

asset
managers

La revista para profesionales de | ENE-19
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN | N° 1

REVISTA
PARA LOS
PROFESIONALES
DE LA
INVERSIÓN

Cómo la gestión activa complementa a la pasiva en cartera



El comienzo de un camino

Cuando hace algo más de una década Estrategias de inversión lanzó su primer número de la revista lo hizo con dos objetivos básicos: ofrecer la mejor información bursátil y económica de carácter independiente e intentar mejorar la educación financiera de aquellos que han confiado año tras año en este medio. Hoy, con la confianza que nos han dado inversores particulares y profesionales, damos un paso más allá y lanzamos Asset Managers. Una publicación que se edita con el mismo objetivo que tuvimos en 2005: convertirse en cabecera de referencia para los profesionales de la inversión, gestores de fondos, selectores, EAFIs y banca privada a través de una información de calidad, veraz y transparente.

Recientemente hablaba con un buen amigo del sector sobre cuál sería su plan B en caso de no dedicarse a vender fondos y me aseguró que la belleza de la industria es poder relacionarse con tanta gente distinta en tantos lugares diferentes y tratar temas de lo más dispares. Al final todo se reduce a una variable, las personas. Partimos con la confianza de cerca de 4.000 profesionales del sector y nuestra intención es llegar a todos ustedes, conocerles, entender sus necesidades y acompañarles en su proceso de inversión.

Esperamos que esta nueva publicación que nace este mes les resulte interesante y podamos recorrer juntos lo que deseamos sea un largo camino por escribir.

Bienvenidos a Asset Managers.



Silvia Morcillo Acero

Directora

ASSET MANAGERS
La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL
Plaza de Canalejas, 6 - 3ª planta. 28014 Madrid
Tel.: 91 574 72 22 - Fax: 91 409 59 38
info@estrategiasdeinversion.com
Imprime: Scorcia & Fiesco

Editor: Juan Ángel Hernández
CEO: José Ignacio Serres
Directora: Silvia Morcillo

Coordinación: Raquel Jiménez
Redacción: Pablo Gallén, Laura Piedehierro, Eva Pla
Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF
Diseño y maquetación: Pablo Carrasco

Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:
Juan Ramón Peña
jpena@estrategiasdeinversion.com
91 574 72 22

Sumario



La gestión activa complementa a la pasiva 6

Reportaje por Silvia Morcillo

Valoración del informe de empleo de EE.UU. 18

Macroeconomía por Ramón Bermejo



Ranking de fondos 26

Los mejores y peores de 2018

Entrevista a la gestora 28

Mutuactivos

El fondo del mes 30

Muntuafoondo Renta Fija Española

Una hora con... Wim Antoons 36

Director Gestión de activos del banco Nagelmakers

La ilusión de seguir avanzando 46

EAFIs por Araceli de Frutos

Selectores 50

A&G Banca Privada

Más allá del Ibex 58

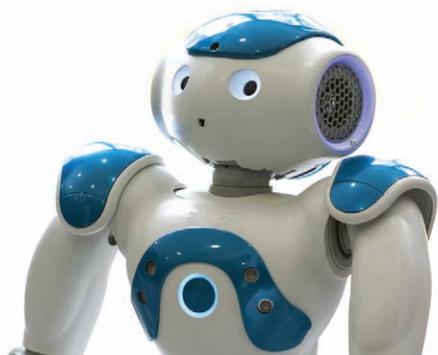
Entrevista a Eloi Planes, Presidente de Fluidra

Tecnología e Innovación 60

Por A. Darouiche / M. Benitez - IDNet Noticias

Entrevista final: Ray Dalio 74

Por Eva Pla





¿Por qué elegir entre rentabilidad o gestión del riesgo?

Candriam le ofrece lo mejor de ambos mundos.

Nuestros expertos gestionan su cartera de acciones europeas con una visión a largo plazo centrada en las empresas del futuro.

