo de 2021 y continuará siempre que los costes de financiación sigan siendo bajos durante 2022. Aunque la creación de empresas de adquisición con propósito especial (SPAC) descendió en el 2T 2021, los patrocinadores de estas sociedades de inversión, que proporcionan un medio eficiente para que algunas compañías puedan salir a bolsa, han empezado a ajustar sus condiciones para incentivar una mayor participación en las salidas a bolsa (IPOs).

Dos tendencias recientes en la financiación de las SPAC – la sobrefinanciación de trusts y la extensión una mayor cobertura de warrant – han hecho que se desplacen hacia los propietarios de SPAC beneficios de inversión más elevados

Gráfico 2A: Porcentaje de IPOs de SPAC sobrefinanciadas



Fuente: SPACInsider y J.P. Morgan Asset Management. Datos de 30 de septiembre de 2021.

El traspaso de poder de los promotores a los inversores en el contexto de la dinámica de inversión en SPAC crea oportunidades más atractivas, y en diciembre de 2021 ya empezamos a ver un aumento en el volumen de las salidas a bolsa de SPAC. Los patrocinadores habían empezado a sobrefinanciar los trusts de forma rutinaria a base de añadir dinero además de lo captado para la SPAC y ofrecer cobertura mayores de warrants. La primera tendencia garantizaba que los inversores que canjeen acciones recibirían una rentabilidad sobre la inversión; la segunda hacía posible que los inversores consiguieran más warrants por acción que podían ejecutar (**Gráficos 2A y 2B**).

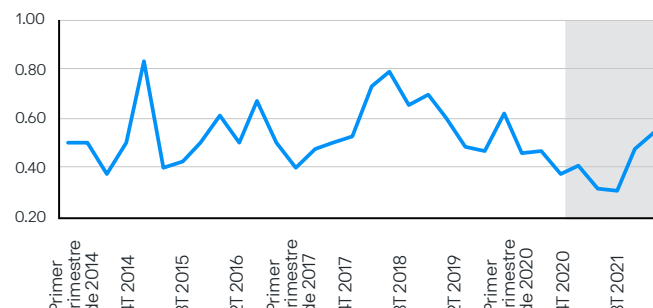
La inflación como dificultad – o como oportunidad

El fantasma de la subida de la inflación, que en EEUU en noviembre de 2021 alcanzó un máximo de 30 años, está obligando a los propietarios de activos a recalibrar: están participando activamente en la rotación sectorial asumiendo que la inflación seguirá siendo alta más tiempo del que muchos legisladores inicialmente preveían. Aunque la inflación supone un desafío para los inversores en los próximos 12 a 18 meses, los gestores de hedge funds, especialmente los que siguen estrategias de valor relativo, podrían prosperar.

En un entorno inflacionista y de tipos al alza, las condiciones de negociación en los mercados se vuelven agitadas e inciertas, y los diferenciales se amplían, proporcionando a las estrategias de valor relativo, entre otras, más oportunidades de negociación.

Vemos como gestores de estrategias macro globales, que a menudo funcionan bien en periodos volátiles, están reposicionando las carteras para aprovechar

Gráfico 2B: Tendencia en todo el sector de elevar la cobertura de warrant (por unidad)



Fuente: SPACInsider y J.P. Morgan Asset Management. Datos de 30 de septiembre de 2021.

oportunidades a corto plazo en divisas, materias primas y tipos. Nuestros expertos de hedge funds también han observado algunas oportunidades de tomar posiciones sobre la inflación como tema en estrategias de renta variable long-short a medida que la inflación al alza ejerce presión sobre las empresas orientadas a crecimiento duración más larga (cuyas valoraciones son más sensibles a las subidas de tipos de interés) y proporciona respaldo a los valores de duración más corta orientados al valor.

Alejarse de la beta de mercado

Las estrategias de valor relativo probablemente se van a beneficiar de la elevada y persistente dispersión de valores en 2022. Consideramos que estas estrategias están entre las que más protegen en un entorno de tipos al alza, ya que proporcionan un aumento de la rentabilidad con una volatilidad entre baja y hasta de un dígito y están bastante poco correlacionadas con la renta variable y la renta fija.

El tema valor relativo también es evidente en varias subestrategias distintas, entre ellas el arbitraje de bonos convertibles y el arbitraje estadístico a corto plazo. Los gestores de estas últimas pueden darle la vuelta a sus carteras con bastante rapidez (en menos de 30 días) y explotar niveles más altos de volatilidad, lo que a menudo crea micro-dislocaciones aprovechables.

Consideramos que las estrategias de mercado de capitales de renta variable (ECM), que facilitan la negociación a corto plazo en IPOs, operaciones en bloque e inversiones flow driven, son otra forma de valor relativo. Algunos gestores de hedge funds están comprando riesgo IPO a bancos de inversión (que ya no son capaces de mantenerlo), cubriendo este riesgo y después liquidándolo de forma eficiente en el mercado.

Estamos firmemente comprometidos con el tema de la sostenibilidad, con un foco especial en la neutralidad de carbono como impulsor de rentabilidad corporativa.

Temas seculares: innovación, sostenibilidad y gobernanza

Aunque la inflación está creando dificultades en algunos de los temas estructurales que hemos estado siguiendo a lo largo del año pasado, algunos de estos sectores serán más resilientes que otros. La biotecnología es un tema que seguimos apoyando, aunque ahora probablemente está algo dislocado – especialmente en las empresas más pequeñas de mediana capitalización – dada la perspectiva de que los tipos suban a mediados de 2022. Creemos que seguirá funcionando bien en los próximos tres años.

También estamos firmemente comprometidos con el tema de la sostenibilidad, especialmente en alcanzar la neutralidad en emisiones de carbono como motor de rentabilidad corporativa. Hemos empezado a incorporar estos datos en nuestros modelos de compra-venta basados en factores porque las compañías que se centren en lograr la neutralidad de carbono atraerán mayores flujos de inversión que los rezagados en ese sector y pueden estar mejor posicionadas para desarrollar soluciones para la próxima transición a una economía más ecológica. Las entradas de fondos, aparejados con la demanda del consumidor y las tendencias en regulación e innovación tecnológica, hacen que esta idea sea nuestra posición de más firme convicción en inversión sostenible.

Este tema también se refleja en nuestros fondos macro, donde estamos invirtiendo en compañías específicas que eligen reflejar ideas sostenibles, entre ellas la generación eléctrica sostenible y la eficiencia energética en el transporte y la construcción de edificios.

En las estrategias de renta variable long-short y de activistas, nos hemos centrado en las prácticas de buen gobierno en Japón, que está avanzando. Nos hemos concentrado en ella durante el último año y seguimos creyendo que se harán progresos a medida que los gestores activistas presionen, aunque el proceso avanza muy lentamente.

Uno de los temas más nuevos que hemos empezado a implementar está relacionado con las soluciones tecnológicas en torno a la ciberseguridad, que probablemente va a ser extremadamente resiliente, incluso en un mundo con presiones inflacionistas, porque es una historia de crecimiento estructural atractiva basada en la rápida expansión de la tecnología de la nube. Los flujos de inversión siguen aumentando de forma espectacular en el sector, a medida que aumentan los riesgos de violaciones de datos, creando oportunidades de exposición selectiva a compañías de alto crecimiento.

Nuestros fondos macro también están implicados en este tema a base de invertir directamente en proveedores de informática de la nube, así como en compañías de software que ofrecen servicios a empresas que se están pasando a la nube como parte de su transformación digital.

Conclusión

Los inversores en hedge funds dispuestos a seguir distintas estrategias que no estén correlacionadas entre sí probablemente van a encontrar oportunidades en una serie de dislocaciones de mercado a corto plazo y tendencias seculares a más largo plazo durante 2022. Es posible que, en el año próximo, que parece destinado a marcar el inicio de un periodo de cambio más matizado, haya una volatilidad de mercado significativamente mayor – un activador clave para los hedge funds que pretenden generar alpha. Más allá de su capacidad para convertir la volatilidad en oportunidad, los hedge funds también pueden proporcionar protección frente a bajadas y diversificación estratégica en esta etapa de agitación provocada por la pandemia, lo que los convierte en un componente fundamental de una cartera bien diversificada.

Perspectivas sobre los activos reales: Infraestructuras

Autor

Gilly Zimmer

Investment Specialist

Infrastructure Investments Group

Diversificación mientras se reduce la huella de carbono

La inversión en infraestructuras se está convirtiendo en algo fundamental en las carteras de inversión, proporcionando oportunidades de obtener rentabilidades con una volatilidad más baja y que además históricamente han tenido poca correlación con la renta variable y con los bonos – una oportunidad de protección frente a caídas en una crisis, demostrada recientemente durante la pandemia de COVID-19. Creemos que los activos de infraestructuras core, especialmente en los mercados de la OCDE, seguirán encontrando el apoyo de los inversores.

Recientemente, los gobiernos se han comprometido a realizar la transición a un mundo con menos emisiones de carbono, lo que hace que los inversores se entusiasmen aún más con las inversiones en infraestructuras a largo plazo – energías renovables en especial. Cuando se hacen inversiones a largo plazo en servicios esenciales de las comunidades, la sostenibilidad es una prioridad. Los inversores tienen una obligación frente a un grupo amplio de interesados de ser una fuerza positiva en la actual transición energética.

Creemos que los activos de infraestructuras core seguirán sirviendo como fuente de diversificación con menor riesgo y rentas más predecibles (principalmente a través de las distribuciones) gracias a los marcos regulatorios, a menudo correlacionados con la inflación; las concesiones de los gobiernos; e ingresos contractuales a largo plazo con contrapartes de alta calidad crediticia.¹

Las infraestructuras también proporcionan una oportunidad para obtener rentas estables a lo largo de los ciclos de mercado, ya que, en general, la fase de un ciclo económico no hace que varíe el consumo de agua o electricidad.



✓ Sonnedix Atacama Solar en el desierto de Atacama, Chile

¹ Junto con la energía, los activos de infraestructuras tienen canalizaciones, distribución de agua y recogida de residuos, torres de televisión e inalámbricas, redes de cable y de satélite, y activos sociales como instalaciones sanitarias, escuelas y edificios públicos y militares. Las compañías de infraestructuras a menudo tienen larga vida, con características monopolísticas, altas barreras de entrada y ventajas competitivas sostenibles.

✓ Denotes J.P. Morgan asset



✓ Sonnedit Tono Solar en Japón

Gobiernos corporativos sólidos, transparencia sobre las emisiones de de carbono y mejora de la sostenibilidad

Entre los temas que determinan nuestra perspectiva sobre activos de infraestructuras están:

Combinar la energía renovable con la inversión en gas natural: creemos que, para mantener la fiabilidad de las redes de energía durante la transición de combustibles fósiles, el gasto en infraestructuras ecológicas será complementado por la inversión en gas natural no intermitente (que es menos intensivo en carbono que el petróleo o el carbón) y, hasta cierto punto, las tecnologías de batería, ya que el gas natural probablemente desaparezca a largo plazo.²

La importancia del gobierno corporativo: Si la sólida gobernanza de una compañía, que incluye equipos directivos alineados y con talento, es clave para reducir la huella de carbono. La participación de los grupos interesados es crítica para obtener rentabilidades sostenibles ajustadas por riesgo, y esto exige un equipo directivo diverso.

Tenemos que prepararnos para que los riesgos climáticos empiecen a formar parte de los estados financieros: un inversor diligente deberá medir y auditar la huella de carbono de las compañías de la cartera, de acuerdo con la herramienta de contabilización más empleada, el Protocolo de Gases Invernadero.³

Medioambiental, social y gobernanza (ESG): el impacto social debe ser una prioridad en las compañías de la cartera, a través de iniciativas como promocionar la salud, la seguridad, la diversidad, la igualdad y la inclusión.⁴ El buen gobierno corporativo es el fundamento de una información ESG mejor y más transparente, integrar ESG en la gestión del día a día y colaborar con los inversores, los grupos interesados y el sector.

² Creemos que las compañías de gas natural seguirán siendo vitales durante 50 años, con una posible inclusión de otros combustibles a medio plazo, como biocombustibles y/o hidrógeno.

³ Los informes futuros tendrán que incorporar actualizaciones sobre los progresos de las compañías en su transición energética, tests de stress de la cartera y transparencia sobre métricas relevantes de intensidad de carbono. Nuestro objetivo es auditar las emisiones Scope 1 y Scope 2 de las compañías de la cartera. Las emisiones Scope 1 son emisiones directas de fuentes propias; las emisiones Scope 2 son emisiones indirectas de compras, tales como la electricidad consumida; las emisiones Scope 3 son todas las otras emisiones de toda la cadena de valor, como resultado de productos y servicios comprados, viajes de negocios, eliminación de residuos y transporte. "Briefing: What Are Scope 3 Emissions?" Carbon Trust.

⁴ Son necesarios si las empresas de infraestructuras tienen que cumplir y mantener su licencia social para operar: cuando un proyecto y sus procedimientos de operación (gestión de residuos, recursos humanos, etc.) tienen la aprobación, o aceptación general por parte de la comunidad local y otros grupos interesados, como empleados y el público general.

✓ Denotes J.P. Morgan asset



Oportunidades en inversión de infraestructuras: Adquisiciones acumulativas (bolt-on), un enfoque conservador a la deuda

Vemos una gran oportunidad en las adquisiciones, para seguir construyendo compañías mientras mantenemos un horizonte de inversión a largo plazo. El flujo de operaciones será sólido. Una estrategia de inversión con potencial para reducir el riesgo es combinar inversiones nuevas e inversiones “acumulativas”.

Las inversiones acumulativas se pueden sumar a los planes de empresa existentes y permiten que nuevos activos caigan en las manos de consejos y equipos de gestión que ya están en marcha. Creemos que poseer participaciones de control es otra ventaja y un diferenciador.

La inversión en infraestructuras probablemente seguirá siendo una combinación del 80% de activos core (regulados, contratados) y en torno al 20% de activos core-plus (sensibles al PIB),⁵ destinados a proporcionar un perfil de rentabilidad constante, y predecible a lo largo de todo el ciclo económico.

