

Perspectivas para los mercados privados en 2023

El ajuste de los mercados privados a la evolución de los activos cotizados se hará evidente durante 2023

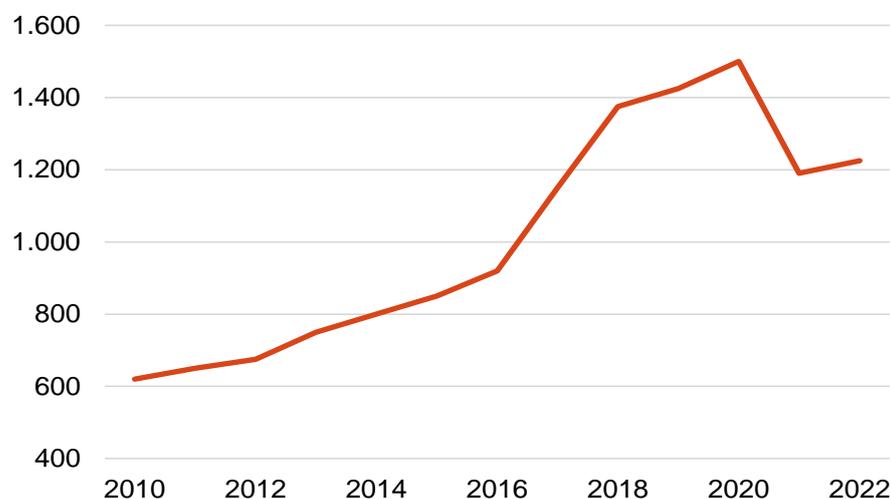
La guerra en Ucrania y sus consecuencias económicas (incremento de los precios de la energía y los alimentos); los problemas en las cadenas de suministro (producto de las restricciones de oferta y la rápida salida de la COVID iniciada en 2021) y el fuerte tensionamiento de tipos de interés de intervención y de mercado (necesario para atajar una inflación desbocada) paralelo a una gradual desaceleración económica fueron los factores causantes de las intensas caídas de precio en los activos cotizados durante el año pasado.

Los mercados privados, salvo excepciones, apenas han acusado los fuertes ajustes en precio en los activos cotizados (al menos con datos hasta 3T22, último dato disponible para la mayoría de fondos). Consideramos que esta situación cambiará durante el año 2023; es decir, habrá ajustes, pero con un decalaje temporal. **Esperamos ajustes en las valoraciones, que serán advertibles a partir del 4T22. En todo caso, creemos que el ajuste será de magnitud inferior al soportado por los activos cotizados**, en gran medida debido a la metodología de valoración que implementan los gestores de mercados privados. Pese a que los activos de capital privado hacen uso de comparables líquidos en muchas ocasiones, su valoración se basa en mayor medida en las ratios de evolución de las propias inversiones. Estos estándares de valoración permiten minorar considerablemente la volatilidad del valor liquidativo (NAV) de los fondos, que lejos de replicar la elevada volatilidad de los activos cotizados, responde a una dinámica más lenta, de traslado del entorno económico-financiero a los balances y cuentas de pérdidas y ganancias en las inversiones subyacentes. Esta dinámica aboga por una suavización del ajuste en valoración en relación a sus comparables cotizados.

Un motivo adicional que podría ejercer de soporte sobre el universo de mercados privados es el **elevado dry powder** (capital comprometido, pero no invertido) derivado del elevado nivel de *fundraising* de la última década (no así en 2022), que ejercerá de presión compradora por parte de los fondos de inversión “forzados” a invertir. Aunque este colchón de liquidez no se desplegará en un único año -los períodos de inversión de los fondos se extienden por varios años-, no deja de ser un factor positivo. En este sentido, los fondos que cuenten con elevada liquidez, podrán aprovechar las oportunidades de mercado y acceder a activos con un descuento relevante sobre su *fair value*.

Un tercer aspecto relevante, aunque de menor impacto, lo encontramos en el hecho de que, la mayoría de los fondos para los que el **período de desinversión** coincida con el episodio de deterioro económico, se verán obligados a hacer uso de extensiones (ampliar el horizonte temporal de salida) para tratar de adecuar la decisión de desinversión con un entorno cíclico más favorable.

Gráfico 1. Dry powder en Private Equity en miles de millones



Fuente: Afi con datos de Pitchbook (Datos a 3T22)

En principio, y salvo prolongado escenario de intensa desaceleración económica, surgirán oportunidades en los próximos trimestres

El 2022 ha supuesto una significativa constricción en el ritmo de levantamiento de capital (fundraising) en los mercados privados, suponiendo una caída interanual del 20% con respecto a DIC21

Una vez se produzca el ajuste que arriba comentamos, consideramos bastante probable que las inversiones a realizarse en las **añadas 2023-2024 constituyan buenas oportunidades. Esto será así, en nuestra opinión, en aquellas estrategias de más reciente creación.**

Será, en todo caso, la duración e intensidad del actual período de desaceleración económica en que nos encontramos, el que definirá a la postre el escenario a medio plazo (segunda mitad de 2023 y hasta 2025). Hay que advertir que, **bajo un escenario de estrés macroeconómico intenso y prolongado en el tiempo**, nuestras favorables expectativas a medio plazo podrían no producirse o desplazarse a un tiempo más lejano, al tiempo que intensificarse la corrección de valoraciones. **No es hoy este nuestro escenario base.**

A consecuencia de la incertidumbre macroeconómica y el incremento de los retornos de la renta fija cotizada, **2022 fue testigo de una significativa reducción (un 20%) en el ritmo de levantamiento de capital (fundraising) en los mercados privados.**

Advertimos que el coste de oportunidad que hoy implican los elevados (para la historia reciente) tipos de interés continuará representando un problema para la actividad de fundraising. Al menos hasta que se avance la traslación de las caídas de activos cotizados a los mercados privados.