Descubra nuestro fondo Candriam Equities L Europe Optimum Quality.
www.candriam.com

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Información importante: Este documento se proporciona únicamente con fines informativos, no constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni constituye una recomendación de inversión ni confirma ningún tipo de transacción, salvo acuerdo expreso. Candriam no se hace responsable de ninguna pérdida directa o indirecta como resultado del uso de este documento. Candriam recomienda sistemáticamente a los inversores que consulten a través de nuestro sitio web www.candriam.com el documento de información clave, el prospecto y toda otra información relevante antes de invertir en uno de nuestros fondos. Estos documentos están disponibles en inglés o en idiomas locales para cada país donde se apruebe la comercialización del fondo. El fondo mencionado puede no estar disponible para su distribución pública en todas las jurisdicciones.



Iván Díez (Groupama), Silvia Morcillo (Ei), Martín Huete (Finizens), Carlos García (Lyxor), Pedro Santuy (Legal & General), Marta Díaz-Bajo (Ail Capital) y Pedro Coelho (UBS)

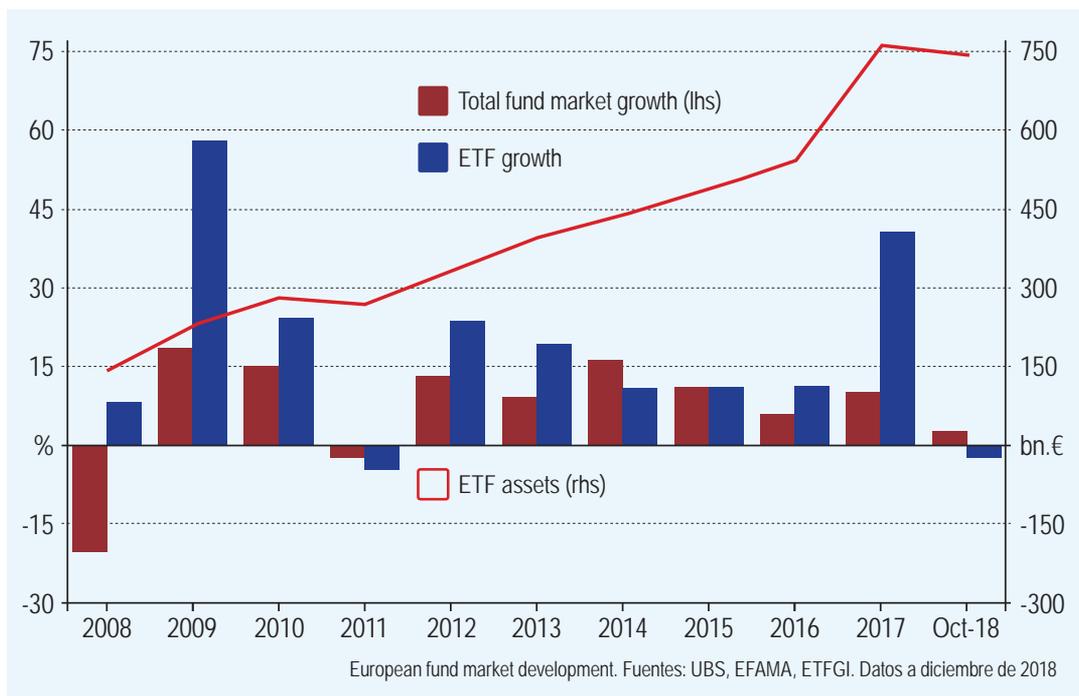
Cómo la gestión activa complementa a la pasiva en cartera

El debate gestión activa versus gestión pasiva no existe más allá de un mero chascarrillo periodístico para tratar de sacar algo de "chicha" a la situación del sector. Hablamos con expertos en ambas estrategias para ver de qué forma se pueden complementar en pro de la mejora de la ratio rentabilidad/riesgo en la cartera de los clientes. Estas son sus conclusiones.