Gestionar los potenciales riesgos de invertir en infraestructuras

Entre esos riesgos está el riesgo político y regulatorio, y las subidas de impuestos. Los riesgos políticos varían, por eso es por lo que nos centramos en los mercados de la OCDE. Las personas también son un riesgo clave y una oportunidad, que intentamos mitigar y aprovechar con consejos de administración independientes y a base de desplegar capital bajo equipos directivos ya existentes.

El perfil de deuda de una compañía puede presentar riesgos. Aunque históricamente las infraestructuras han estado altamente apalancadas, preferimos un enfoque conservador a la estructuración financiera y deuda de tipo fijo de más larga duración. Por último, la construcción de cartera puede ser un mitigador de riesgo. La pandemia global ha subrayado que para actuar verdaderamente como un diversificador de cartera, tu combinación de activos tiene que estar también diversificada.

⁵ Del 80% de activos core: 40% activos regulados y 40% servicios esenciales contratados como agua, calefacción y electricidad. Entre los activos sensibles al PIB están los aeropuertos, el almacenaje y las empresas de alquiler de trenes.

Perspectivas sobre activos reales: Transporte

Autor

Andrian R. Dacy

*Chief Investment Officer
Global Transportation Group*

Atravesar la transición energética

El limitado crecimiento de la oferta de transporte en un momento de fuerte demanda para trasladar productos y la creciente necesidad de inversión para apoyar las iniciativas de descarbonización son el motivo de nuestra perspectiva positiva de 12- a 18-meses para la inversión en transporte core-plus.

En 2022, esperamos que continúe teniendo baja correlación con la renta variable y siga siendo una fuente diversificada de rentabilidades transparentes, resilientes y estables con vocación de rentas, también en momentos de volatilidad de mercado. Lo que impulsaría esta estabilidad: el papel fundamental en la cadena de suministro global y los arrendamientos “take-or-pay” con contrapartidas y usuarios finales de alta calidad crediticia.

Apoyar la actual transición energética de los combustibles fósiles a las renovables es una de las principales oportunidades. Con la transición a un futuro con menos emisiones de carbono, los activos de transporte sostenibles, energéticamente eficientes – muchos tienen todavía que construirse a un coste importante – serán aún más importantes para conectar sectores y economías. Los grandes inversores con acceso a capital estarán bien posicionados para encontrar oportunidades.

Con los vientos de cola de la recuperación económica, el transporte está muy bien situado para continuar creciendo y siendo destinatario de inversiones.

Esperamos un sentimiento de mercado positivo en el año que comienza ya que los “atascos” en las cadenas de suministro global, los retrasos en los envíos y la congestión de los puertos siguen elevando beneficios. El crecimiento actual en el comercio electrónico y la fuerte demanda de consumo en las principales economías continuarán apoyando el sentimiento inversor. Incluso después de que las restricciones de la cadena de suministro debidas a la pandemia se solucionen, puede que persista una escasez de la oferta de activos de transporte. La incertidumbre en torno al futuro diseño de los activos que serán necesarios para la descarbonización ha ralentizado aún más los nuevos pedidos.



Esperamos que el transporte core-plus, al que muchas veces se denomina “infraestructura móvil” – como barcos, aviones y otras formas de transporte – ofrezca una baja correlación con la renta variable y una fuente diversificada de rentabilidades orientadas a rentas transparentes, resilientes y estables, incluso en momentos de volatilidad del mercado.



Tendencias: Elevadas tarifas de alquiler, usuarios de alto nivel, problemas en la cadena de suministro

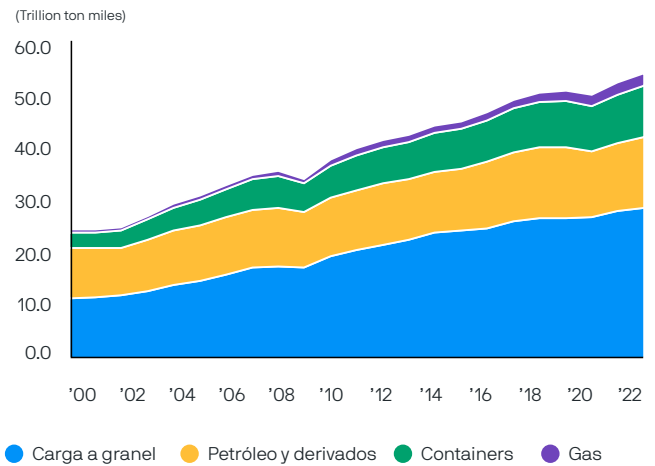
Logística marítima y de energía: Los barcos, que transportan un 90% del comercio global, se han beneficiado enormemente de los trastornos en la cadena de suministros global. La actual escasez de barcos y de capacidad en los contenedores, que han hecho subir las tarifas de alquiler y los valores de los activos hasta máximos históricos, probablemente seguirán.⁶ Los volúmenes de comercio por mar han vuelto a los niveles pre-pandemia (**Gráfico 1**). La fortaleza del crédito de los grandes usuarios industriales y de transporte ha mejorado de forma espectacular en 2021.

Aviación: esperamos que los volúmenes de pasajeros domésticos sigan mejorando (aunque sigue habiendo dudas sobre las tendencias a largo plazo en los viajes internacionales y de negocios). Entre la preocupación por las nuevas variantes del coronavirus y los requisitos de controles de fronteras que cambian constantemente, el momento de la recuperación de la aviación internacional sigue siendo incierto. La cuota de mercado que ha quedado vacía debido a las más de 70 quiebras de aerolíneas se está sustituyendo con menos compañías, más grandes, más estables y mejor capitalizadas. Los operadores respaldados por los estados seguirán siendo contrapartes atractivas si los gobiernos siguen apoyando, como han hecho históricamente, a estos operadores.

El transporte terrestre (automóvil y tren): la pandemia ha creado dificultades de infraestructuras e intermodales en los puertos, especialmente una necesidad de activos de transporte terrestre y conductores de camiones para atender a una productividad de carga más elevada.⁷ Se necesitan más camiones, trenes y capacidad de almacenaje para apoyar el creciente volumen de mercancías que llegan a los puertos en barco. Más de 70.000 conductores de camión han dejado la profesión durante la pandemia.

Los volúmenes transportados por mar han vuelto a los niveles pre-pandemia, y se estima que la expansión será una tendencia, con un crecimiento estimado del 4,4% en 2021

Gráfico 1: Crecimiento del comercio por mar



Fuente: Clarksons Research; datos de diciembre de 2021.

⁶ El crecimiento de la oferta de barcos sigue estando por debajo de tendencia: los pedidos están en solo el 9% de la capacidad de la flota frente a más del 55% en 2008, y la capacidad de los astilleros se ha reducido después de haberse consolidado. Se necesitan más barcos, pero los astilleros no sacarán nuevas embarcaciones hasta 2025.

⁷ Los contenedores más grandes de hoy tienen el doble o el triple de tamaño que los de los primeros años 2000 y pueden llevar más de 20.000 contenedores.

Un interés creciente en los factores ESG y en la descarbonización está moldeando el desarrollo tecnológico, la demanda del usuario final y la financiación

Recortar las emisiones de carbono para reducir el impacto del sector en el cambio climático global es el principal objetivo de los principales *stakeholders*. Los usuarios finales, organismos reguladores, inversores, bancos y clientes están todos pidiendo un transporte más ecológico.⁸ Hará falta inversión para I+D y nuevas tecnologías, modificación de los activos actuales, diseño y construcción de nuevos activos e inversión en una nueva infraestructura global para apoyar los nuevos tipos de combustible.

Atraer financiación está cada vez más vinculado al comportamiento medioambiental a medida que aumentan los estándares medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG).⁹ Los participantes del mercado con amplio acceso a capital estarán mejor posicionados para realizar las inversiones necesarias en soluciones de tecnología ecológica y para atender la demanda del usuario final de activos respetuosos con el medio ambiente.

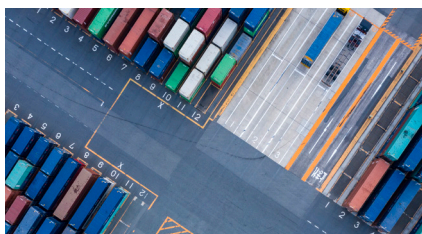


⁸ El transporte global está afrontando el problema de las emisiones globales, y Naciones Unidas señala el camino: El Energy Efficiency Existing Ship Index y el Energy Efficiency Design Index de la Organización Marítima Internacional exigen un nivel mínimo de eficiencia energética por milla de capacidad por tipo de barco y segmentos de tamaño. El Estándar de Emisiones de CO2 para Aeronaves de la Organización Internacional de la Aviación Civil entrará en vigor para los aviones nuevos a partir de 2028, con el objetivo de reducir emisiones alentando a que el diseño y desarrollo de las aeronaves integre las tecnologías de eficiencia energética.

⁹ Por ejemplo, entre los prestamistas bancarios tradicionales. Consultar, por ejemplo, los Poseidon Principles www.poseidonprinciples.org/.

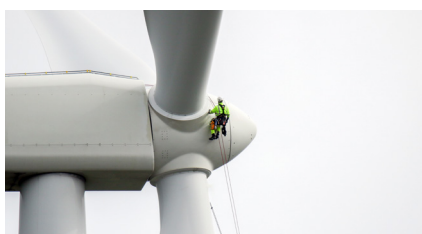
Oportunidades de inversión: aprovechar el tamaño, crecimiento global y la transición energética

En un entorno macro sólido, esperamos rentabilidades consistentes a través de varias estrategias:



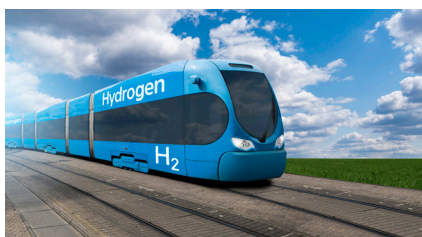
Una cartera diversificada

Un enfoque diversificado hacia la inversión en el transporte core-plus permite la asignación a subsectores con el mejor valor relativo. Cuando empezó la pandemia, por ejemplo, el sector de la aviación se vio significativamente afectado, y el despliegue de capital se redirigió hacia el sector marítimo, donde los fundamentales de sector seguían siendo fuertes.



La transición energética

De media, el cambio de las plantas energéticas del carbón al gas reduce las emisiones en un 50%.¹⁰ Nos gustan las inversiones en activos que apoyan directamente la transición energética. Entre ellos está la próxima generación de operadores de gas natural (LNG) y el mantenimiento de granjas eólicas marítimas y barcos de instalación.



Asociarse con operadores líderes

Asociarse hace posible que el propietario del activo (inversor) y el operador desarrollen soluciones que reducen la huella de carbono junto con la cadena de suministro del operador. A medida que cambian los estándares de la industria global, estas estrategias cooperativas harán posible transferir tecnología y compartir riesgo de capital.



Alquiler de contenedores

Los ingresos contratados de alquileres fijos a largo plazo, apoyados por el balance de la contraparte, ofrecerán rentabilidades estables, transparentes y altamente resilientes. Los flujos de caja se verán apoyados por empresas navieras contrapartes cada vez más rentables, cuyos balances han sido reforzados por sólidos beneficios.

Mientras tanto, todavía se esperan en 2022 trastornos en la cadena de abastecimiento, menos rotación de contenedores y miles de contenedores “bloqueados” fuera de sitio debido a los cierres impuestos a principios de la pandemia, que provocan más escasez de oferta y probablemente rentabilidad resiliente para los propietarios de los activos.¹¹

Entre los riesgos están la incertidumbre sobre el futuro de las opciones de combustible limpio, cómo se suministrarán y distribuirán estos combustibles (a largo plazo) y un entorno regulatorio cambiante en cuanto a futuros estándares y prácticas. Otros riesgos: la amenaza de obsolescencia tecnológica para los activos más antiguos y una contracción del crecimiento económico.

¹⁰ “The Role of Gas in Today’s Energy Transitions,” International Energy Agency, julio 2019.

¹¹ Muchos contenedores que llegaron a regiones como África y América del Sur a principios de la pandemia siguen vacíos y sin recoger debido a que los operadores de barcos han concentrado sus naves en rutas más rentables como la ruta Asia-América del Norte/Europa.

Perspectivas sobre activos reales: Transporte

Autor

John Gilleland

Chief Executive Officer
Campbell Global

Dave Rumker

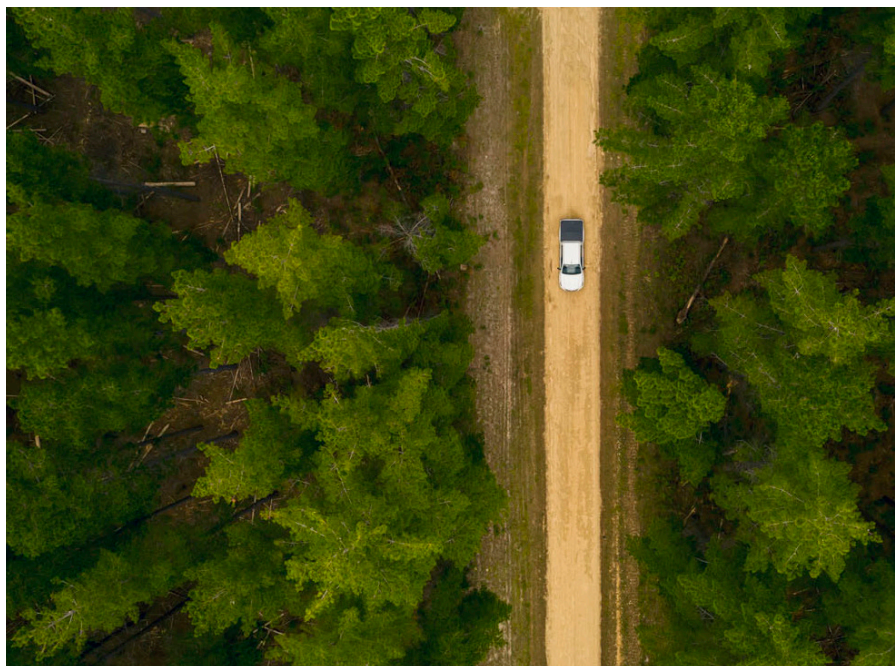
Chief Investment Officer
Campbell Global

La demanda de madera y la concienciación sobre las emisiones de carbono están en alza

La demanda de madera está aumentando, un material de construcción renovable y más sostenible que el cemento o el acero. Al mismo tiempo, aumenta la concienciación de que los bosques pueden capturar carbono – una solución natural para generar contrapesos del carbono. Estos serán esenciales para cumplir los objetivos globales y corporativos de emisiones de gases invernadero (GHG).