Los activos de **renta fija de elevada calidad crediticia** ofrecen hoy una TIR atractiva por primera vez en muchos años, frente a las estrategias de mercados privados con perfil de retorno más moderado como la deuda privada *senior*, las infraestructuras *Super Core/ Core* o el *Real Estate Core*, cuyas TIR no superan el 5%-7%. Esto puede tener implicaciones negativas, aunque temporales, sobre el levantamiento de fondos.

A este coste de oportunidad hay que añadir, además, el “**efecto denominador**” que ejerce la caída de los activos cotizados y la consecuente sobreexposición a mercados privados en las carteras globales de algunos inversores.

Gráfico 2. Levantamiento de capital a nivel global (miles de millones USD)

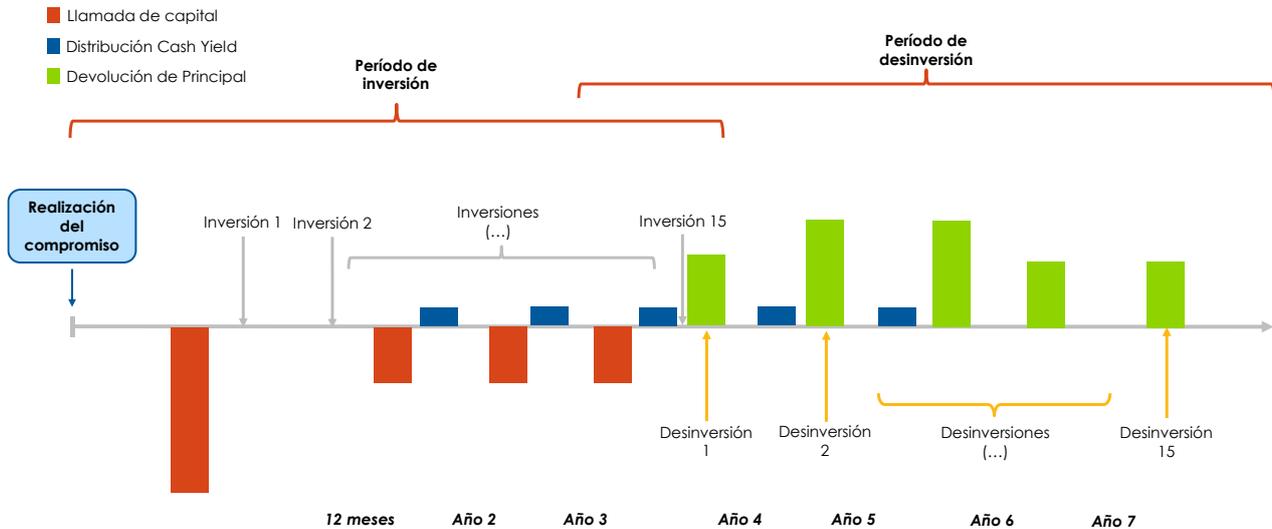


Fuente: Afi con datos de JP Morgan (2022 con datos a noviembre)

La importancia de contar con un “programa de inversión” a largo plazo en mercados privados

Aun reconociendo la escasa complicidad del entorno actual, nos reafirmamos en nuestra creencia que **la inversión en mercados privados no debe seguir criterios de puro market timing, sino que debe realizarse mediante una adquisición de exposición periódica y recurrente en todas las añadas.** Como muestra el Gráfico 3, los fondos de mercados privados, independientemente de su fecha de lanzamiento, exponen al inversor a entre 3 y 5 añadas diferentes, o períodos en que se construye la cartera. En este sentido, el diseño de un programa de inversión recurrente, en el que se determinen de inicio los objetivos de rentabilidad esperada, generación de rentas, riesgos y diversificación, entre otros, es la estrategia óptima para definir un *asset allocation* objetivo de una cartera de Mercados Privados.

Gráfico 3. Estructura de flujos en un fondo de mercados privados



Fuente: Afi

Deuda Privada (*Direct Lending*)

Los gestores seguirán trasladando el aumento de los tipos de interés al coste de financiación de sus préstamos

Pese a la evolución positiva que han ofrecido los activos de deuda privada en los últimos años, su atractivo se ha visto menguado (en especial a partir de 2022) por el repunte de las TIR de la renta fija cotizada. Ello ha provocado una cierta “pérdida de interés” en el activo por parte de algunos inversores institucionales.

- **Buen desempeño en 2022, a pesar de todo.** Dado que los préstamos privados son, en su mayoría, a tipo flotante, el incremento de los tipos de interés repercute de manera positiva en el crédito privado. Además, en términos generales en 2022 los balances y cuentas de resultados de las compañías financiadas por fondos de *Direct Lending* no se han visto especialmente deteriorados. No ha tenido lugar un sustancial incumplimiento de *covenants* o *waivers* y, los que se han dado, han sido poco relevantes. Esto explica el buen desempeño del activo durante el pasado año.
- **En 2023 los gestores seguirán trasladando el aumento de los tipos de interés al coste de financiación de sus préstamos,** por lo que, siempre que el mayor coste no afecte a la solvencia de las compañías, los retornos objetivos deberían tender a elevarse en adelante.
- **Freno más intenso en la financiación bancaria.** Desde 2008, con la crisis financiera global, la retirada de la financiación bancaria de los balances de PYMES u operaciones de compra apalancada (LBO) abrió el camino para los fondos de deuda privada. Las dinámicas regulatorias, cada vez más exigentes para la banca, han sido el *driver* fundamental para la eclosión del activo en todas sus vertientes (*Direct Lending*, *Real Estate Debt*, deuda en infraestructuras...). Actualmente, la deuda privada para empresas representa un 18% de la financiación total a compañías en Europa. Esperamos que la cautela de los bancos sea todavía mayor en adelante, generando una reducción de la brecha de financiación entre crédito privado y bancario, en especial debido a la flexibilidad provista por las soluciones de crédito privado.
- **La resiliencia de la deuda privada esponsorizada.** En el actual entorno macroeconómico, contar con un *sponsor* potencial proveedor de liquidez podría suponer un importante punto de apoyo. Por ello, los fondos que hayan financiado a compañías con *sponsor* financiero tendrán menor dispersión de resultados y mejores retornos en un eventual entorno negativo. Actualmente, el universo de *Direct Lending* se compone en un 70% de préstamos *sponsor-backed*.
- **Una buena tesitura para el crédito oportunista.** En términos generales, los mayores retornos generados en mercados privados se han obtenido en añadas cuyo