Cuando Warren Buffett le dijo a su mujer que invirtiera barato y en gestión pasiva el mercado lo interpretó como una declaración de guerra hacia la gestión activa de quien, hasta entonces, había sido el adalid de la gestión activa a nivel mundial. El inversor destacaba el beneficio de los fondos de bajas

comisiones y acentuó que el objetivo de los inversores no profesionales no debería centrarse en el beneficio de las acciones que más ganan sino en ser propietarios de una muestra representativa de negocios que, en conjunto, han tenido buenos resultados.

Si tiramos de estadísticas lo cierto es que la evolución de la gestión pasiva en la última



década ha sido imparable. Según Morningstar, en 2008 se gestionaban pasivamente 1,35 billones de dólares y ahora esta cifra alcanza los 9,11 billones, lo que representa un 911% de crecimiento y muy por encima del 154% que ha crecido el patrimonio de los fondos gestionados de forma activa. Unas estadísticas en las que ha pesado, y mucho, la evolución de EE.UU donde el 37% de la gestión está en manos de ETFs y gestión indexada frente al 14% que supone este tipo de gestión en Europa y el apenas 1% de España. Un retraso que se debe a dos factores: “que los índices americanos son más eficientes y más difíciles de batir y además, mientras los fondos están premiados fiscalmente por el traspaso, los fondos de gestión pasiva no”, admite **Marta Diaz - Bajo, Directora de análisis de ATL Capital.**

Y sin embargo, a pesar de estas ineficiencias, los expertos reconocen que margen de crecimiento hay, sobre todo cuando el inversor particular acceda a este tipo de estrategias. De hecho, comparando la evolución de EE.UU con Europa, **Pedro Coelho, Director en España de UBS ETF,** admite que “los ETFs en EE.UU se han desarrollado del inversor parti-

cular al inversor institucional, es éste último el que está comenzando a mirar ahora los ETFs. En Europa, lo hemos hecho al revés. Los grandes inversores institucionales han sido los primeros en usar estos productos y, de hecho, las bancas privadas en Europa son los grandes usuarios de estas estrategias para componer sus carteras”. El cliente institucional ha implementado estas estrategias bien para tomar posiciones tácticas, para ganar diversificación o como alternativa a sus posiciones de liquidez (tienen el atractivo de contar con bajos costes).

Y ¿qué ocurre con el particular? Para **Martín Huete, Co-Fundador de Finizens** el motivo fundamental por el que no se ha desarrollado en España este tipo de gestión es “porque

» El beneficio para el cliente no viene tanto de reducir el precio como de generar algún índice alternativo con el que podamos obtener un mejor retorno



hasta ahora la distribución de los fondos de inversión está en manos de las redes comerciales bancarias, a las que no les interesa vender este tipo de fondos índice o ETF porque no les deja margen". Quien ha integrado esta estrategia como parte de su core es el cliente institucional. De hecho, "estamos asistiendo a algo muy interesante. Antes la gestión activa se usaba para la parte core de la cartera y la pasiva para estrategias más satélites o estrategias nicho; ahora se está invirtiendo esta tendencia y para la parte core se está utilizando la gestión pasiva dejando la gestión activa para la parte más de nicho o satélite de la cartera", asegura **Iván Díez, Head Iberia y Latam Groupama AM**.

Pero ambas estrategias son complementarias y no pueden existir la una sin la otra. Sin embargo, el paso de canalizar el ahorro a través de este tipo de estrategias en Europa no se ha producido y en España, por el tema fiscal, mucho menos. "Hay una necesidad importante de aumentar el canal de la gestión pasiva porque Mifid 2 ahonda en el tema de transparencia en costes y es ahí donde la gestión pasiva tiene valor: es un producto transparente y barato", admite **Carlos García Rincon, responsable de distribución de ETF de Lyxor en España**. Un experto que cree en el modelo de combinar las dos estrategias como el que más valor aporta, especialmente cuando están equilibradas. El experto de Groupama también cree en la complementariedad de ambos productos pues "los dos son gestión, ambos conllevan la toma de una decisión, ofrecen rentabilidades e implican la complementación

de la construcción de la cartera".