Aunque el mercado del carbono está en sus primeras etapas, el aumento de la demanda de compensaciones del carbono probablemente excederá la oferta a corto y medio plazo, lo que apoyará los precios del carbono en los próximos años.¹² Los bosques también ofrecen a los inversores otras oportunidades tangibles relacionadas con los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG), desde biodiversidad a trabajo rural, mejorados por medio de una gestión centrada en la sostenibilidad y verificados por el cumplimiento de los estándares independientes de certificación forestal.

Estos hitos apoyan nuestra expectativa de rentabilidades de rentas y apreciación de capital en una clase de activo con características de protección contra la inflación. Anticipamos rentabilidades al alza para los activos forestales en 2022, así como un aumento en los precios.



✓ Campbell Global Green Triangle en Australia

¹² El precio del carbono varía globalmente, lo establecen o bien los gobiernos que ponen impuestos al carbono o los mercados a través de sistemas de negociación de emisiones – ambos componen actualmente un puzzle muy variado. El “coste social del carbono” (establecido actualmente por el gobierno de EEUU en 15 USD por tonelada para fines de planificación) cuantifica los daños para la salud, la propiedad, la agricultura, los ecosistemas, la pérdida de vida, entre otras cosas; algunos estudios indican que el precio podría ser ocho veces más alto. Dr. Sarah Kapnick, “The global carbon market: How offsets, regulations and new standards may catalyze lower emissions and create new opportunities,” J.P. Morgan Asset Management, 14 de octubre de 2021.

✓ Denotes J.P. Morgan asset



Temas clave en la inversión en madera: escasez de oferta, precios elevados y una oportunidad de carbono en una fase temprana

Demanda de vivienda pospuesta en EEUU

La construcción de casas nuevas, así como la reparación y remodelación (que juntas suponen en torno al 70% de la demanda de madera), están aumentando, haciendo crecer la demanda en todo EEUU y Canadá. La demanda pospuesta de viviendas en EEUU entre los jóvenes compradores de casas y los tipos de interés bajos están espoleando la demanda, que podría continuar durante tres a cinco años (o más).¹³

Cada vez más viviendas unifamiliares (más que los edificios multi-inquilino) en construcción están aumentando la demanda de madera por unidad,¹⁴ ya que la COVID-19 ha estimulado el traslado a viviendas suburbanas y rurales con menos densidad de población. La aceptación de los productos de madera reconstituida en la construcción de media altura en todo el mundo también ha aumentado la demanda de madera.¹⁵

Aunque los problemas de la cadena de suministro que elevaron los precios de la madera a niveles extraordinarios probablemente se normalizarán en 2022, los precios de la madera seguirán siendo altos, mientras las compañías madereras de EEUU construyen capacidad de producción (modernización, expansión y construcción de nuevos aserraderos), haciendo que escasee la oferta de madera.

¹³ La demanda pospuesta se está aproximando a los 4 millones de unidades debido a una década de escasez de construcción más la demanda de vivienda anual de en torno a 1,5 millones de viviendas; el sector también está asistiendo a la aparición largamente esperada de compradores entre 25 y 40 años que compran su primera casa.

¹⁴ David B. McKeever y Joe Elling, "Wood Products and Other Building Materials Used in New Residential Construction in the United States, with Comparison to Previous Studies," APA—The Engineered Wood Association, 2015, y Forest Economic Advisors, 2021.

¹⁵ Como madera contralaminada (CLT).

Cada vez es mayor el reconocimiento global de que los bosques gestionados de forma sostenible son una solución climática imperativa

Las superficies forestales son una solución natural para capturar carbono. El carbono capturado por los árboles puede cuantificarse y emplearse para compensar las emisiones de gases de efecto invernadero (GGEs) de las compañías que pagan a los propietarios de activos por unidades de carbono verificadas o por propietarios de activos que compensan sus propias emisiones.

Aunque el mercado de crédito del carbono está en sus primeras etapas, este podría ser un interesante punto de entrada ya que el interés se está acelerando. La estandarización regional y global de los protocolos del carbono en los próximos años proporcionará a los inversores una mayor tranquilidad en cuanto a la legitimidad de los créditos del carbono y su correspondiente precio.

Las cualidades de los bosques como protección frente a la inflación, especialmente a largo plazo

El valor de un bosque no es muy volátil porque el crecimiento biológico continúa durante periodos de precios bajos. La cosecha puede retrasarse mientras los árboles siguen creciendo en tamaño y el valor se almacena en el tronco.

Alineación de la madera con los objetivos ESG globales y corporativos

Los bosques ofrecen una serie de co-beneficios para el ecosistema, como hábitat de especies en peligro y cobijo para gran parte de la biodiversidad del mundo. Los bosques proporcionan fuentes de agua limpia. Y lo más importante, la construcción a base de madera es superior a la del acero o el cemento desde una perspectiva de GGE.

Los bosques sostenibles se alinean con los objetivos sociales, como oportunidades para el ocio público. Los bosques pueden también proporcionar puestos de trabajo, reducir la migración a las ciudades y mejorar la calidad de vida de las comunidades rurales.

Avances tecnológicos

La detección de imágenes y las innovaciones en el sistema de información geográfica están haciendo que medir el carbono y el inventario de los bosques sea más efectivo de costes, eficiente y escalable, y que los propietarios de tierras puedan acceder fácilmente a los mercados del carbono. Los drones están reduciendo los costes y mejorando tanto la seguridad de las actividades forestales como la prevención de incendios. Otras innovaciones afectan a los estudios, la reforestación, la cosecha y los productos de madera.

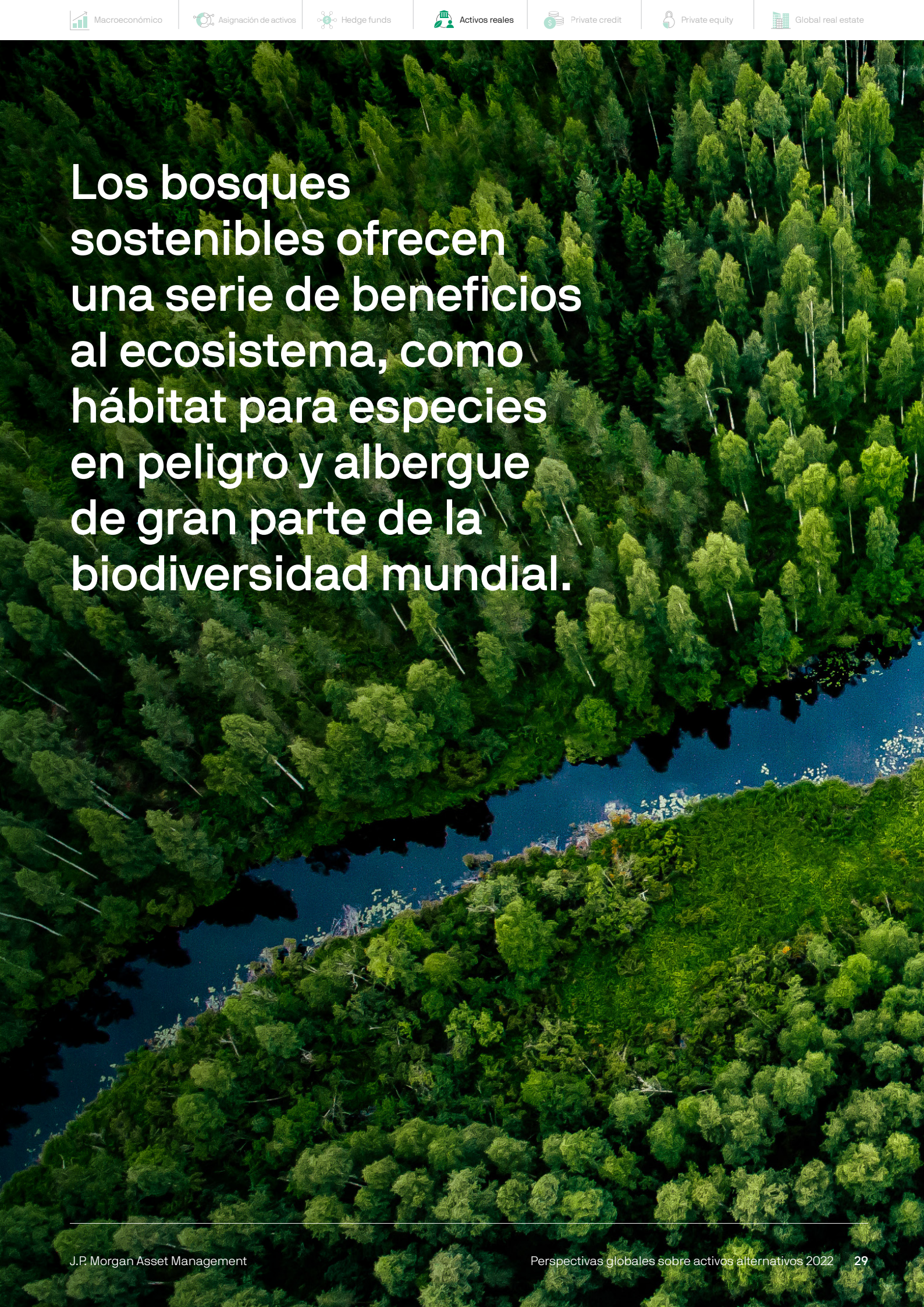
Las oportunidades de la madera para la diversificación, la acción climática, la cobertura frente a la inflación y los ESG

Una cartera de bosques bien diversificada continuará siendo atractiva como diversificador de cartera, solución climática natural e inversión con atributos ESG naturales que genera rentas a base de la venta de productos de madera mientras sirve como protección frente a la inflación.

Además del esperado aumento de la demanda y la mejora de los precios que elevan las rentas, las rentabilidades podrían beneficiarse de la escasez de oferta de madera en el Pacífico Noroeste de EEUU, Australia y Chile. Los precios más altos de la madera ayudarán a acelerar la apreciación de capital y comprimir algo las tasas de descuento, especialmente en las áreas de mercado de escasez de madera. La monetización del carbono podría proporcionar una cobertura adicional de potenciales ingresos en las zonas de escasez de madera. La monetización del carbono podría ofrecer una capa adicional de potenciales ingresos.

Entre los riesgos está una ralentización económica que dañe la demanda de vivienda y las medidas políticas del gobierno que ralenticen el crecimiento económico. La asequibilidad de las casas es un riesgo, pero la subida de precios se está moderando. El aumento de los tipos de interés afectará a la asequibilidad de la vivienda, lo que supone otro riesgo, pero se espera que los tipos sigan en niveles históricamente bajos durante algún tiempo.

La constante expansión de casas de nueva construcción depende de la disponibilidad de mano de obra a costes que no afecten a la asequibilidad. (Es más probable que las restricciones de disponibilidad retrasen la construcción de nuevas viviendas que reduzcan la demanda). Y los problemas de la cadena de abastecimiento que llevan a una mayor dependencia de las fuentes locales o regionales de madera benefician a algunos mercados, pero no a otros.

An aerial photograph of a lush, green forest. A river or stream winds through the lower right portion of the image, reflecting the sky. The trees are dense and vibrant green, with some taller, thinner trees visible in the upper right. The overall scene is a natural, undisturbed landscape.

Los bosques sostenibles ofrecen una serie de beneficios al ecosistema, como hábitat para especies en peligro y albergue de gran parte de la biodiversidad mundial.

Perspectiva sobre crédito privado

Autores

Meg McClellan

*Head of Private Credit
J.P. Morgan Global Alternatives*

Candace Chao and Whitney Wilcox

*Co-Portfolio Managers
Core Mezzanine Debt
Real Estate Americas*

Leander Christofides and Brad Demong

*Co-Chief Investment Officers
Global Special Situations*

Brian Coleman, CFA

*Portfolio Manager
Alternative Credit Solutions*

Jay DeWaltoff

*Portfolio Manager
Head of Commercial Mortgage
Lending Group*

Brian Van Elslander and Vincent Lu

*Co-Chief Executive Officers
Direct Lending*

Jason Hempel and Jonathan Segal

*Co-Chief Investment Officers
Highbridge Capital Management*

Ettie Philitas

Head of Infrastructure Debt Group

Continúan la destrucción creativa y el crecimiento del mercado

Hace un año, cuando resurgió la COVID-19 a comienzos del invierno 2020-21, identificamos dos temas para definir cómo sería el año siguiente para el crédito privado. En primer lugar, creíamos que la disrupción temporal no significaría destrucción de valor. En segundo lugar, creíamos que los impagos eran retrasados (no realizados).

Fue premonitorio porque estos temas son ahora una realidad. A medida que los consumidores y los inversores siguen reinventándose a sí mismos, la economía – y los inmuebles e infraestructuras que los sostienen – se están transformando para satisfacer las necesidades de una “nueva normalidad” en constante evolución.

¿Qué significa esto para la inversión en crédito privado? Lo que hace dos años se consideraban startup disruptivas y compañías en sus primeras fases se han convertido en empresas medianas que buscan prestamistas para ayudarles a financiar su crecimiento y sus adquisiciones.

La inversión en inmuebles sigue transformándose, adoptando una mayor flexibilidad en el trabajo, centros de datos, reposición y una demanda de compras online que parece insaciable junto con la distribución, almacenaje y transporte que requieren.

La inversión en infraestructuras está aprovechando las oportunidades de la aceleración de la transición desde la energía tradicional a los combustibles alternativos a medida que los consumidores demandan sostenibilidad en los productos, servicios y espacios.



Vemos crecimiento en la oferta y la demanda de deuda privada – y amplias oportunidades – en el futuro. En el lado de la oferta, los prestatarios siguen buscando los mercados privados debido a su velocidad relativamente mayor y a su certidumbre de ejecución, después de que muchos “se quemaran” debido a que los mercados públicos y los bancos retiraron dinero durante los momentos de mayor incertidumbre. De igual modo, los prestatarios valoran la adaptabilidad y la actitud de asociación de los prestamistas privados, que son con frecuencia los únicos – o los principales – inversores en operaciones.