lanzamiento y formación de cartera ha coincidido con momentos de recesión y estrés macroeconómico. El entorno actual de mercado se presenta como positivo para las estrategias de crédito oportunista por (i) la capacidad discrecional de toma de decisión por parte de los gestores, para adaptar su estrategia al entorno de mercado siendo flexibles en las inversiones que acometan; (ii) la ampliación del marco de oportunidades de inversión para este tipo de estrategias en episodios de recesión (mayor número de activos *distressed* o estresado); (iii) la implementación cada vez mayor de *Equity Kicker* o porcentajes de repago en *Equity* en los préstamos, que se beneficiarían de caídas en múltiplos al acceder más barato al capital.

- **Solvencia en las compañías subyacentes.** Existen dudas acerca de la capacidad de las compañías para hacer frente al incremento en costes de financiación que supone el traslado de la subida de tipos y *spread* de crédito, así como al deterioro macroeconómico. Aquellos fondos que en el pasado hayan establecido estructuras conservadoras, *covenants* estrictos y se hallen expuestos a sectores defensivos estarán mejor posicionados para afrontar un potencial deterioro macroeconómico. Anticipamos que las estructuras de financiación de las compañías objetivo deberán ser más conservadoras respecto a los últimos años en cuanto a los niveles de apalancamiento (DN/EBITDA) para poder hacer frente a los mayores costes de financiación sin efectos sustanciales sobre la PyG.
- **Incremento de las oportunidades en Deuda en Activos Reales.** Pese a que la asociación más común cuando se habla de deuda privada es realizada con los préstamos a empresas, existen estrategias muy variadas y que, anticipamos, se verán impulsados en el futuro, especialmente con la retirada parcial de la financiación bancaria de activos como inmuebles o infraestructuras. Las estrategias de mayor crecimiento (o más inmediato) podrían serían aquellas de perfil *High Yield* o que financien operaciones Oportunistas, *Value-Add*, etc., en las que la financiación bancaria tiene menor presencia.

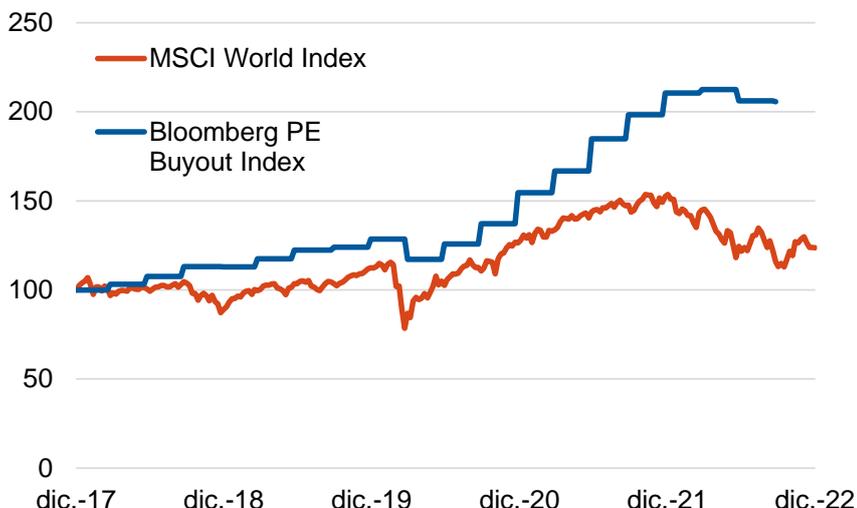
Private Equity

Oportunidades de adquirir posiciones con múltiplos de entrada más baratos, mercado secundario, transacciones P2P y operaciones *carve-outs*.

Entre las consideraciones en Private Equity, los puntos de reflexión más relevantes de cara al 2023 son:

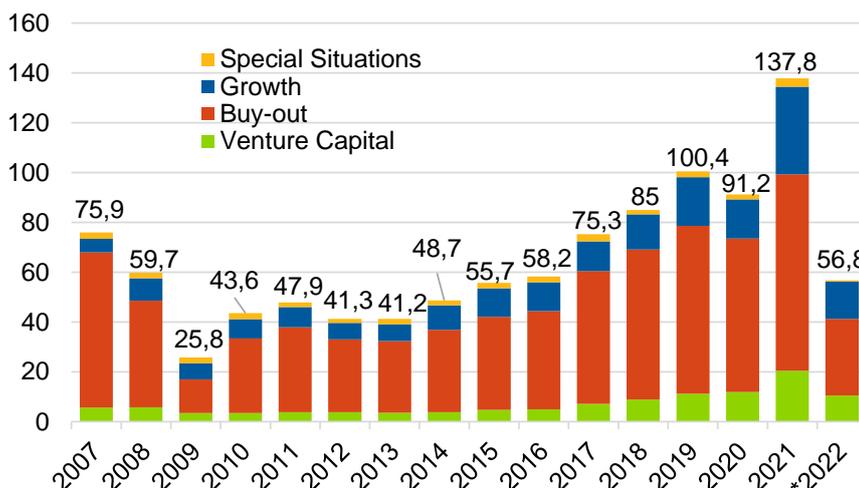
- **Caída generalizada en valoración y nuevas añadidas.** El *Private Equity*, aunque en menor medida que el *Venture Capital*, ha sufrido ciertas caídas en valoración este 2022. No obstante, anticipamos que el grueso de las caídas tendrá lugar en los primeros meses de 2023. Aquellos fondos que deban desinvertir sus carteras entre 2023 y 2024 obtendrán resultados por debajo de lo esperado, mientras que los fondos cuyas carteras se estén estructurando y comenzando a invertir gozarán de cierta visibilidad macro, así como de la oportunidad de invertir en compañías cuyos múltiplos de valoración hayan caído de forma significativa.
- Esperamos que el estado actual del mercado *Private Equity* se mantenga, durante la primera parte del año, tanto en Europa como Norteamérica. Imperará la **escasez de transacciones**, hasta que se ajusten las valoraciones y converjan las expectativas entre compradores y vendedores. No obstante, las transacciones en España han alcanzado niveles récord en 2022.

Gráfico 4. Evolución del *Private Equity* y la Renta Variable global (DIC2017=100)



Fuente: Afi, Bloomberg

Gráfico 5. Evolución de las transacciones de Capital Riesgo en Europa (miles de millones de EUR)



Fuente: Afi con datos de Invest Europe (Datos a JUN22)

- **Mercado secundario.** Algunos de los inversores en *Private Equity*, especialmente institucionales con estrictas políticas de inversión, se han ido encontrando progresivamente sobreexposados a los mercados privados, debido al llamado “*efecto denominador*”. El peso de sus posiciones en activos cotizados se ha visto reducido, mientras que las valoraciones del capital privado se han mantenido estables. Esto ha provocado que los inversores con restricciones de exposición se vean obligados a desinvertir sus posiciones en mercados privados. El efecto de esta tesitura se ha dejado notar especialmente en *Private Equity*, donde el mercado secundario está más desarrollado. Advertimos potencial de revalorización en las estrategias de secundarios “*LP led*”.

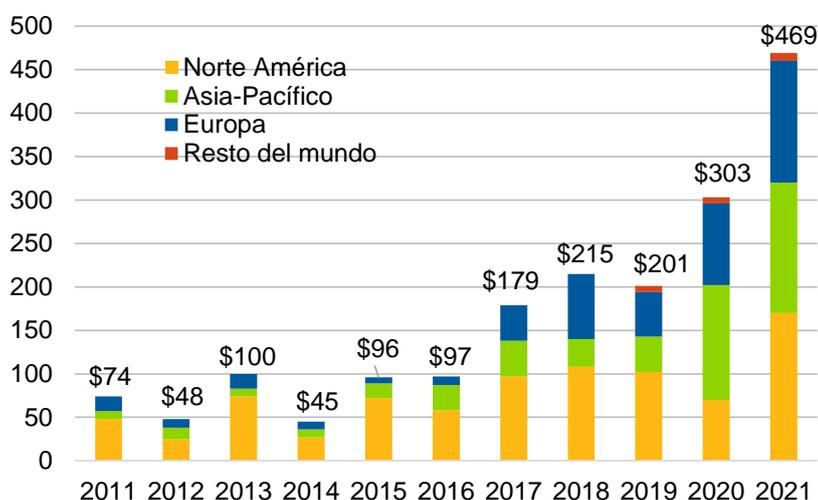
Por otro lado, creemos que existe una oportunidad interesante en el segmento *GP led*, de cara a aquellos fondos que se vean obligados a desinvertir sus posiciones en las añadas de 2023-2025. Los gestores con interés en mantener posiciones en cartera cuyas valoraciones no se hayan recuperado por completo, buscarán soluciones mediante vehículos de continuación, lo que potenciará el segmento *GP led*

- Cada vez se estructuran más fondos de *Private Equity* **evergreen (open-ended)**. Estas soluciones habían sido relativamente habituales en el marco de los activos reales, dado su carácter ingénito largoplacista y enfocado al reparto de *yield*

recurrente, sin embargo, son ahora las firmas de *Private Equity* las que se lanzan esta tipología de estrategias. Los gestores buscan no depender del levantamiento recurrente de capital y disponer de horizontes temporales más flexibles para acometer inversiones y liquidar activos. Los gestores de fondos *evergreen* suelen contar con la facultad de cerrar las ventanas de liquidez en caso de advertirlo necesario y sólo ofrecerán liquidez siempre que las mismas no obliguen a desinvertir cartera en momentos de estrés en mercado perjudicando al resto de inversores.

- **Transacciones *Public-to-Private* (P2P).** Tras las caídas en bolsa, ha surgido una buena oportunidad para las estrategias dedicadas a la privatización de compañías cotizadas. Pese a que el auge de estas estrategias en años anteriores ha sido asociado con unas valoraciones excesivamente elevadas en *Private Equity*, que forzaban a los gestores a acudir al mercado cotizado, consideramos que en esta ocasión existen vientos de cola de peso que motivan el posicionamiento.