Es por ello que hay estudios que hablan que para 2022-2023 los flujos de gestión activa y fondos índices y ETF se igualarán en el mundo. Si esto ocurriera, dice Huete, "sería gracioso ver cómo cae el ranking de las gestoras". Este experto recuerda que la industria de gestión de activos está abocada a una transformación digital tremenda. "Todas las gestoras o digitalizan sus procesos o lo pasarán muy mal porque la contracción de márgenes es inevitable y la única forma de ser eficiente es digitalizar parte de sus procesos". **Pedro Santuy, Senior Business Development Manager de Legal & General AM** cree que la industria "se ha centrado mucho en abaratar costes, que es bueno para el cliente, y se ha perdido en innovar en el producto y en sacar algo diferente pues el beneficio para el cliente no viene tanto de reducir el precio como de generar algún índice alternativo que pueda tener un mejor retorno. Este trabajo se ha empezado a hacer pero durante mucho tiempo se ha olvidado". Un punto en el que discrepa García - Rincón pues "el proceso de innovación de la industria de ETF en los últimos años ha sido constante" y resalta que hoy en día se pueden

» La distribución está en manos de las redes comerciales bancarias, a las que no les interesa vender este tipo de fondos índice o de ETF porque no les deja margen



ALTERNATIVOS MULTIACTIVO INVERSIONES CUANTITATIVAS RENTA VARIABLE ACTIVA RENTA FIJA ACTIVOS INMOBILIARIOS MERCADOS PRIVADOS

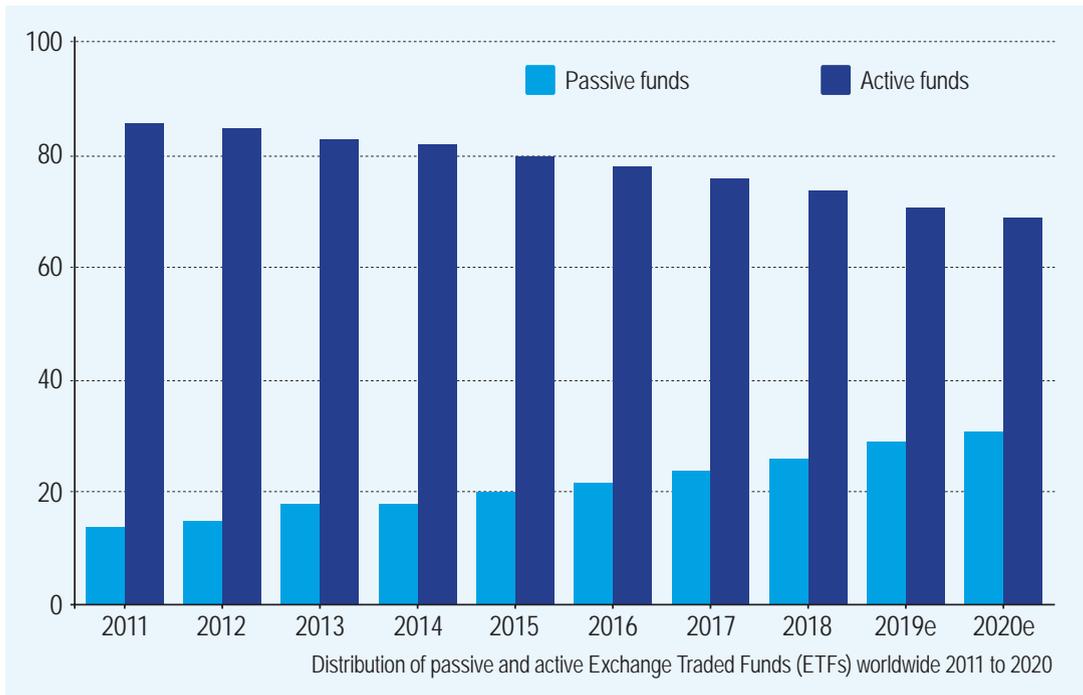
Más estrategias de inversión. Un objetivo. El tuyo.