En el lado de la demanda, la búsqueda global de tir continúa, pero hoy día también incluye una demanda de activos que puedan proteger frente a la inflación y proteger el capital en entornos de mercado todavía desconocidos. En consecuencia, los inversores están aumentando sus asignaciones a crédito privado. La clase de activo sigue ofreciendo diferenciales relativamente altos en los mercados públicos (**Gráfico 1**), convenios (protección del prestamista) y tipos flotantes o protección frente a la inflación basada en los activos, y probablemente seguirá mostrando baja volatilidad debido a su naturaleza menos líquida.

Principales factores de nuestra perspectiva del crédito privado

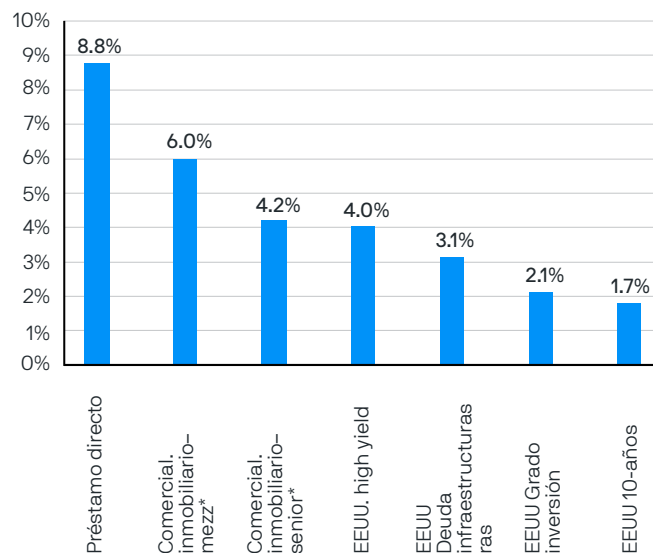
Desde el comienzo de la pandemia, muchas personas han practicado la distancia social para ayudar a prevenir la extensión de la COVID-19. En esa misma línea, creemos que puede ser muy efectivo distanciarnos de los mercados de crédito ya saturados y puede ofrecer a los inversores un valor significativo. Concretamente, dentro de las áreas menos concurridas, encontramos oportunidades atractivas relativas a las tendencias anteriormente mencionadas. Entre ellas están los cambios de la demanda y la sostenibilidad, expresados a través de deuda inmobiliaria, deuda de infraestructuras o préstamos corporativos.

Créditos productivos

De forma casi general, los inversores expresan su preocupación porque el mercado de préstamo directo está saturado con capital de crédito privado y por el consecuente deterioro de los diferenciales y las protecciones (“covenant-lite”). De hecho, con el aumento del capital disponible para invertir, los prestamistas de crédito se han elevado a una escala superior del mercado y ahora participan en megaoperaciones de miles de millones de dólares. Los bancos están volviendo a ser prestamistas, aunque ahora son menos activos que antes. Además, estamos asistiendo a la competencia y al crecimiento de las capacidades internas de generación de seguros por parte de las áreas de crédito privado recientemente creadas por private equity sponsors.

Mientras continúa la búsqueda global de rentabilidad, los inversores están aumentando sus asignaciones a crédito privado, que sigue ofreciendo tirs potenciales relativamente más elevadas que los mercados públicos

Gráfico 1: Tires de diferentes clases de activo (%)



Fuente: Cliffwater, J.P. Morgan, Gilberto-Levy, Bloomberg, iBoxx. Los datos se basan en la disponibilidad a 30 de noviembre de 2021, a menos que cotice de otra manera. Préstamo directo: Cliffwater Direct Lending Index (CDLI); *Commercial real estate (CRE) tires a 30 de septiembre de 2021. CRE – tire de Mezzanine está derivada de un estudio de J.P. Morgan y Bonos del Tesoro de EEUU de duración similar. CRE – senior yield está sacada de Gilberto-Levy Performance Aggregate Index (unlevered); High Yield EEUU: Bloomberg US Aggregate Credit - Corporate - High Yield; Deuda infraestructuras EEUU: iBoxx USD Infrastructure Index que captura las emisiones de bonos de deuda en USD de más de 500 millones de USD; U.S. 10-year: Bloomberg U.S. 10-year Treasury yield; Grado inversión EEUU: Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade.

No resulta extraño que, en el extremo de mayor tamaño del mercado, el crédito privado haya entrado en el terreno de los créditos sindicados de los bancos de inversión. La demanda de rentabilidad ha impulsado la compresión de diferenciales y la reducción de protecciones en los préstamos a grandes compañías de mercado medio¹ (Gráficos 2A y 2B). Los diferenciales y condiciones en este segmento de los mercados de crédito privado han convergido con los de los mercados públicos a lo largo de los últimos 12 meses, con los inversores buscando escala mientras los servicios de créditos sindicados intentan defender sus comisiones de originación.

A la luz de estas dinámicas, las compañías verdaderamente core de capitalización de mercado mediana – con un EBITDA de 25 a 75 millones de USD – suponen un nicho menos concurrido que muchos de nuestros inversores prefieren. Normalmente vemos mejores estructuras, precios y condiciones en el mercado medio core que en el sector de mayor tamaño, en general sindicado.

El préstamo de mercado medio core exige excelentes capacidades de identificación de oportunidades y acceso profundo a redes, así como una sólida reputación de préstamo. Para los prestamistas que cumplen estas condiciones, las oportunidades de préstamo core

de tamaño más pequeño permiten más flexibilidad, protecciones estructurales más fuertes y mejores condiciones de protección financieras. Ahí es donde nos centramos para el año que comienza. core middle market lending opportunities allow for more flexibility, stronger structural protections and better financial covenants.

Al mismo tiempo, vemos oportunidades de ofrecer soluciones de mercado de capital privado a compañías poco seguidas de pequeña y mediana capitalización, donde hay menos competencia de los prestamistas de crédito privado tradicionales. La lista de nuevas operaciones en espera está en un máximo histórico, y los inversores experimentados en este tipo de operaciones estarán bien posicionados. Es una lista de opciones diversa, tanto por sector como por regiones geográficas. Seguimos encontrando oportunidades significativas, especialmente en asistencia sanitaria, que ofrece oportunidades de rentabilidad idiosincrática y características defensivas.

El aumento de la competencia entre un mayor número de prestamistas de crédito privado ha seguido relajando las condiciones de los préstamos a las compañías grandes de mediana capitalización

Gráfico 2A: Rentabilidad de nuevas emisiones

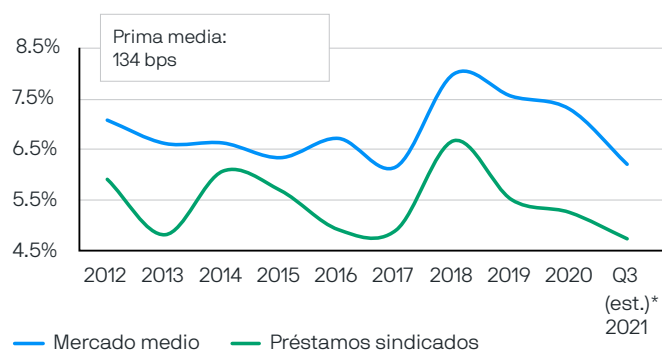
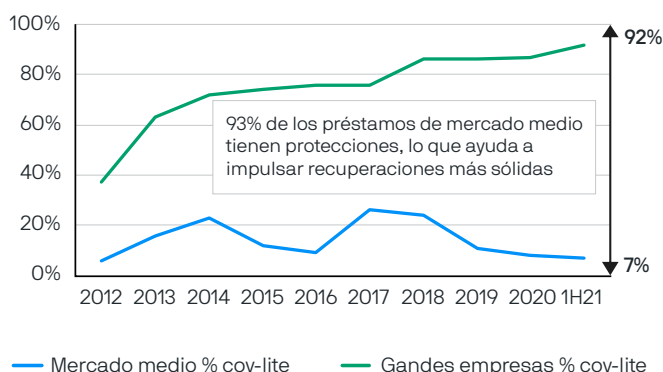


Gráfico 2B: Porcentaje de préstamos covenant-lite²



Fuente: S&P Leveraged Commentary & Data, Quarterly Leverage Lending Review and U.S. Middle Market Stats Historical; datos a 30 de septiembre de 2021. Mercado medio: Préstamos sindicados para emisores con EBITDA inferior o igual a 50 millones de USD. Préstamos sindicados: Préstamos para emisores con EBITDA de más de 50 millones de USD. Basado en puntos de datos 2012-2019 y 3Q21.

¹ Compañías con un EBITDA de más de 250 millones de USD.

Las startups disruptivas y las compañías en las primeras etapas se han convertido en empresas de mediana capitalización que buscan prestamistas para ayudarles a financiar su crecimiento y sus adquisiciones.

Inversión en activos *stressed*, *distressed* y de situaciones especiales

A lo largo de los próximos 12 a 18 meses, esperamos ver una lista de operaciones única dentro del espacio de crédito privado de situaciones especiales, procedente del impacto residual de los cierres de empresas europeas por covid.

En su mayor parte, las grandes compañías cotizadas de Europa se han refinanciado o reestructurado con éxito o les ha ido bien en general durante la pandemia. Pero se estima que 5 millones de empresas de pequeño y mediano tamaño han recibido préstamos del gobierno, préstamos no asegurados de bajos intereses y otras subvenciones que suponen un total de casi 1 billón de USD, lo que deja a muchas sobreapalancadas y enfrentándose al riesgo de no poder sobrevivir. Debido a que las reestructuraciones legales en tribunales locales son complejas, los especialistas a menudo se convierten en socios de soluciones de capital. Para tener éxito, las reestructuraciones probablemente necesitarán conocimiento local, además de experiencia legal y jurisdiccional.

Como los balances altamente apalancados de estas empresas de pequeño y mediano tamaño combinan capital, deuda senior, deuda subordinada y ahora una capa de deuda gubernamental – a menudo con un acreedor prioritario – tienen una enorme complejidad cuando estas empresas se quedan sin liquidez. En consecuencia, la oportunidad de reestructuración del gobierno europeo podría ser muy grande y tardar varios años en remediarse, proporcionando un flujo de operaciones durante bastante tiempo.

Deuda inmobiliaria

Los sólidos fundamentales en los sectores multi-inquilino e industrial siguen impulsando un ritmo de crecimiento del alquiler por encima de tendencia. Los préstamos hipotecarios comerciales senior core garantizados por estos sectores parecen atractivos comparados con la renta fija tradicional de alta calidad en un entorno de tipos al alza, proporcionando a los inversores tipos más elevados y garantías protegidas contra la inflación. La perspectiva fundamental de las oficinas es más difícil de descifrar, y aunque muchos describen a todo el sector con atributos negativos, igual que lo que hemos visto en el caso de la distribución, creemos que la presencia física es fundamental para el crecimiento y la cultura corporativos. Una disciplina simple pero efectiva es “seguir los trabajos” y centrarse en las propiedades orientadas al tránsito de clase A, en mercados enfocados a la tecnología. Anticipamos una prima de riesgo más elevada en el sector de las oficinas – especialmente para los préstamos más apalancados – ya que los prestamistas tradicionales siguen siendo cautelosos, lo que crea oportunidades para los préstamos mezzanine core.

En el año próximo, habrá muchas oportunidades de préstamos avalados por propiedades en transición. Creemos que habrá demanda de propietarios que quieren mejorar o redesarrollar sus propiedades. Puede también haber dislocación e incluso oportunidades de deuda fallida causadas por la COVID-19 ya que los tipos bajos han permitido que continúen los préstamos que no se están comportando bien. Para multi-inquilino, nos gusta la historia de reversión en las grandes áreas metropolitanas mientras la recuperación continúa. Para los mercados suburbanos, especialmente el Cinturón del Sol de Estados Unidos, la estrategia de renovación para elevar el alquiler parece interesante. En mercados de oficinas seleccionados, las conversiones oficina-a-laboratorio tienen sentido dados los sólidos fundamentales de las ciencias de la vida. También veremos más créditos puente en las oficinas tradicionales que necesitan recapitalización.

La vuelta de los volúmenes de ventas de inversión anteriores a la pandemia y el declive de los índices de impago de hipotecas comerciales mejorarán las expectativas de rentas actuales en la deuda inmobiliaria comercial comparado con la renta fija pública de igual riesgo. Las protecciones seguirán intactas, lo que creará el beneficio inusual de rentabilidades más altas con mejor estructura en el corto plazo.

Invertir en deuda de infraestructuras

Las necesidades de inversión en infraestructuras globales son elevadas y van en aumento, y estamos centrados en capitalizar estas oportunidades de inversión.

La deuda senior en infraestructuras garantizada ofrece una oportunidad de rentas ajustadas a riesgo – por lo que tiene una prima sobre los prestatarios corporativos grado inversión, y con menor volatilidad e índices de impago históricos más bajos. Esta clase de activo también puede ser inherentemente sostenible. Los activos de infraestructuras proporcionan servicios esenciales, contribuyendo al desarrollo económico y social de las comunidades.

Dentro de la inversión en deuda de infraestructuras, la energía renovable y la transición energética a la descarbonización serán áreas de inversión fructíferas debido a las nuevas políticas de los gobiernos para alcanzar el objetivo de cero emisiones de carbono en 2050. El almacenamiento de baterías, las infraestructuras de recarga de vehículos eléctricos y los mercados de comercialización de energías renovables² están posicionados para beneficiarse de vientos de cola adicionales a medida que las compañías intentan cumplir los objetivos de emisión y se centran en las iniciativas de sostenibilidad que reducirán la dependencia de la energía de combustibles fósiles (y eventualmente pueden llegar a sustituirlos).³

También resultan prometedores los sectores de infraestructuras directamente afectados por la COVID-19, como activos de infraestructuras digitales y relacionados con la asistencia sanitaria. Por ejemplo, los “hyperscalers” – grandes proveedores de servicios en la nube, de networking e internet a escala – han evolucionado hasta ser un subgrupo de contrapartes de primera fila involucrados en la construcción de infraestructura digital. Los activos de infraestructuras relacionados con la salud, como clínicas, servicios ambulatorios, centros de atención, laboratorios y clínicas de análisis, juegan un papel vital en el sistema de asistencia sanitaria, y tienen una demanda creciente de inversión de capital.