Gráfico 6. Valor de las operaciones *Public-to-Private* a nivel global en miles de millones (DIC21)



Fuente: Afi con datos de Bain& Company

- Dada la situación de los mercados y las posibles necesidades de liquidez de muchas compañías, es muy probable que los **carve-outs** (desinversión de ramas de negocio ajenas a la principal actividad- subsidiarias- de la empresa, o *non-core assets*) sean una de las opciones valoradas por los equipos directivos. Esperamos que las compañías apuesten por la venta de estas ramas del negocio a fondos de *Private Equity*, frente a una venta a su propia competencia. Aquellos fondos especializados en situaciones especiales podrían aprovecharse de su flexibilidad para operar en el segmento *carve-out*.
- Las transacciones de *large/mid market Leveraged Buy-out (LBO)*, utilizan como palanca principal de rentabilidad unos elevados niveles de endeudamiento en las operaciones. El entorno de desaceleración económica y el incremento de los costes de financiación, supondrán mayores dificultades para estructurar las operaciones. En consecuencia, la vuelta al análisis de fundamentales, de modelos de negocio y la gestión activa para generar valor en la empresa tomarán especial trascendencia durante los próximos años. Por este motivo, cobra especial importancia el proceso de Due Diligence para la selección de los fondos de inversión. Será trascendental el estudio del *track-record* de los gestores, cercionandose de que estos cuentan con experiencia en periodos de estrés macroeconómico y desagregando la fuente de sus retornos para entender el papel que en ellos ha jugado el apalancamiento o factores de pura *beta* de mercado.

Venture Capital

Advertimos un potencial interés en este segmento de mercado, que podría retornar la senda del crecimiento a lo largo de 2023, especialmente en determinadas verticales con fundamentales sólidos y modelos de negocio anticíclicos

El *Venture Capital* ha soportado las cesiones en valoración más acusadas del entorno de los mercados privados, debido al rápido trasladado de los movimientos en precio de comparables cotizados a su valoración. Su tesitura de cara al 2023 se define en los siguientes términos:

- **Valoración.** La caída de cotizaciones se ha visto especialmente reflejada en el segmento *growth* de Renta Variable, cuyas valoraciones han sufrido desplomes interanuales superiores al 30% (NASDAQ -33% y MSCI World Growth -30%). La determinación de los múltiplos de valoración de las *startups* parte habitualmente del entorno de los mercados cotizados. Compañías cuya etapa de maduración se halle más próxima a una IPO o al entorno del Private Equity (*VC growth* y *late stage*) dependerán en mayor medida de los múltiplos de cotización a la hora de ser valoradas. No obstante, los movimientos en múltiplo afectan a toda la cadena de maduración de *Venture Capital*.

Advertimos un potencial interés en el activo, que podría retomar la senda del crecimiento en las añadas de 2023-2025.

Desplazamiento inversor hacia etapas menos maduras de desarrollo. El entorno de volatilidad actual en los mercados cotizados seguirá afectando negativamente al segmento *late stage* / *Pre-IPO*. Por ello, esperamos que el capital inversor tienda a concentrarse en fases más incipientes de desarrollo.

- La naturaleza de la inversión *Seed* la relaciona de manera más inherente con la actividad de mercados privados:
 - La estructuración de las operaciones es realizada de manera bilateral, sin la involucración de un número elevado de inversores como pudiere acontecer en etapas más maduras;
 - Una vez realizada la inversión, es habitual que el *Venture Capitalist* se implique de manera más exhaustiva en la gestión de la compañía, apoyando el plan de crecimiento del emprendedor desde sus primeros pasos;
 - El segmento *Seed* presenta una clara disociación en términos de metodología de valoración con el mercado cotizado, en comparación con el *late stage*, lo que le provee de una cierta protección frente a caídas en bolsa.
 - El segmento *Seed* permite, en términos generales, añadir más valor como inversor que en etapas de mayor desarrollo.

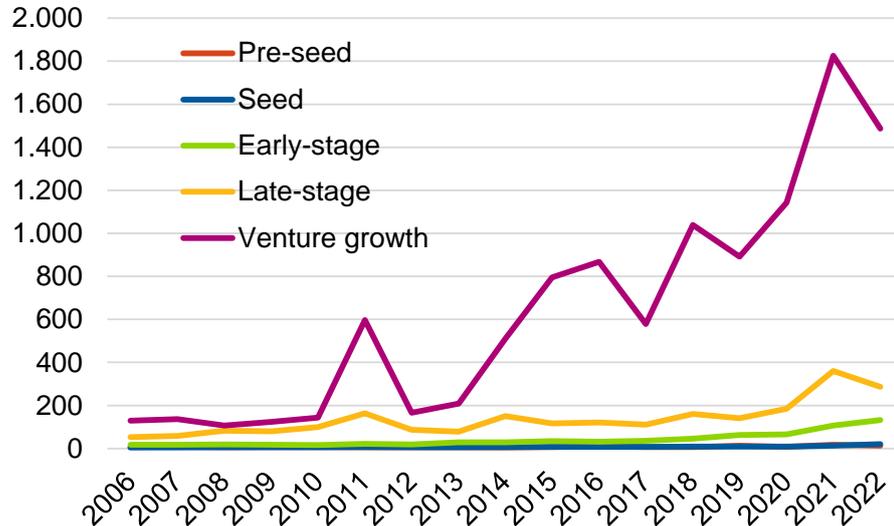
Como consecuencia de estas características, contamos con una visión positiva y un posicionamiento favorecedor de las fases más incipientes de desarrollo.

A nuestras consideraciones de carácter estructural, cabe añadir una serie de tendencias coyunturales que han ido desarrollándose en los últimos años y culminarán por formar parte de la base sobre la que se asienta nuestra tesis de largo plazo en favor de las fases *Seed*.