Combinamos competencias globales, puntos de vista diferentes y criterios sostenibles ESG integrados en todos nuestros procesos de inversión junto con un análisis riguroso e independiente. El nuestro es un modelo de inversión innovador. Descubre cómo hacemos que nuestras estrategias sean especiales en [aberdeenstandard.es/connections](https://www.aberdeenstandard.es/connections)

Capital en riesgo

Aberdeen Standard
Investments

Información importante: Aberdeen Standard Investments es una marca de los negocios de inversión de Aberdeen Asset Management y Standard Life Investments. Aberdeen Asset Managers Limited está registrada en Escocia No.S C108419. Domicilio legal 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1XL. Standard Life Investments Limited está registrada en Escocia No. (SC123321). Domicilio legal 1 George Street, Edinburgh EH2 2LL, y ambas compañías están autorizadas y reguladas por la Financial Conduct Authority del Reino Unido.



acceder a ETF con criterios medioambientales, robótica, renta fija... “temas que quizás no han llegado al particular pero que el institucional sí está usando. El ETF es una herramienta de asignación de activos, algo eficiente, no disruptivo”.

Desde el sector creen que, a pesar de que ambas estrategias van a convivir en el mundo de la gestión de activos, el potencial del crecimiento de la gestión pasiva es innegable. “Sobre todo porque la gestión pasiva va a permitir dar soluciones a problemas puntuales y además porque la gestión pasiva está pasando a formar parte de mercados eficientes”, aseguran en Groupama. De hecho, si tiramos de datos, el 65% de la renta variable está en fondos de gestión activa frente al 35% que está en manos de la pasiva. Para mercados más eficientes la gestión pasiva irá ganando terreno y, si se quiere buscar mercados menos eficientes (emergentes, deuda subordinada...) “merecerá más la pena buscar gestión activa”.

Lo positivo de esto es que el auge de la gestión pasiva ha venido a desenmascarar a aquellos que decían que hacían gestión activa cuando no era así.

Desde ATL Capital creen que no está mal que se combinen ambas estrategias sabiendo que lo que aporta el 90% de la rentabilidad del cliente es la distribución de activos. En este punto desde el sector consideran clave la formación del cliente final pues “muchísima gente está comprando gestión pasiva y no lo sabe”, asegura Santuy aludiendo a uno de los activos que más ha crecido en los últimos años, los fondos mixtos, que “indirectamente son gestión pasiva porque la mayoría de bloques sobre los que se construye la gestión activa es gestión pasiva”.

El inversor español cambia de perfil según lo que haga el mercado “y esto sí atañe al inversor institucional”, asegura Díaz - Bajo. ■

Silvia Morcillo

» El auge de la gestión pasiva ha venido a desenmascarar a aquellos que decían que hacían una gestión activa cuando realmente no era así

Société anonyme, 25, rue de la Vierge 75009 Paris, Tél. 01 45 52 76 76 - Société de gestion de portefeuille - Agrément GPSP-02 du 05/01/93 - Société Anonyme au capital 1 878 710 euros - 391 522 RCS Paris - Site: www.groupama-am.com - Cédex 917007 - Agence Finstyle



**VISIBILIDAD
DE FUTURO**

**DECISIONES
FUNDAMENTADAS**

**MEJOR
SEGUIMIENTO
DE SUS INVERSIONES**

**PONEMOS
A SU DISPOSICIÓN
LAS FORTALEZAS
DE NUESTROS EQUIPOS**

www.groupama-am.com



Groupama
ASSET MANAGEMENT

Gestor Activamente Responsable

Han participado:



Gestora: Finizens AV
Presidente: Giorgio Semenzato
Año de fundación: 2015
Patrimonio bajo gestión: -no disponible-
Nº de fondos registrados en España: 5 carteras