Crédito de consumo

La deuda de las familias de EEUU alcanzó un mínimo histórico antes de la pandemia. Los importantes estímulos estatales ayudaron después a muchos hogares y consumidores a construir balances aún más fuertes, dejando los ratios de cobertura de deuda y los impagos de tarjetas de crédito de las familias en mínimos de varias décadas. Creemos que EEUU está en la primera fase del ciclo de crédito de consumo y que los consumidores seguirán en buena forma en el futuro próximo. Esta oportunidad puede generar rentabilidades no apalancadas de dos dígitos en algunos casos.

La inversión en deuda de consumo, sin embargo, se enfrenta a barreras de entrada elevadas debido a su complejidad y riesgo. Normalmente, se puede acceder a exposición a deuda de consumo de EEUU a través de préstamos a los consumidores o a base de comprar reservas de créditos al consumo ya existentes o recién originados. Para tener éxito, se requieren fuertes capacidades de modelización, estructuración y financiación, junto con la capacidad de minimizar el riesgo regulatorio y el fraude prestatario. El crédito al consumo tiene una vida media de ponderación relativamente corta, está fuertemente protegido y puede cerrarse al primer signo de deterioro del crédito del prestatario, lo que demuestra aún más la importancia de la selección del gestor.

Conclusión

Entre los riesgos de invertir en los mercados de crédito privado de hoy están la inflación, el aumento de la competencia y la incertidumbre sobre la pandemia. Para enfrentarse a la constante evolución de los mercados privados son necesarios inversores experimentados con ventaja competitiva en la detección de oportunidades, experiencia en análisis fundamental y un enfoque de inversión disciplinado y consistente. Esta filosofía de inversión, junto con los tipos flotantes de muchos de los activos de crédito privado, será beneficiosa para los inversores hasta bien avanzado el año.

² Los mercados de comercialización de energía, son mercados no de servicios públicos, o de generación eléctrica independiente, diseñados para que los operadores vendan energía al por mayor en mercados competitivos.

³ La transición energética ya está en marcha, como demuestra el crecimiento secular en la adopción del vehículo eléctrico, que ha llevado a una penetración global del vehículo eléctrico del 12%, un máximo histórico para ventas de vehículos nuevos.

Perspectivas sobre capital riesgo

Autores

Stephen Catherwood and Ashmi Mehrotra
Global Co-Heads & Portfolio Managers
Private Equity Group

Christopher Dawe
Managing Partner
Growth Equity Partners

Osei Van Horne
Co-Managing Partner & Global Head
Sustainable Growth Equity

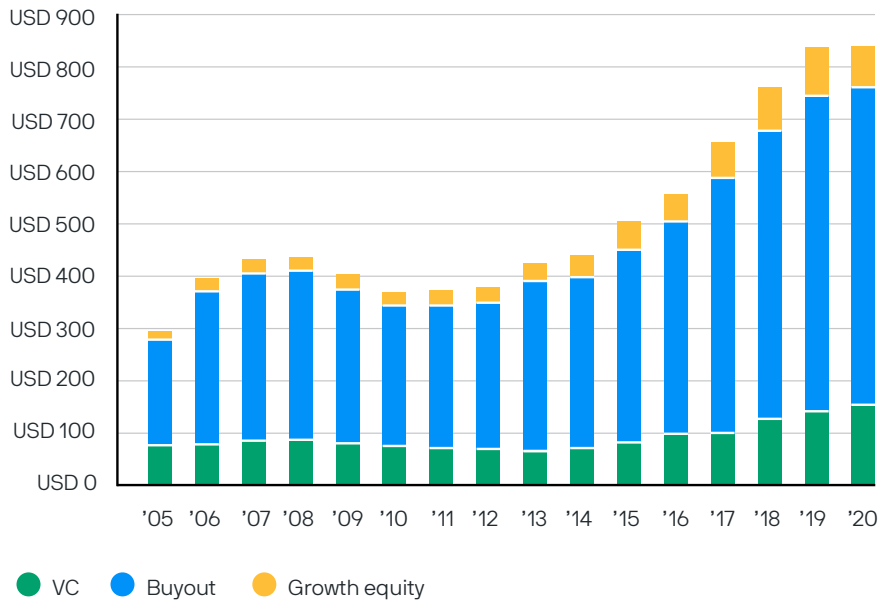
Mirar más allá del “frenesí” para buscar oportunidades en un mercado competitivo

Los mercados de capital riesgo (PE) están experimentando una intensa actividad. La demanda inversora sigue siendo fuerte, y el volumen de distribución continúa alto. Los plazos de captación de fondos se están acortando y los tamaños de los fondos aumentan. Los niveles record de dinero disponible para invertir (dry powder) han mantenido el ritmo con un elevado volumen y velocidad de operaciones (**Gráfico 1**).

En un mercado que lleva más de una década sin experimentar un retroceso prolongado, los precios son elevados y la competencia es intensa. Sin embargo, sigue habiendo amplias y atractivas oportunidades para los gestores con estrategias diferenciadas de detección de oportunidades y de valor. La principal ventaja competitiva del capital riesgo sigue siendo la misma: inversores altamente cualificados con los recursos necesarios para impulsar el cambio transformacional y el crecimiento de las empresas.

El dinero disponible para invertir en *venture capital*, *growth equity* o *buyout fund* está en niveles record o muy cerca

Gráfico 1: Capital disponible por estrategia (miles de millones de USD)



Fuente: PitchBook (Geography: U.S.), J.P. Morgan Asset Management; datos a 31 de diciembre de 2020.

La innovación tecnológica está entre las fuerzas más potentes que generan oportunidades de venture capital, growth equity y buyout.



Fuerte demanda inversora

Entre los motores más fuertes de la demanda está la expectativa de rentabilidades superiores del mercado privado (frente al público). También se está sumando a la demanda el elevado volumen de distribuciones a medida que los inversores se reequilibran y vuelven a dirigirse a las asignaciones *target*. Los *General partners* (GPs) que vuelven al mercado mucho más rápido y con más fondos plantean un dilema para algunos inversores: cómo asignar a sus GPs más rentables cuando una elevada porción de sus fondos destinados al capital riesgo ya están comprometidos. Esto también supone una dificultad para los GPs más nuevos, que compiten por esos mismos compromisos de inversión.

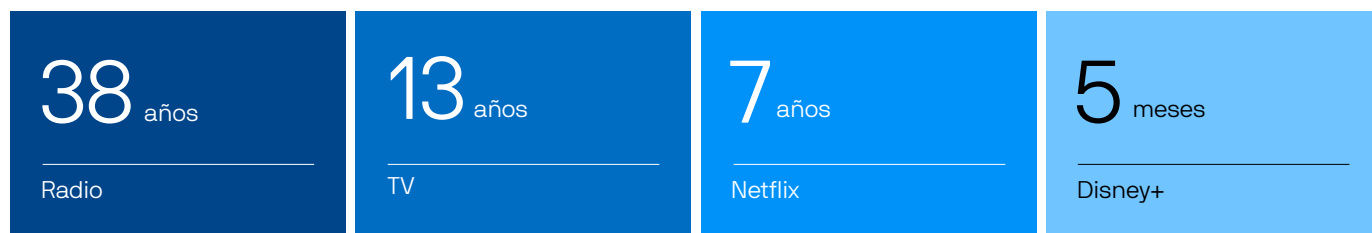
Los inversores están participando cada vez en más co-inversiones, lo que les permite ejercer su criterio e invertir junto con los mejores gestores en oportunidades pre-identificadas. Los objetivos también están cambiando. Muchos inversores se focalizan cada vez más en lograr los objetivos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) y los objetivos de diversidad, igualdad e inclusión (DEI), y no están dispuestos a sacrificar la rentabilidad.

Ampliar las oportunidades de capital riesgo

La innovación tecnológica está entre las fuerzas más potentes para generar oportunidades de *venture capital*, *growth equity*¹ y *buyout*, no sólo entre las compañías tecnológicas tradicionales sino en casi todos los sectores de la economía. El aumento del ritmo de adopción de innovaciones disruptivas, que se ha acelerado por la pandemia, está fortaleciendo esta tendencia (**Gráfico 2**). El mercado de capital riesgo, con casi el 35% de sus activos en el sector tecnológico (frente a la cuota del mercado de capital público de menos del 14%), ofrece una importante oportunidad de exposición a la innovación tecnológica.²

Los ciclos de adopción tecnológica se han acelerado

Gráfico 2: Tiempo que se tarda en alcanzar 50 millones de usuarios



Fuente: Citi GPS: Global Perspectives & Solutions, Netflix, Walt Disney Company, J.P. Morgan Asset Management; datos a 1 de diciembre de 2021. Las cifras de radio y TV son de Citi GPS Technology en Work Series, "The Future of Innovation and Employment," febrero 2015; la cifra de Netflix es el tiempo necesario para alcanzar 50 millones de suscriptores del servicio de streaming digital de Netflix, basado en el análisis de los publicaciones de beneficios de Netflix (2007) y J.P. Morgan Securities LLC (2014); la cifra de Disney+ es de la nota de prensa de Disney de 2020.

¹ Aunque no hay una definición rápida y precisa, por capital expansión nos referimos a las fases del ciclo de vida de una compañía privada entre la última fase *venture* y la salida a bolsa (IPO).

² J.P. Morgan Guide to Alternatives, noviembre 2021: 37.

Los gestores de primer nivel pueden valorar rápidamente el potencial de precio y de crecimiento y aprovechar oportunidades atractivas. Los GPs con más talento pueden después aportar conocimiento profundo y especializado del sector, y las habilidades específicas que necesitan las compañías – desde las start-ups en sus primeras fases a las empresas de rápido crecimiento en las etapas más avanzadas – a medida que progresan a través de las fases críticas de sus ciclos de vida previas a la salida a bolsa.

La diversidad puede ser una ventaja: Los estudios indican que la rentabilidad de las firmas de capital riesgo comprometidas en DEI³ es comparable a la de sus homólogos no diversos.⁴ Pero estas últimas no están recibiendo una cuota proporcional del capital de PE captado. Esto apunta a una oportunidad sin explotar para los inversores de capital riesgo que pueden apoyar y guiar los primeros pasos de una firma mientras consiguen asignaciones preferentes para el futuro, tanto a fondos como a oportunidades de co-inversión.

Al igual que los inversores, los GPs están adaptándose al ritmo frenético de los mercados cada vez más competitivos. Aunque algunos en el sector prefieren un enfoque amplio, a nosotros nos anima ver que muchos gestores experimentados y disciplinados se especializan cada vez más en las operaciones por las que compiten. Este enfoque más concentrado puede mejorar su capacidad de transformar empresas y conseguir resultados positivos.



³ Aunque no hay un estándar del sector, nuestro Private Equity Group (PEG) clasifica una firma u oportunidad como diversa si las mujeres, Negros, Hispanos, Latinos, Nativos americanos, Isleños de Asia y Pacífico, LGBT+, veteranos del ejército y personas con discapacidades representan por lo menos el 30% de su personal fundamental o si el 30% o más de su economía (interés devengado) está en manos de miembros de estos grupos. También se evalúan innumerables factores más.

⁴ Knight Diversity of Asset Managers Research Series: Industry, "A study of ownership diversity and performance in the asset management industry," Knight Foundation and Bella Private Markets, 2021.

Perspectivas e ideas de firme convicción

La intensificación de la competencia y los elevados precios existen en todos los sectores y etapas del mercado, desde el venture capital, el “growth” a los “buyouts”. ¿Dónde es más probable que los inversores encuentren oportunidades con el potencial de crecimiento necesario para compensar los elevados precios de salida, y los perfiles riesgo-rentabilidad que buscan?

Venture capital

El venture capital se está beneficiando claramente de la velocidad de la innovación y la adopción tecnológica. El resultado: niveles casi record de captación de fondos, se estima que excederán los 110.000 millones de USD en 2021,⁵ así como un ritmo rápido de despliegue de capital. El aumento de los fondos captados por las compañías respaldadas por venture capital ha hecho que aumente el tamaño medio de las operaciones en todas las fases. Las rondas de financiación iniciales han aumentado al rango de 2-10 millones de USD, las rondas de serie A a 20 millones de USD y las rondas de serie B a aproximadamente 50 millones de USD, de media.⁶

El VC en las primeras fases presenta oportunidades en la fase de “idea”, cuando hay pocos clientes y un producto o modelo de negocio todavía sin probar. Esta fase puede ofrecer más potencial de subida, pero también importante riesgo de bajada.

Nuestro Grupo de Capital Riesgo (PEG) sigue viendo oportunidades importantes en los fondos primarios que se centran en oportunidades en esas fases iniciales de financiación, donde los fondos de “venture” de primer nivel crean oportunidades diferenciadas gracias a las relaciones con emprendedores y su reputación en el mercado. Comprender el pleno potencial de estas inversiones en la primera fase requiere GPs experimentados que puedan atraer el mejor flujo de operaciones y los emprendedores más prometedores, adoptar posiciones significativas y aplicar conocimientos especializados; al final, esas habilidades pueden ser aún más importantes para el potencial de rentabilidad que el precio.



Captación de fondos en niveles casi record
Se estima que excederá los

USD 110.000 millones
en 2021



Las rondas pre-semilla y semilla han aumentado
hasta el rango de

USD 2 mn-USD 10 mn

⁵ Bob Blee, Andrew Pardo, Calvin Otis y Eli Oftedal, “State of the Markets: Inside Views on the Health and Productivity of the Innovation Economy,” Silicon Valley Bank, Q3 2021. La cifra de 110.000 millones de USD incluye sólo el capital venture tradicional.

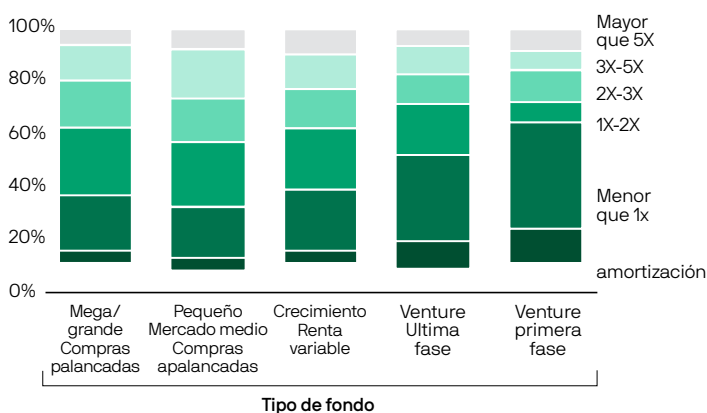
⁶ Ibid. Estas estadísticas sobre el tamaño de las rondas de captación de fondos incluyen solo las inversiones de capital venture de EEUU.