- La reducción significativa de los costes de iniciar y escalar un negocio, que ha permitido a las *startups* en fase semilla disponer de mayor liquidez desde un inicio y el acceso del talento al emprendimiento en los últimos años.
- El incremento del tiempo transcurrido entre las fases semilla y las rondas en *early stage*, que ha forzado a las *startups* a hacer un uso responsable del capital disponible.
- El aumento de participantes (antes solo *Business Angels*, aceleradoras, lanzaderas y F. F. F.; ahora con muchos fondos de VC implicados) en la financiación de compañías en fases *Seed* en los últimos años, profesionalizando la inversión y gestión de estas compañías desde un inicio.

Estas vicisitudes han permitido que el segmento semilla haya incrementado considerablemente sus valoraciones medias, conformando un segmento robusto de mercado.

Gráfico 7. Media de valoraciones *premoney* por etapa (EEUU, millones USD)



Fuente: Afi con datos de Pitchbook (datos a DIC22)

Infraestructuras

Las infraestructuras han mostrado históricamente positivos en entornos de elevada inflación.

Las infraestructuras han constituido el activo con mejor desempeño en todo 2022 gracias a dos de sus principales características: **activo indiciado a la inflación** y **menor sensibilidad al ciclo económico**, los dos factores directores de los mercados durante el pasado año.

De cara al 2023, nuestras tesis relativas al activo son las que siguen:

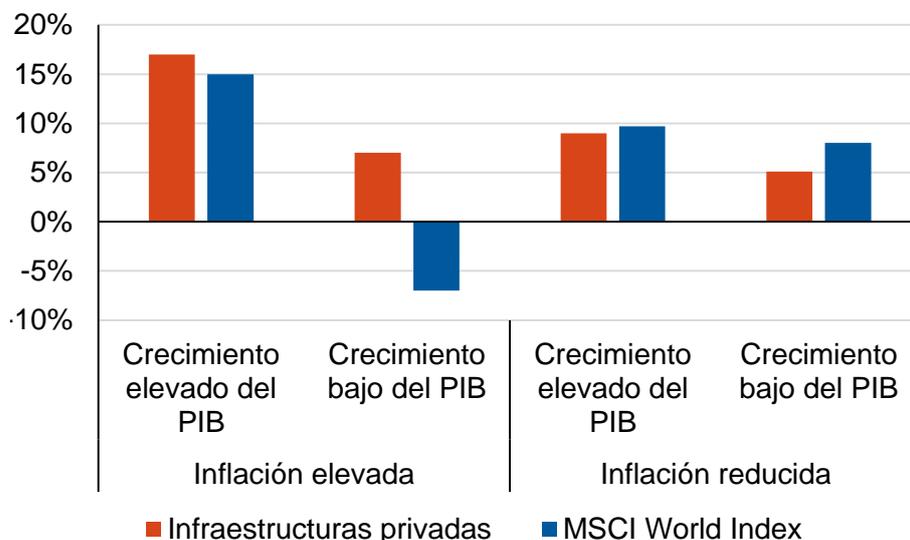
- **Las infraestructuras han mostrado históricamente mejor evolución en entornos de elevada inflación** por su capacidad de trasladar los movimientos en la inflación a sus ingresos. No obstante, dada la variada tipología de estrategias y sectores que comprende el activo, la inflación puede afectar de diversa forma en función del perfil del proyecto.
 - Los activos con contratos de largo plazo, habitualmente enmarcados en estrategias *Super Core / Core*, suelen implementar mecanismos de traslado automático (o casi) de los incrementos en el IPC.
 - Los activos regulados, tienden a implementar mecanismos similares, no obstante, las actualizaciones no suelen ser inmediatas, en tanto que los contratos con la Administración pueden no ser revisados en un largo período de tiempo.
 - Las infraestructuras cuyos ingresos no se hallen fijados y contratados, dependerán de su capacidad de *pricing* para actualizar sus ingresos con la inflación. Las infraestructuras de perfil monopolístico carecerán de dificultades a la hora de actualizar su flujo de ingresos, aunque podrían estar limitadas por las regulaciones regionales concernientes.
 - Los activos de perfil *greenfield*, que sufren en la actualidad un aumento de costes respecto al inicialmente previsto.
- **Vientos de cola en el terreno regulatorio.** Organismos supranacionales de todo el mundo están apoyando, desde el marco jurídico-económico, el desarrollo de la transición energética y la descarbonización. Se han parobado en los últimos años un elevado numero de Reglamentos (UE) o Actas (EEUU) en apoyo a dichas tesis. En términos geográficos, Europa es la región en la que más impulso se ha dado al

desarrollo sostenible, con hasta 2.000 políticas diferentes en soporte de la transición energética y la salvaguarda del medioambiente. Es por todo ello que la transición energética continuará siendo una tesis de inversión boyante y con perspectivas de rentabilidad consistentes en el medio plazo.