Gestora: Legal & General IM (LGIM)
Presidente: Mark Zinkula
Año de fundación: 1970
Patrimonio bajo gestión: 1,114 bill.€
Nº de fondos registrados en España: 27



Gestora: atl Capital Gestión de Patrimonio
Presidente: Jorge Sanz Barriopedro
Año de fundación: 2003
Patrimonio bajo gestión: 1.560 mill.€
Nº de fondos registrados en España: 17



Gestora: Groupama Asset Management
Presidente: Philippe Setbon
Año de fundación: 1993
Patrimonio bajo gestión: 102.000 mill.€
Nº de fondos registrados en España: 21



Gestora: Lyxor International Asset Mgmt
Presidente: Lionel Paquin
Año de fundación: 1998
Patrimonio bajo gestión: 64.000 mill.€
Nº de fondos registrados en España: 179



Gestora: UBS Asset Management
Presidente: Ulrich Koerner
Año de fundación: 1980
Patrimonio bajo gestión: 710.210 mill.€
Nº de fondos registrados en España: 240

Exclusivamente para
inversores profesionales/
regulados y cualificados



Generamos una
rentabilidad
positiva consistente
en todas las condiciones
de mercado

Pyrford Global Total Return (Sterling) Fund

Perseguimos tres objetivos para nuestros clientes: generar rentabilidades positivas superiores a la inflación, lograr dichas rentabilidades con una baja volatilidad y, sobre todo, no provocar pérdidas a nuestros clientes.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. La rentabilidad positiva no está garantizada durante ningún periodo de tiempo. El capital está en riesgo y, al vender las acciones del Fondo, el inversor podría recibir un importe inferior a la inversión inicial.

Visítenos en el sitio web bmogam.com

BMO  **Global Asset Management**

Gestión activa y gestión indexada: ¿la combinación perfecta?

Desde hace unos años, en BlackRock nos hemos dado cuenta de que el debate entre gestión activa frente a gestión indexada ya ha quedado atrás entre los inversores –tanto los particulares como los institucionales– y creemos que es de vital importancia insistir en que el éxito de una buena inversión reside en la combinación de ambas estrategias.

El cambio de mentalidad o, mejor dicho, la adopción de ambas estrategias para estructurar las carteras ha respondido al gran esfuerzo que han realizado tanto las entidades financieras como los medios de comunicación, quienes han ayudado a divulgar las ventajas de los ETFs y los fondos indexados y a trasladar un mensaje claro y contundente sobre la necesidad que tienen los inversores de diversificar. Además, desde BlackRock consideramos que esta “disputa” ha quedado atrás desde el mismo momento en que cualquier decisión de inversión se considera “activa”, con independencia del producto a través del que los inversores

expresen sus ideas de inversión.

La adopción, y por tanto el conocimiento, de los ETFs ha continuado expandiéndose a velocidad de crucero en los últimos cinco años. A cierre de noviembre 2018, el patrimonio total gestionado por la industria de ETFs en todo el mundo se situó por encima de los 5 billones de dólares, y prevemos que esta cifra pueda alcanzar los 9 billones de dólares para 2022.

Este apetito por los fondos de gestión indexada no ha sido ni mucho menos ajeno a España. De hecho, el interés mostrado por los inversores, tanto institucionales como particulares, en este país es cada vez mayor y su uso se ha ido extendiendo paulatinamente en sus carteras. Las características intrínsecas de estos productos –sencillos, transparentes, líquidos y eficientes en costes– han convertido en productos muy interesantes para combinarlos con estrategias de gestión activa e intentar así diversificar y mitigar posibles caídas del mercado.

La directiva MiFID II, que entró en vigor a principios de este año, ha marcado una nueva hoja de ruta en materia de costes y





Aitor Jauregui

Responsable de BlackRock en España, Portugal y Andorra

transparencia del asesoramiento y ha empujado a los inversores españoles hacia este tipo de productos. La combinación de ambas estrategias, tanto de gestión activa como indexada, es una realidad en nuestro mercado y se considera una necesidad para las carteras modernas de nuestros clientes, que buscan exhaustivamente la calidad y la diversificación.