Venture capital de última fase y capital expansión

Las compañías de VC de última fase y de capital expansión (que empiezan ya en la Serie B y siguen hasta la fase pre-IPO) tienen un perfil riesgo-rentabilidad considerablemente diferente y complementario de las de VC de primera fase. Aunque las oportunidades de más éxito de la primera fase pueden ofrecer un potencial de rentabilidad más alto, las rentabilidades de VC de última fase y de capital expansión se distribuyen de forma más amplia, con ratios de pérdidas estimadas inferiores (i.e., mayor protección frente a bajadas). Esto ha permitido que estas clases de activos en conjunto ofrezcan la distribución de rentabilidades según el rango más atractivas asociadas con compras apalancadas mientras mantienen parte del potencial de elevado crecimiento y rentabilidad extraordinaria del venture capital (Gráfico 3).

Las distribuciones de rentabilidad del VC y del capital expansión son similares a las de las compras apalancadas

Gráfico 3: Distribución de rentabilidades brutas, por cuenta de operación



Fuente: State Street Global Exchange Private Equity Index; datos a 30 de junio de 2018. El análisis incluye 28.000 operaciones completamente realizadas invertidas globalmente; las rentabilidades brutas son rentabilidades antes de comisiones, gastos e intereses devengados.

Los socios de capital expansión (GEP) de J.P. Morgan Private Capital aprecian oportunidad entre las compañías tecnológicas jóvenes y prósperas que ya han dejado atrás la primera fase de VC. Los GEP se centran en compañías que ya tienen un encaje del producto en el mercado (product-market fit) establecido, un sólido ratio de coste rentabilidad por unidad,⁷ y están en el camino hacia la rentabilización de explotación a corto plazo. En general tienen una trayectoria de mercado crecimiento positivo (con frecuencia crecen a índices que superan el 50% interanual), por lo que estas compañías necesitan capital para seguir creciendo y llevar su negocio al siguiente nivel.

Las compañías de la cartera de VC de última fase y capital expansión normalmente todavía están creciendo. No sólo necesitan capital sino también un socio de confianza que entienda su negocio, su sector y sus clientes y que tenga las habilidades, la experiencia y las redes necesarias para orientarles a través de esta crítica etapa de crecimiento. Entre las áreas de oportunidad de firme convicción de los GEP están:

- El espacio fintech, tecnología para apoyar los pagos B2B, que al final facilitan la automatización en tiempo real de todos los flujos de pago de una compañía
- En el software de empresa, la tecnología para impulsar la automatización y la digitalización y aumentar la productividad y la eficiencia de una compañía
- En el sector inmobiliario, la tecnología para impulsar la transformación digital de procesos históricamente realizados por seres humanos como la formalización de hipotecas, construcción, etc.
- En internet de consumo, la tecnología que apoya la continuada adopción del comercio electrónico y las oportunidades que persisten en toda la cadena de valor del comercio electrónico.

⁷ Sólida economía unitaria implica rentabilidad por unidad.

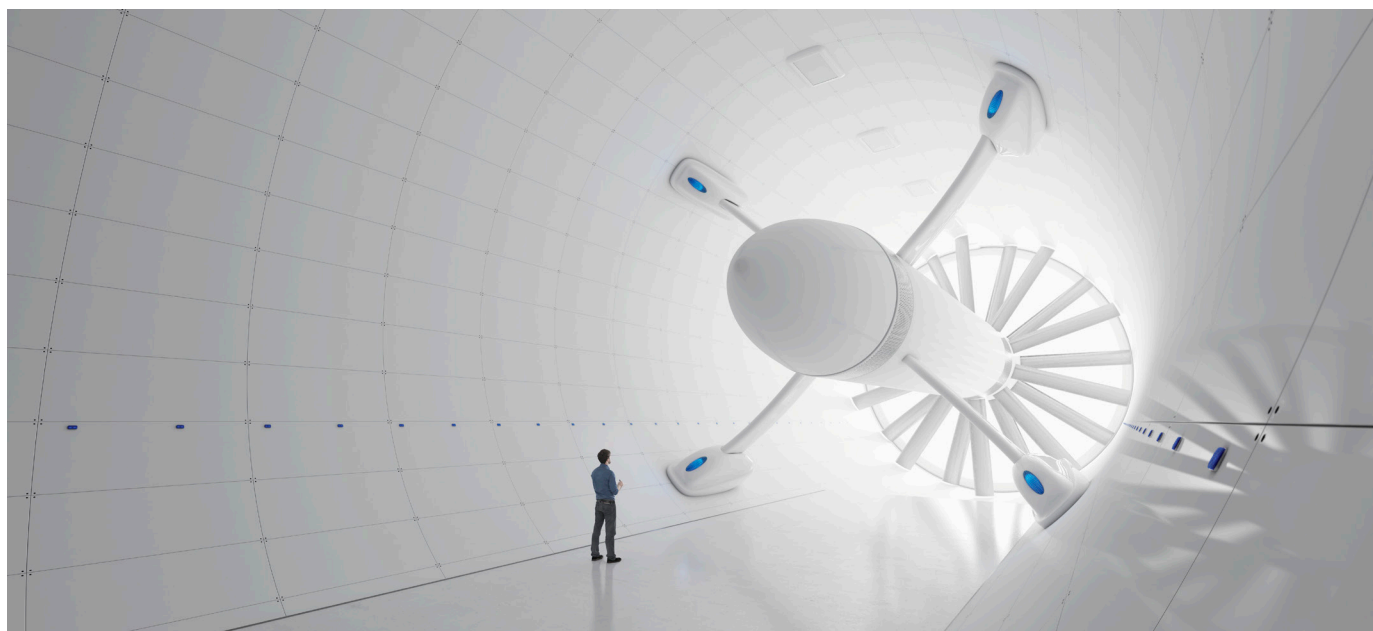
La tecnología climática, como la considera el equipo de Capital de Crecimiento Sostenible (SGE) de J.P. Morgan Private Equity, es otro sector con oportunidades excepcionales ya que compañías, consumidores, responsables de políticas e inversores están respondiendo a los riesgos climáticos y a la necesidad de mitigar el impacto del cambio climático.

El aumento de las fuerzas reguladoras está acelerando los compromisos del sector privado y público con los objetivos de sostenibilidad y cambio climático. Estas fuerzas, junto con el cambio en las preferencias de consumo hacia prácticas más sostenibles, han tenido un impacto en todos los sectores, pero especialmente en la agricultura, el sector inmobiliario, el transporte y la industria. Estos “sectores pesados” suponen colectivamente nada menos que el 80% de las emisiones globales de gases con efecto invernadero (GHG).⁸ Las compañías que operan en estos sectores pesados requerirán una gran variedad de soluciones para cumplir los nuevos estándares regulatorios de sostenibilidad estatales y federales y los que todavía están por venir.

SGE cree que las soluciones tecnológicas, como soluciones telemáticas, de economía circular⁹ automatización, la Internet de las Cosas (IoT), biomateriales, captura de carbono y la digitalización de las operaciones de

derroche posicionadas para quedarse con la oportunidad del mercado total posible (TAM) de las necesidades de sostenibilidad. A medida que estos mercados maduran, anticipamos que los que asignan venture capital y capital expansión se sentirán atraídos por los grandes impulsores de TAM, impulsores de demanda a largo plazo (alimentados por las repercusiones del cambio climático) y las proposiciones de valor de doble resultado (el potencial de ofrecer buenos resultados tanto medioambientales como financieros).

Históricamente, la mayor parte de las inversiones sostenibles se centraban en aumentar la oferta de energías renovables, a menudo en forma de financiaciones de proyectos. Más recientemente, ha aparecido un grupo de oportunidades especialmente atractivas para invertir en tecnologías que hacen posible la utilización eficiente de la energía y las materias primas, además de eficiencias en la operación de las empresas, que después se traducen en reducción de las emisiones de GHG. SGE se centra en esas oportunidades. El equipo cree que las empresas necesitarán invertir en estas innovaciones y escalarlas para cumplir sus compromisos de sostenibilidad, descarbonización de las industrias y las cadenas de abastecimiento, y adaptación al cambio climático, entre otros objetivos.



⁸ Climate Watch, World Resources Institute (basado en las emisiones de 2016). Las cifras de emisiones de sector incluyen emisiones directas y emisiones de la energía empleada en sectores específicos: industriales (24% energía, 5% directas); alimentación y agricultura (2% energía, 18% directas); sector inmobiliario (18% energía); transporte y logística (16% energía).

⁹ La economía circular es un modelo de producción y consumo que aboga por reutilizar, alquilar y reciclar materiales y productos.

Capital riesgo: buy-outs

La actividad en el sector de “buyouts” ha sido rápida, frenética y competitiva, y las M&A globales han superado 1 billón de USD en el 3T de 2021 por quinto trimestre consecutivo.¹⁰ Añadiéndose a las oportunidades de compras apalancadas de PE, los elevados precios y la fuerte demanda están atrayendo al mercado a compañías de alta calidad. Los compradores de capital riesgo, corporativos y estratégicos han contribuido a este volumen y ritmo, y ha habido una amplia oferta de capital de deuda para apoyar estas transacciones.

Nuestro Grupo de Capital Riesgo (PEG) ve algunas de las oportunidades más atractivas en los fondos primarios y co-inversiones en buyouts de compañías de mediana o baja capitalización, con GPs especializados que tienen una estrategia focalizada, definida por la región geográfica o por la especialización de sector o por dónde y cómo buscan oportunidades. En este segmento de menor capitalización mercado de “buyouts”, los gestores altamente cualificados pueden encontrar oportunidades para estar entre los primeros en inyectar capital exterior en empresas de propiedad familiar o propiedad del fundador, con múltiplos más bajos, empleando menos apalancamiento que en el extremo de más tamaño, mientras impulsan las mejoras operacionales. El PEG también considera que las estrategias de comprar y construir (buy-and-build) – por medio de estas estrategias los gestores adquieren un negocio core y ejecutan una serie de adquisiciones añadidas para mejorar el tamaño, la escala y las capacidades – son un enfoque potente hacia la creación de valor en este sector.

Además, el equipo cree que las co-inversiones en “buyouts” pueden ofrecer beneficios importantes, especialmente para los inversores experimentados que tienen relaciones a largo plazo con GPs y una capacidad diferenciada para llevar a cabo las debidas diligencias y participar en procesos complejos de cambio rápido. En estos mercados competitivos de ritmo rápido, estas características están creando oportunidades seleccionadas para que inversores sofisticados negocien co-inversiones con una economía atractiva.

Conclusión

Nuestras perspectivas para el capital riesgo siguen siendo positiva. Un mundo en rápida evolución está impulsando soluciones disruptivas, innovadoras que se están adoptando a un ritmo muy acelerado. El sector del capital riesgo está bien posicionado para apoyar este cambio transformacional. Los inversores disciplinados que reconocen la necesidad de mirar más allá de los mercados tradicionales para cumplir sus objetivos de rentabilidad tienen el potencial de beneficiarse.

Desde luego, una oleada de ventas masivas del mercado podría afectar negativamente a los precios provisionales de los fondos desplegados, pero probablemente tendría como consecuencia una oportunidad para los que tienen liquidez disponible en el venture capital, el capital expansión y los “buyouts”. Diversificar el ritmo de inversión entre años de cosecha puede ayudar a mitigar el riesgo.

Trabajar con gestores experimentados que ya han atravesado otras crisis es un plus en esta fase del ciclo. Como siempre, asociarse con los que tienen las habilidades para impulsar el cambio transformacional será fundamental para generar resultados positivos.

¹⁰ Global M&A Report Q3 2021, PitchBook, 28 de octubre de 2021: 8.

Perspectivas del mercado inmobiliario global

Autores

David Chen

Chief Investment Officer
Real Estate Asia Pacific

Paul Kennedy

Head of Strategy & Portfolio Manager
Real Estate Europe

Tony Manno

President and Chief Investment Officer
Security Capital Research & Management, Inc.

Pete Reilly

Chief Investment Officer
Real Estate Europe

Doug Schwartz

Chief Investment Officer
Real Estate Americas

Alan Supple

Head of Global
Real Estate Securities

El cambio en los modelos de demanda remodela el panorama de la inversión

El crecimiento ha vuelto – y con él la inflación. Tras un año de rápida expansión económica, alimentada por estímulos fiscales de magnitud histórica y una política monetaria relajada, la inflación está apareciendo en los mercados desarrollados. Los inversores globales, conscientes de la amenaza de las subidas de tipos de interés, se centran cada vez más en los activos reales como fuentes de rentabilidades alternativas y de protección contra la inflación.

En este entorno de inversión cambiante, los activos inmobiliarios están experimentando una revitalización espectacular. Aunque no todos los segmentos del sector o regiones geográficas se beneficiarán de la velocidad de la recuperación económica actual – los modelos de ocupación de oficinas en centros urbanos siguen bajo presión – la demanda de sectores específicos es alta y va en aumento, lo que crea escasez en algunos tipos de activos y oportunidades en otros.

La calidad es fundamental. En 2022, esperamos que muchos propietarios de activos tendrán flexibilidad para aumentar los alquileres al nivel de la inflación o por encima de él en los sectores inmobiliarios caracterizados por la oferta escasa y los sólidos fundamentales. Por el contrario, los sectores con altos índices de vacantes y exceso de oferta (o incluso modelos de demanda negativa) pueden ver cómo sus ingresos caen por debajo del índice de inflación a menos que los alquileres mantengan ese mismo ritmo.



✓ Denotes J.P. Morgan asset

✓ Palisade University Towne Center in San Diego, CA

En 2022, esperamos que muchos propietarios de activos tengan flexibilidad para aumentar los alquileres al mismo nivel de la inflación o por encima de él en los sectores inmobiliarios caracterizados por escasez de oferta y sólidos fundamentales.