- **Gap de inversión en infraestructuras.** Las infraestructuras son activos esenciales, lo que evidencia la necesidad de invertir en las mismas. La diferencia entre la necesidad de inversión y la inversión real (actual o proyectada) en un período de tiempo, se conoce como *gap* de financiación, y representa la potencial oportunidad de inversión en el activo, en tanto que demuestra la existencia de demanda por el mismo tanto presente como futura. Diferentes estudios afirman que para el año 2040 será preciso contar con un volumen de inversión en infraestructuras a nivel global de 94B USD. En contraposición, se espera que el capital invertido se sitúe en los 79B USD.
- En un entorno de **elevado endeudamiento público**, los Estados e instituciones originalmente dedicados a financiar los proyectos de infraestructuras, tenderán a apoyarse significativamente en entes de carácter privado para el desarrollo de tales proyectos, por ejemplo, a través de acuerdos PPP.
- **Estado actual del mercado energético.** Las estrategias de generación de energía han tenido un gran desempeño a lo largo de 2022. Aunque no creemos que el precio de la energía seguirá escalando como lo ha hecho en este curso, sí anticipamos que se mantendrán en los niveles actuales, permitiendo a los fondos de generación obtener retornos por encima del objetivo inicial.
- **El efecto sobre tasas de descuento.** La inversión en infraestructuras cuenta con un sesgo inherentemente largoplacista. La valoración de estos activos se obtiene mediante el descuento de los flujos que generan a largo plazo, por este motivo, se habla de que las infraestructuras son activos con mucha **duración**. Cualquier incremento en los tipos de interés repercutirá de forma negativa en las tasas de descuento, especialmente en activos de mayor duración como los *Core* o *Super Core*, en los que el valor de los flujos de caja futuros cobra mayor relevancia. Las infraestructuras *Value-Add* o *Private Equity-Like* son habitualmente valoradas mediante múltiplos o comparables cotizados, por lo que los efectos de una subida de tipos de interés son menos perjudiciales para los mismos.
- **Oportunidades en secundarios.** Creemos que existe un entorno positivo para el desarrollo de las estrategias de secundarios en infraestructuras:
 - El estado del mercado cotizado y el consecuente “efecto denominador” sobre las carteras de los inversores.
 - La llegada del fin del horizonte temporal de muchos fondos en una etapa de pérdida de valor y contracción de múltiplos (2023-2025).
 - La expansión del sector, visible a través del incremento anualizado del *fundraising* en infraestructuras, que alcanza un +14% desde 2010..

No obstante, el mercado secundario de infraestructuras se encuentra muy por debajo en términos de desarrollo con respecto al secundario de *Private Equity*, con lo que no esperamos oportunidades tan significativas.

Gráfico 8. Retorno en infraestructuras privadas frente a la renta variable cotizada en diferentes escenarios de PIB e inflación (2005-2021), expresado en TIR (ABR22)



Fuente: Afi con datos de UBS Asset Management, Cambridge Associates, Bloomberg

Real Estate

Ante cualquier incremento de los tipos de interés, la valoración de los activos cae de manera sustancial. Esta casuística aplica en especial a los sectores que más favorecidos se han visto en los últimos años, como el logístico, que se espera que sufran este año una mayor cesión en valoración.

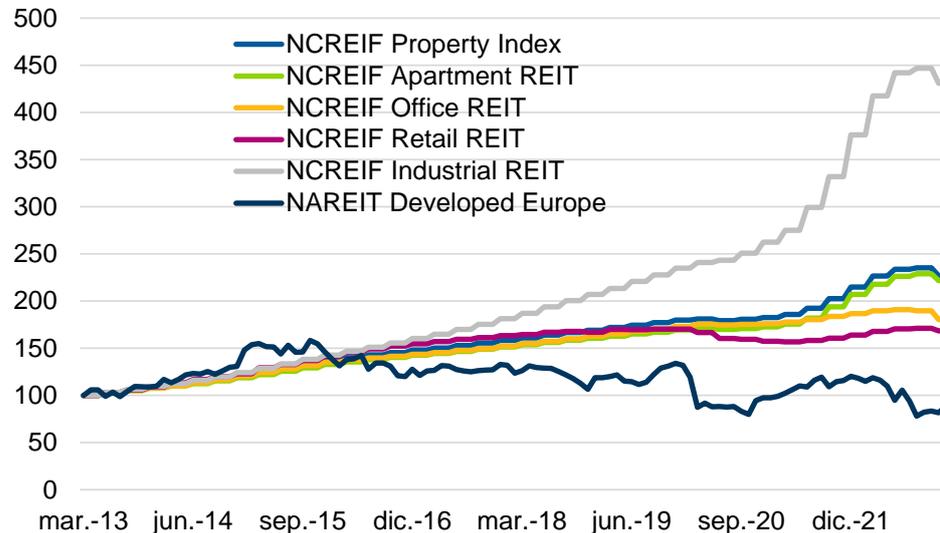
El mercado inmobiliario se encuentra en una tesitura de contracción en valoración. Hemos pasado de un entorno de tipos bajos, inflación moderada y fuerte crecimiento, a una situación macroeconómica de desaceleración, tipos de interés altos e inflación elevada. Este **cambio de paradigma** ha tenido sus efectos especialmente en el *Real Estate* cotizado, provocando caídas de doble dígito en casi todos los mercados, que esperamos queden trasladadas al entorno privado en lo sucesivo.

Las tesis para el 2023 en lo concerniente al inmobiliario son las siguientes:

- **El efecto de la inflación sobre los activos.** Es habitual en el sector inmobiliario la incorporación a los contratos de arrendamiento de cláusulas que prevean el traslado de la inflación al importe del alquiler, especialmente en el caso de inmuebles residenciales u oficinas. No obstante, este traslado de la inflación al *Net Operating Income* (ingresos) de los activos es, en muchas ocasiones, desigual e incompleto, al no operar del mismo modo en todos los sectores y geografías. Una de las razones que motiva esta desigualdad se encuentra en la regulación, que bloquea en algunos casos el *pass-through* total de la inflación al importe de los alquileres.
- Para aquellas estrategias intensivas en CAPEX (*Value Added*), el incremento en los costes de la energía y materiales representará una presión añadida.
- **Elevado apalancamiento y subida de tipos.** Las operaciones en *Real Estate* suelen implementar elevados niveles de apalancamiento, exhibiendo una relación entre el perfil de riesgo de las estrategias y sus niveles de endeudamiento (a más riesgo, más apalancamiento). Este hecho agravará la situación de muchos de los activos, que verán como el incremento en costes de financiación repercutirá tanto en sus cuentas de resultados, como en las tasas de descuento (*cap rates*), provocando una caída en valoración. Este hecho afectará de manera significativa a aquellos activos
- **Estrategias con bajas going-in yields.** La sensibilidad a los tipos de interés de los activos cuyas TIR de entrada son más reducidas es mayor. Ante cualquier incremento de los tipos de interés, la valoración de estos activos caerá de manera sustancial. Esta casuística aplica en especial a los sectores más favorecidos en los últimos años, como el logístico. La expectativa es que sufran este 2023 una mayor cesión en valoración.
- En el caso concreto del **logístico español**, la caída en TIR desde el 8,25% en 2009 al 3,9% a finales de 2022 (datos a 4T22) provocó un encarecimiento considerable de los activos. Los movimientos en TIR han sido similares para los sectores *retail* y