Desde BlackRock hemos observado cómo este contexto se traduce en flujos de entrada a la industria y que las fuerzas que atraen los flujos del mercado quedan reflejadas en

» La combinación de gestión activa e indexada es una necesidad para las carteras modernas, clientes que buscan exhaustivamente la calidad y la diversificación

lo que representamos como un reloj de arena. En la parte superior estarían las entradas en la gestión activa especializada, en la parte inferior estarían las entradas en gestión pasiva, fondos indexados y ETFs y la parte central del reloj representaría la gestión activa tradicional, que es donde actualmente los inversores ven menos valor añadido y, por tanto, donde vemos menos entradas de flujos.

La combinación de estrategias está cobrando cada vez más importancia para los inversores; es por ello que, en BlackRock, trabajamos mano a mano con nuestros clientes para entender mejor cuál es su perfil y su horizonte de inversión y ayudarles a alcanzar sus objetivos financieros. ■

El creciente interés por los ETFs socialmente responsables

El concepto de inversión sostenible ha adquirido un impulso enorme en los últimos años. Los inversores demandan fondos de inversión que coincidan con sus valores y a través de los cuáles puedan contribuir con sus ahorros personales al cambio global. Al mismo tiempo, las inversiones socialmente responsables se han convertido en objetivo de los ahorradores bajo la percepción de que las compañías que respetan los valores ISR tienden a proporcionar un rendimiento a largo plazo relativamente más alto que aquellas que no siguen estos criterios.

Asimismo, el creciente interés por las inversiones socialmente responsables también ha impulsado el mercado de ETFs de ISR, donde, en términos mundiales, estas estrategias indexadas ya alcanzan el billón de dólares en activos, y en los cinco últimos años hemos pasado de representar una cuota de mercado del 6% de ese billón, a casi el 12%.

UBS se ha convertido en un pionero de la inversión socialmente responsable en el mercado europeo de ETFs gracias la implementación de estructuras innovadoras y eficientes. Lanzamos nuestros primeros ETFs socialmente responsables en el año 2011 y, en la actualidad,

contamos con la mayor cuota de mercado de Europa, 3.900 millones de euros, lo que supone casi el 37,7% del total de los activos ISR bajo gestión pasiva de todo el viejo continente.

A la hora de crear las carteras de nuestros ETFs, combinamos el enfoque de exclusión, dejando fuera a las compañías controvertidas, y el enfoque de selección, escogiendo las empresas que mejor cumplen con los criterios ISR y presentan una trayectoria ascendente al respecto.

Además, nuestro compromiso por asegurar que las carteras de los ETFs sean 100% ISR, algo fundamental para preservar la propuesta de valor de este tipo de estrategias, nos ha llevado a no realizar préstamo de valores, pues si los valores admitidos como colateral no fueran ISR, algo que a día de hoy resulta imposible controlar, entonces se estaría contribuyendo a financiar a compañías que no pueden catalogar-

>> Para evitar financiar a compañías que no pueden catalogarse como ISR, optamos por no realizar préstamo de valores

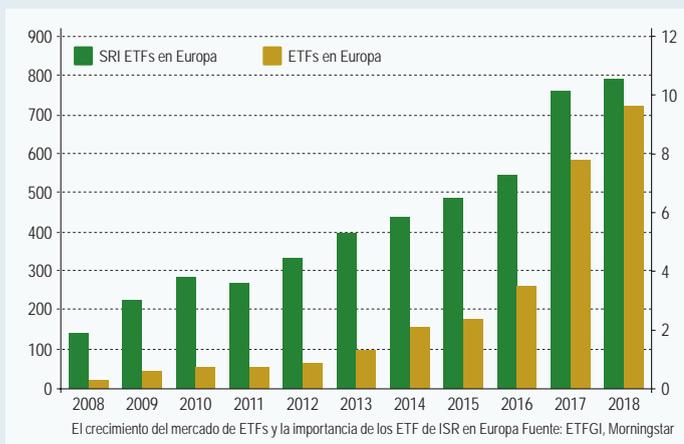


Pedro Coelho

Head of Passive & ETF Sales
Specialists Iberia de UBS

se como inversión socialmente responsable. Es por eso que evitamos este tipo de acciones en nuestros ETFs socialmente responsables.