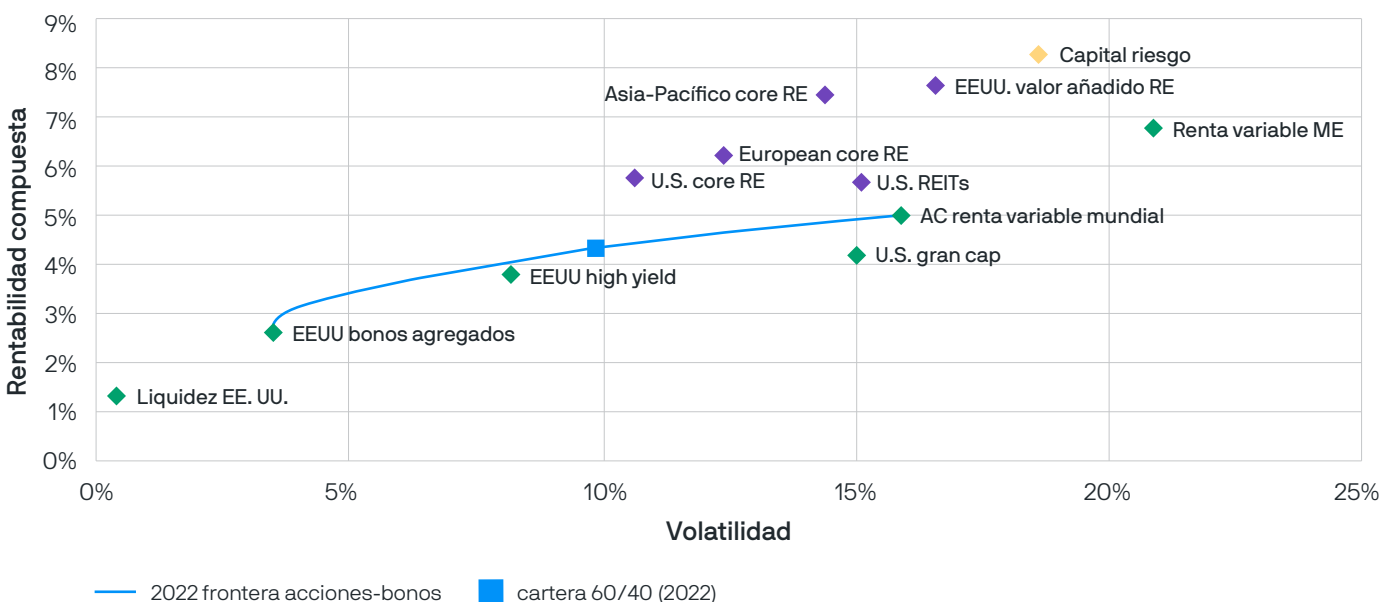
Las excepciones relacionadas con la pandemia, sin embargo, se están haciendo visibles. El cambio hacia los modelos híbridos que combinan teletrabajo y trabajo presencial, significa que el vínculo entre la suma de vacantes del mercado y la disponibilidad de espacio de alquiler de nivel A se ha debilitado. En algunos mercados, esperamos ver índices de desocupación altos con un fuerte aumento de los alquileres – y en estos casos, mantener un foco en la calidad es esencial.

También es de vital importancia realizar un sólido análisis de los fundamentales. Los inversores en activos inmobiliarios necesitan analizar los riesgos atentamente, tanto si están destinando capital al sector de la logística, ahora en auge, como al resiliente mercado de las viviendas multi-inquilino. Una selección de sector bien informada es aún más importante ahora que algunos activos –especialmente los inmuebles de distribución, oficinas y residenciales – corren el riesgo de caer en la obsolescencia debido al cambio en los estándares medioambientales y de construcción.

En los próximos 12 a 18 meses, esperamos que el sector inmobiliario siga ofreciendo rentabilidades fuertes ajustadas a riesgo con importante protección frente a la inflación en un entorno de subidas de tipos – siempre que el crecimiento económico siga como hasta ahora, sin disminuir (**Gráfico 1**). Pero las nuevas variantes de la COVID-19 podrían perturbar esta recuperación. La estanflación sigue siendo un riesgo a la baja, y no todos los mercados son iguales: identificar los bolsillos de oportunidad regionales y de sector específico será esencial en los próximos meses.

A largo plazo, los inversores esperan que las asignaciones a activos inmobiliarios batan la rentabilidad de una cartera tradicional de acciones y bonos 60/40 – y ofrezcan protección frente a la inflación en un entorno de subidas de tipos

Gráfico 1: Volatilidad esperada y rentabilidades a largo plazo (>10 años) de los sectores inmobiliarios (en USD) comparada con la frontera eficiente para una cartera combinada de acciones y bonos



Fuente: J.P. Morgan Asset Management; datos de septiembre de 2021. Todas las rentabilidades (en USD) están basadas en estimaciones a 10–15 años. Las medidas de la volatilidad incluyen de-suavización para los activos privados para asegurar la comparabilidad con los activos cotizados.



✓ South Florida Logistics en Doral, FL

EEUU: El crecimiento económico y la inflación crean un “punto ideal” para los inmuebles core

En EEUU, la perspectiva del crecimiento económico sigue siendo sólida mientras el coste de capital todavía es barato. Los tipos de interés en niveles históricamente bajos y la inflación al alza están ayudando a los precios de la clase de activos, creando un “punto ideal” para la inversión en inmuebles core. Los inversores tienen que tener cuidado, sin embargo, porque puede que estas condiciones favorables no duren mucho. Los activos que generan flujos de caja probablemente van a encarecerse cada vez más en 2022 a medida que el mercado inmobiliario se va saturando.

Las dinámicas de la demanda están remodelando activamente el sector. Desde que empezó la recuperación económica a finales de 2020, hemos visto una captación de fondos sin precedentes por parte de sociedades privadas de inversión inmobiliaria no cotizadas (REITs) y una aceleración del reequilibrio de carteras institucionales, que siempre va detrás de los picos en el precio de las carteras de renta variable y renta fija. A medida que los inversores se vean más presionados para encontrar activos que produzcan rentabilidad, creemos que los flujos hacia el sector inmobiliario aumentarán de forma muy marcada.

Al mismo tiempo, las megatendencias a largo plazo, como la popularización de las transacciones de comercio electrónico y, en EEUU, la migración de población hacia los estados del Cinturón del Sol, siguen impulsando la demanda de activos inmobiliarios nicho.

✓ Denotes J.P. Morgan asset

Estas transformaciones estructurales se han acelerado precipitadamente tras la pandemia global, creando oportunidades de inversión diferentes y específicas de regiones.

Analizar oportunidades por sectores y regiones

En los próximos meses, nos centraremos en una serie de sectores en EEUU que se están beneficiando de la alta demanda de los usuarios: las propiedades logísticas (especialmente los activos logísticos situados en la llamada última milla entre servicios de almacenaje urbano y consumidores); viviendas multi-inquilino y unifamiliares suburbanas en los estados del Cinturón del Sol; agrupaciones de oficinas al estilo de un campus (o nodos) con muchos servicios para el sector de la tecnología; e instalaciones industriales de almacenaje exterior (entre ellas terminales de camiones, aparcamientos y almacenaje de equipos) en ubicaciones urbanas clave.

A medida que nos adentremos en 2022, puede que empiecen a surgir oportunidades de inversión opuestas en subsectores estresados corporativos y de distribución. Los mercados de arrendamiento de oficinas probablemente se recuperarán lentamente, creando potenciales desafíos de refinanciación para los propietarios de los activos. Si los descensos en los precios de los activos superan a los costes de desarrollo intrínsecos asociados con estos inmuebles, invertir de forma oportunista en oficinas puede llegar a ser muy atractivo.

Aunque en el sector de la distribución ya se están viendo jugadas opuestas, este sector es muy diferente: mantener un foco en la calidad es esencial. Nuestros motivos para invertir en distribución altamente selectiva se han visto validados, de forma en cierto modo paradójica, por la pandemia: los activos de distribución en lugares punteros que se han beneficiado de inversión de capital importante están prosperando, mientras los activos de calidad mediocre decaen. El abismo entre los dos parece que se va a ampliar en los próximos meses.

Europa: la mejora del acceso apoya la actividad de inversión

In Europe, the end of quantitative easing, rising inflation and improving GDP provide a potent backdrop for the potential outperformance of all real assets, including real estate. European real estate is also benefiting from attractive entry pricing as yield spreads over government bonds remain historically high. Investors, keenly aware of this developing dynamic, are putting more capital to work.

Los flujos de capital hacia el sector inmobiliario aumentaron debido a la aceleración de la rotación de sector

Aunque el Banco Central Europeo ha indicado que no pretende elevar los tipos hasta 2024, los inversores ya están alejándose de la renta fija y rotando hacia una serie de alternativas de diversificación— entre ellas los activos inmobiliarios — que ofrecen tires, protección frente a la inflación y rentabilidades atractivas. Esperamos que las actuales presiones inflacionarias duren poco, pero el miedo de los inversores puede persistir durante mucho más tiempo. El riesgo de que otra oleada de contagios de COVID-19 pueda todavía hacer descarrillar la frágil recuperación económica también introduce un elemento de incertidumbre.

Estos temores macroeconómicos, sin embargo, coinciden con la mejora del acceso a las clases de activos alternativas en toda la región, lo que está provocando claramente parte de la reciente actividad de búsqueda y flujos de capital. Visto en contexto, el cambio hacia los activos reales — y en especial hacia los activos inmobiliarios — se está sumando a una tendencia dinámica a más largo plazo.

Las oportunidades complejas específicas de sector requieren un análisis más atento

El grupo de oportunidades de inversión es definitivamente desigual. Mientras algunos sectores ofrecen pruebas atractivas de resiliencia ante la pandemia, otros — especialmente en el sector de distribución — están ocultando una creciente debilidad inherente. Con estos temas en mente, nuestros expertos en el sector inmobiliario europeo han llevado a cabo análisis de sectores concretos. (Gráfico 2). En la logística, por ejemplo, las fuertes rentabilidades de los últimos años pueden atribuirse principalmente a la compresión de tires; aparte del submercado de "última milla", el crecimiento del alquiler ha sido débil.

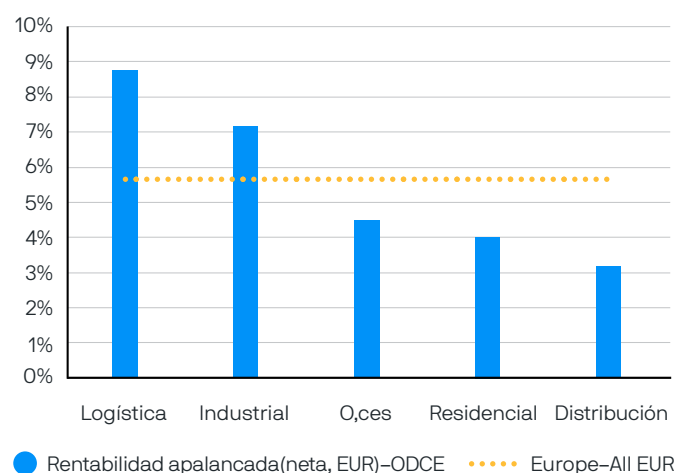
Pero esta dinámica está cambiando, a medida que algunos sectores, como el mercado de almacenes de "caja grande" de Reino Unido, experimenta una fuerte presión alcista en los precios de los alquileres. Esperamos que esta tendencia, que está recibiendo el impulso de la sólida demanda y las restricciones crecientes de la oferta, se extienda al mercado europeo en general, donde el aumento de los alquileres deberá compensar las tires actuales bajas para apoyar las rentabilidades de la logística.

La escasez estructural de oferta y los problemas de asequibilidad aumentan los motivos para invertir en activos residenciales, que siguen siendo atractivos. Aunque las bajas tires actuales y las restricciones de los aumentos de alquiler probablemente van a limitar la subida, la mejora de la liquidez del sector y las rentabilidades fiables y estables indican que la demanda inversora seguirá siendo fuerte.

La distribución sigue representando un importante riesgo. Incluso en sectores que han experimentado una corrección en los valores de capital, el cambio actual del comercio físico al comercio online supone una amenaza de obsolescencia y más declive de los alquileres. No es probable que las actuales tires altas de hoy se traduzcan en rentabilidades atractivas a medio plazo.

La diferente resiliencia de los sectores inmobiliarios europeos y de las rentabilidades estimadas a largo plazo exigen un análisis muy atento

Gráfico 2: estimación de la rentabilidad a largo plazo para los activos inmobiliarios core europeos (EUR)



Fuente: J.P. Morgan Asset Management; datos de noviembre 2021. El Open-End Diversified Core Equity Index es conocido como ODCE.

Los precios distorsionados anuncian una oportunidad en el acosado sector de oficinas

Los inmuebles de oficinas en Europa, desde nuestro punto de vista, ofrecen ahora el mayor potencial de oportunidades de distorsión de precios. Aunque hemos notado que cada vez se acepta más el hecho de que las oficinas seguirán en el centro de nuestra actividad laboral, la pandemia ha acelerado la transformación del sector. La importancia de los factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) – así como la flexibilidad y la conectividad – no puede sobrevalorarse. En el futuro, los propietarios de activos tendrán que trabajar más para ofrecer espacios que cumplan los requisitos de los ocupantes y ayuden a atraer empleados. Inevitablemente, se acerca una nueva oleada de obsolescencia para todo el sector. Si los inversores están dispuestos y son capaces de atravesar este fenómeno, pueden aprovechar la prima de riesgo que lleva aparejada el languideciente sector de los inmuebles de oficinas. Como hemos visto antes en Europa, existe una lucrativa oportunidad de arbitraje para revitalizar algunos de estos edificios y, una vez que han sido remodelados y arrendados, venderlos otra vez en el mercado core con un beneficio.





Asia-Pacífico: las megatendencias sociales apoyan el crecimiento del mercado

El año pasado, la recuperación económica ya arraigó en la región Asia-Pacífico (APAC) ya que muchos países se apresuraron a implementar severas medidas para controlar el contagio de la COVID-19. Aunque la reaparición de contagios ha afectado periódicamente a la actividad empresarial, el mercado inmobiliario de APAC se ha beneficiado de la recuperación general, con oportunidades diferenciadas por regiones, países y sectores.