oficinas en España, que alcanzaron máximos en 2009 y 2013 respectivamente (5,8% y 6,2%). Con datos a 4T22, la TIR de ambos está en el entorno del 3,5%. En adelante, una reversión de tipos como la sufrida en 2022-2023 debería trasladarse de forma negativa a las valoraciones de los activos. En cierta medida, esto ya está sucediendo desde el otoño pasado.

Gráfico 9. Evolución de REIT inmobiliarios sectoriales en EEUU (100 = ENE2013)



Fuente: Afi, Bloomberg, NCREIF

- **Oportunidades por perfil de riesgo.** esperamos que se presenten oportunidades de inversión *Real Estate* en los distintos perfiles de riesgo.
 - En el ámbito *Core*, entramos finalmente en un entorno en el que las *yield* de entrada se incrementarán, permitiendo el abaratamiento de esta tipología de activos, que ha presentado hasta ahora valoraciones muy exigentes.
 - En lo relativo al *Value-Add*, prevemos que muchos gestores tenderán a concentrar su foco inversor en el ámbito premium (centros urbanos, *CBD-central business district*), en aras de minorar el riesgo incurrido en las operaciones. Este viraje permitiría el surgimiento de oportunidades en mercados secundarios o zonas más deslocalizadas.
 - El entorno actual de incertidumbre y volatilidad se muestra propicio para el desarrollo de estrategias Oportunistas, gozando estas de la flexibilidad para acometer inversiones en todo el espectro inmobiliario.
- **Alternative Real Estate.** Existen tendencias seculares de fondo (“megatendencias”) que motivan el potencial mejor desempeño de determinados sectores en el ámbito inmobiliario. Consideramos que el *Alternative Real Estate* se beneficiará de estas Megatendencias a nivel global. Algunos de los sectores que forman parte de dicha tipología son el logístico, los centros de datos, las residencias de ancianos y las residencias de estudiantes. Además, en el entorno europeo, advertimos la vivienda social como una oportunidad apoyada por las dinámicas políticas y regulatorias.

Contacto

Email: análisis@afi.es
Tel: +34 91.520.01.08

Afi Mercados Privados
Íñigo Morón (imoron@afi.es)

Afi Research
Jose Manuel Amor (jamor@afi.es) – Socio Director
Salvador Jiménez, CFA (sjimenez@afi.es)

Aviso legal**La lectura de este documento implica la conformidad con este aviso y la aceptación de las siguientes condiciones:**

El presente documento (en adelante, el "Informe") y refleja la opinión profesional del equipo de Afi, siendo facilitado a efectos informativos.

En ningún caso los contenidos del Informe constituyen asesoramiento económico, financiero, de inversión, jurídico, ni de ningún otro campo de la actuación profesional de Afi o empresas relacionadas.

La información que incluye el Informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones pueden ser modificadas sin previo aviso. Cualquier decisión de compra, debe adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras

Las previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros y, asimismo, rentabilidades pasadas no implican, necesariamente, rentabilidades futuras. Asimismo, toda inversión en activos financieros está sujeta a riesgos de pérdida del principal invertido y de volatilidad en su precio o cotización. Para más información, le aconsejamos que contacte con Afi.

El Informe ha sido elaborado de acuerdo con las políticas de gestión de conflictos de interés del grupo Afi, con la finalidad de evitar que la información privilegiada circule entre las distintas áreas de negocio.

Cualquier sociedad del grupo Afi, empleados u otros profesionales pueden proporcionar a sus clientes comentarios de mercado o estrategias de negociación, bien sea de forma oral o escrita, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el Informe. Asimismo, cualquiera de las entidades del grupo Afi puede adoptar decisiones de inversión que no sean coherentes con las recomendaciones expresadas en el Informe.

Afi se reserva todos los derechos de propiedad intelectual e industrial sobre el conjunto de documentos, diagramas, esquemas y demás elementos conforman el Informe. Asimismo, los conocimientos aplicados por Afi, en la medida en que se traten de conocimientos generales o bien sean el resultado de adaptar contenidos previos de Afi o de cualquiera de las entidades del grupo Afi, son propiedad absoluta de Afi y podrán ser utilizados por la misma en beneficio propio como de terceros. Queda prohibida la modificación del Informe sin autorización previa y por escrito de Afi.

Afi no será responsable frente a terceros en relación a cualquier derecho o reclamación que tuvieran frente a Afi derivada de los servicios, este informe u otra documentación, incluyendo lo referente a la exactitud e integridad de la misma.

Finalmente, Afi no se responsabiliza de las decisiones que se puedan adoptar en base a las conclusiones presentadas en el Informe.

© Analistas Financieros Internacionales, S.A. 2023. Reservados todos los derechos