Persisten riesgos residuales, debido a la incertidumbre sobre la trayectoria de la pandemia. Pero los fundamentales de la recuperación apoyan actualmente la clase de activos. La demanda de activos logísticos en el sector industrial, por ejemplo, como los almacenes con temperatura controlada está aumentando gracias al avance del comercio electrónico. Esta megatendencia social, en la que nos centramos el año pasado en nuestras Perspectivas globales sobre activos alternativos, continuará afectando al mercado inmobiliario de la región en lo que es un proceso de transformación de varios años.

El subsector residencial varía en atractivo en las distintas áreas de la región, pero el resiliente sector multi-inquilino en Japón sigue beneficiándose de la demanda del consumo a pesar de las dificultades demográficas del país. Los precios de los alquileres de propiedades multi-inquilino en cuatro

ciudades clave – Fukuoka, Nagoya, Osaka y Tokyo – ha seguido estable a lo largo de la pandemia. En el futuro, los inversores se beneficiarán de las rentabilidades de rentas relativas disponibles en el sector a medida que la demanda de los inversores nacionales y extranjeros se refuerza.

La ocupación de oficinas en APAC sigue siendo alta

Los trabajadores han vuelto a sus puestos, los submercados de oficinas de APAC – especialmente en Auckland, Pekín, Shanghai y Singapur – ya muestran modelos de recuperación diferentes que los activos de otras partes del mundo. Esta diferenciación es práctica, así como cultural: en el pico de la pandemia, las empresas locales tuvieron dificultades para acomodar las prácticas de teletrabajo con tan poco tiempo de preaviso, y los propios trabajadores se sentían menos inclinados a presionar a sus empleadores pidiendo esta flexibilidad.

En consecuencia, la utilización de oficinas en APAC ha sido consistentemente más alta que en Europa y en América del Norte. En Hong Kong, por ejemplo, la ocupación de oficinas ha estado en el rango del 50%–75% durante 2021. Los precios de las oficinas en muchas de estas ciudades no cayeron tanto como en Londres o en Nueva York, ni han seguido deprimidos durante tanto tiempo. En Seúl, los precios de las oficinas han seguido creciendo en los últimos meses, mientras los de Singapur y Brisbane han permanecido estables.

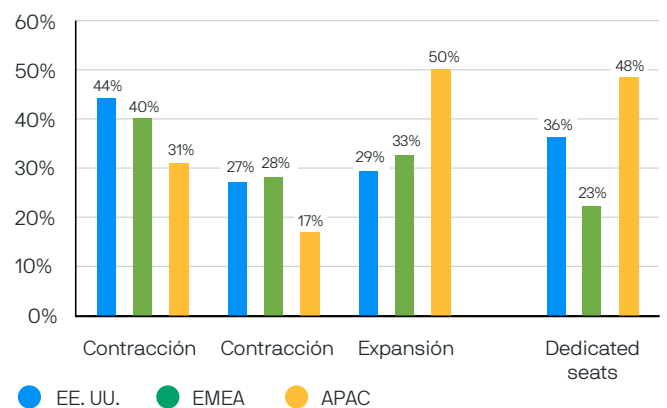


Según un estudio global independiente de ocupantes corporativos (Gráfico 3), la demanda de espacio de oficinas en APAC probablemente aumentará a medio plazo, y los arrendatarios claramente favorecen un mostrador especializado.

Aunque el subsector de distribución de APAC ha tenido una rentabilidad inferior a la de otros sectores inmobiliarios comerciales importantes, el ritmo de corrección de los alquileres parece que se está estabilizando. Persisten diferencias regionales importantes, pero no es probable que la recuperación vaya a borrar estas diferencias. Las dificultades en el sector de distribución continúan trayendo activos únicos al mercado – activos que no se comercializan a menudo, creando oportunidades para los inversores con fuertes capacidades de gestión de activos.

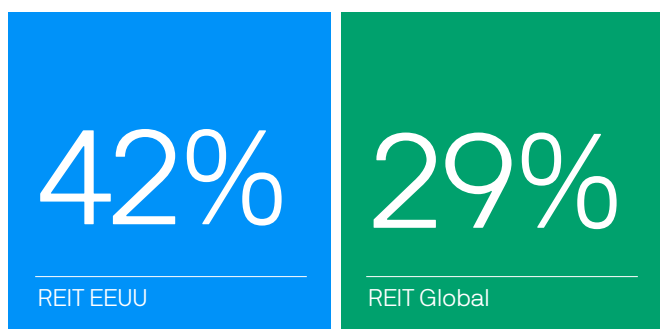
La ocupación de oficinas se mantiene estable en Asia-Pacífico, por lo que se espera que en los próximos meses aumente la demanda de espacio de escritorios especializado

Gráfico 3: Estudio de ocupantes apunta hacia potencial de expansión de la demanda neta de oficinas en APAC



Fuente: CBRE; datos de abril de 2021.

Índices REIT



Una importante proporción de los índices REIT de EE.UU. ya son compañías focalizadas en sectores no tradicionales, aunque no todos son de alto crecimiento.

REITs: Ofrecer acceso líquido y flexible al crecimiento y a las rentas

A medida que más inversores buscan refugio frente a la inflación, el mercado de REIT está atrayendo atención renovada por su liquidez, transparencia y facilidad de acceso. Aunque invertir en REITs cotizados lleva aparejado algo de volatilidad de precios adicional, las ventajas estructurales pueden ser importantes en periodos de estrés macroeconómico elevado: los inversores pueden diversificar sus carteras inmobiliarias con rapidez, modificando las asignaciones de activos y capitalizando las tendencias cambiantes del mercado.

Esta flexibilidad puede ser especialmente ventajosa para los inversores en el año próximo si la inflación llega a estar más arraigada y la recuperación económica flaquea – para bien o para mal, es un hecho que ahora el riesgo del mercado es más elevado. Entonces ¿dónde deben centrar su atención los inversores?

Los temas clave para los inmuebles globales cotizados

Nuestro equipo de REIT ha identificado tres temas clave para 2022: la importancia de la capacidad de fijar precios, la definición cambiante de “calidad” y la creciente importancia de los factores ESG. Aunque estos temas no son exclusivos de los REITs – también apoyan los precios de los inmuebles privados – tienen el potencial de impulsar crecimiento y rentas diferenciadas.

Paradójicamente, la vuelta de la inflación puede beneficiar a los inversores en ciertos activos muy buscados (públicos o privados) si las subidas de los alquileres superan a los costes de financiación y laborales, teniendo como consecuencia ingresos más elevados que se filtran hacia el flujo de caja. Para que esta dinámica se haga realidad, los

inversores necesitan exposición a sectores en demanda, de rápido crecimiento, como los almacenes de distribución, los centros de datos, las instalaciones de ciencias de la vida y los alquileres unifamiliares.

Estos sectores especiales probablemente van a tener capacidad de fijar precios, lo que les dará un atractivo perfil de crecimiento en relación a algunos de los sectores más tradicionales, como oficinas y distribución, incluso cuando los tipos de interés suban.

Una importante proporción de los índices de REIT de EEUU y globales – 42% y 29%, respectivamente – ya están compuestos de compañías centradas en sectores no tradicionales, aunque no todos de alto crecimiento.

Cobertura frente a la inflación con un plus: Rentas

En comparación con la renta fija, los REITs tienen una ventaja con respecto a la generación de rentas. La actual rentabilidad por dividendos para el Wilshire US Real Estate Securities Index (WILRESI), por ejemplo, es de aproximadamente el 2,6% (y no incluye la potencial apreciación del precio de los activos subyacentes). El efecto puede ser significativo: las rentabilidades totales de los REIT de EEUU para el WILRESI han sido de media del 11,5% durante los últimos 10 años. Invertir en REITs también conlleva una ventaja estructural, ya que ofrecen acceso a sectores especializados que emplean solo un apalancamiento moderado y pueden considerarse similares a las inversiones conservadoras core (a diferencia de los vehículos privados de valor añadido u oportunistas, que normalmente están más apalancados).

Los REITs ofrecen una rentabilidad positiva y a menudo baten la rentabilidad de los mercados de valores durante periodos de subidas de tipos

Gráfico 4A: Cambios en las rentabilidades totales y los tipos de interés de los REIT (1992–3T 2021)

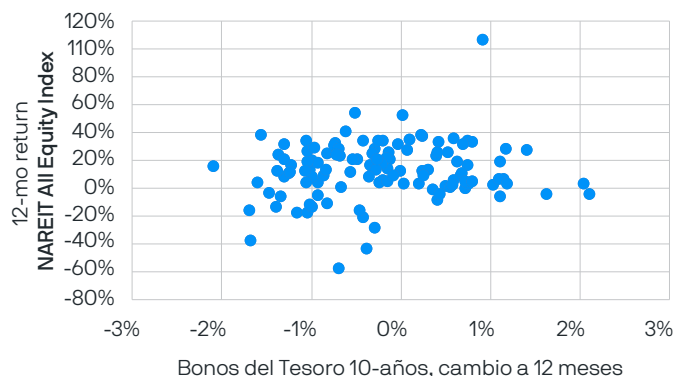
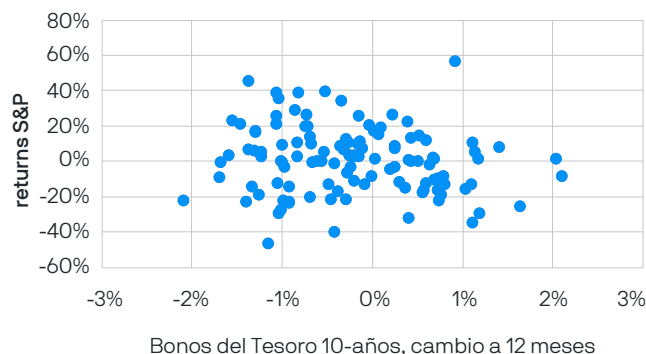


Gráfico 4B: Cambios en las rentabilidades totales y los tipos de interés de los REIT frente a los del S&P 500 (1992–3T 2021)



Fuente: NAREIT, J.P Morgan Asset Management; datos a 30 de septiembre de 2021.

La rentabilidad histórica apoya las razones para emplear REITs por sus cualidades de cobertura frente a la inflación y de generación de rentas. En el 83% de los periodos de subidas entre 1992 y 2020, los REITs de EEUU presentaron rentabilidades totales positivas; en el 50% de esos periodos, los REITs de EEUU también batieron la rentabilidad del S&P 500 (**Gráficos 4A y 4B**). La actual expansión de tipos de inmuebles especiales vinculada a segmentos de más rápido crecimiento de la economía global podría aumentar este efecto, especialmente si la oferta sigue escaseando.

Localización, calidad – y la nueva prima “verde”

Debido a las últimas tendencias demográficas, esperamos que se acelere la migración a las ciudades de EE.UU. con compañías tecnológicas de rápido crecimiento y ventajas de estilo de vida comparativas – ciudades como Atlanta, Austin, Boston y Raleigh. En un esfuerzo por retener el talento, los empleadores están ahora mejorando activamente sus espacios de oficina tradicionales para ofrecer una experiencia de última generación a los empleados.

El movimiento de trabajadores y el cambio al comercio electrónico está impulsando la demanda creciente de capacidad inmobiliaria. En respuesta, los alquileres de los tipos de inmuebles asociados, como viviendas unifamiliares, apartamentos, instalaciones de almacenaje y edificios industriales – todas ellas representadas en el universo líquido de los REIT – están aumentando. En un nuevo giro, sin embargo, los estándares medioambientales están cada vez más vinculados a la calidad del edificio, y los REITs que ofrecen espacio “verde” probablemente lograrán una mayor ocupación y crecimiento de alquileres.

Un reciente estudio realizado por Knight Frank indica que, en Londres, las oficinas respetuosas con el medio ambiente ya tienen alquileres un 12% más elevados que la media del mercado.

Globalmente, las compañías australianas, británicas y europeas van más adelantadas en la implementación de los factores ESG que sus homólogas de EEUU, pero una serie de REITs de EEUU han empezado a diferenciarse a base de reducir la huella de carbono del proceso de construcción. Normalmente, estas compañías cotizadas más grandes son más rápidas a la hora de adoptar las mejores prácticas y lograr diferenciación de mercado, lo que llevará a elevar los alquileres y la ocupación en los próximos años.

Conclusión

Aunque se requiere un sólido análisis fundamental para diferenciar entre activos en los sectores inmobiliarios en el entorno actual, los inversores siguen teniendo una amplia gama de opciones. Siempre que la oferta-demanda continúe siendo saludable – y el rebote económico no descarrile a causa de nuevas variantes del coronavirus o se vea perjudicado por la falta de control de la inflación en los próximos 12 a 18 meses – los activos inmobiliarios proporcionarán a los inversores una consistente fuente de alpha, rentas y diversificación.



Para más información visite:
www.jpmorgan.es

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones.

Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material. Cualquier análisis contenido en este documento se ha realizado, y puede ser utilizado, por J.P. Morgan Asset Management para sus propios fines. Los resultados de estos análisis se utilizan como información adicional y no reflejan necesariamente las opiniones de J.P. Morgan Asset Management. Cualesquiera estimaciones, cifras, opiniones, estados de tendencias del mercado financiero o técnicas y estrategias de inversión que se mencionan, a menos que se indique otra cosa, son de J.P. Morgan Asset Management a fecha de este documento. Se consideran fiables en el momento en que se ha redactado el presente documento, pero pueden no ser necesariamente completas, y no se garantiza su exactitud. Pueden estar sujetas a cambios sin que se le comuniquen o notifiquen. Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros.

J.P. Morgan Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de JPMorgan Chase & Co. y sus filiales en todo el mundo. En la medida en que lo permita la legislación aplicable, podremos grabar conversaciones telefónicas y controlar comunicaciones electrónicas para cumplir nuestras obligaciones legales y reglamentarias, así como las políticas internas. Los datos personales serán recopilados, almacenados y procesados por J.P. Morgan Asset Management de conformidad con nuestra Política de protección de datos para EMEA (www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Publicado por JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Sucursal en España con domicilio en Paseo de la Castellana, 31. Registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

WP_GLOBAL ALTS OUTLOOK | 2022 | 09xd220902100850

**INFORMACIÓN EXCLUSIVA PARA CLIENTES INSTITUCIONALES/MAYORISTAS/PROFESIONALES E INVERSORES CUALIFICADOS.
PROHIBIDA SU UTILIZACIÓN O DISTRIBUCIÓN ENTRE CLIENTES MINORISTAS**