Con ello, cumplimos el deseo manifiesto de los inversores de generar impacto en la sociedad con sus inversiones sin que esto signifique sacrificar rentabilidades, de hecho, los criterios ISR pueden ser indicadores de la viabilidad a largo plazo de una inversión, pues las empresas con un fuerte perfil socialmente responsable son más competitivas que sus comparables, por ejemplo, gracias al uso más eficiente de los recursos, un mejor desarrollo del capital humano o una mejor gestión de la innovación. ■



Valoración del último informe de empleo de EE.UU. publicado el 4 de enero 2019



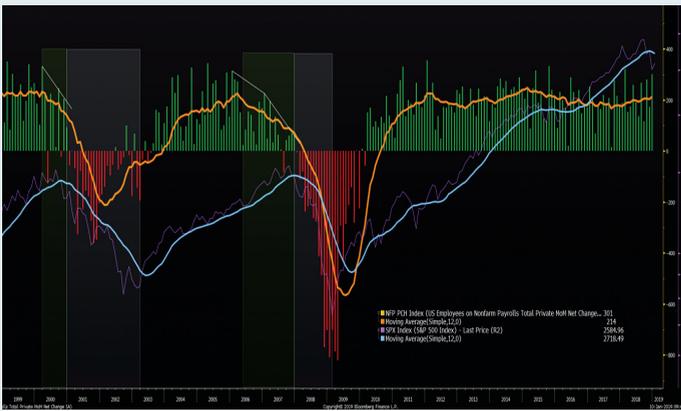
El dato de creación neta de empleo no agrícola publicado el 4 de enero aporta nuevas evidencias de la fortaleza del mercado laboral y disipa las dudas sembradas tras el anterior dato del 7 de diciembre de 2018 –donde los sectores más sensibles a la subida de tipos de interés oficiales en EE.UU, vivienda y fabricación de vehículos, mostraron notables síntomas de deterioro–, al registrar una cifra de +312k de los cuales +301K corresponden a la empresa privada y +11k al gobierno en sus tres vertientes: federal, estatal y local.

Adicionalmente, revisaron al alza el dato de octubre y noviembre de 2018 en un total de +58k personas, lo que eleva todavía más la media móvil de los últimos 12 meses situándola en +214k, algo que supone una cifra extraordinaria dado el estadio avanzado de esta fase de expansión que dio comienzo en junio de 2009 de acuerdo con los criterios de la NBER (National Bureau of Economic Research: Oficina Nacional de Investigación Económica).

Este dato, que ha rebasado al alza todas las previsiones del consenso de analistas publicadas por Bloomberg –incluso las más optimistas–, es especialmente relevante dado el

contexto negativo en el que ha tenido lugar, como es el performance negativo que llevaba acumulado la renta variable norteamericana desde el 3 de octubre de 2018 y la guerra comercial existente entre Estados Unidos y China que no es precisamente el mejor contexto para el incremento de la contratación, ya que ambos factores podrían haber mermado la confianza de las empresas en la evolución futura de la economía, dado que como señalaba Keynes somos animal spirits y como seres humanos este entorno negativo podría haber influido en las futuras decisiones en CAPEX (Capital Expenditure o Capital Spending) –inversiones en activos fijos para producir bienes y servicios– y en las decisiones de contratación futuras, aunque vemos que afortunadamente no ha sido así.

» Estos datos de empleo también habrán aliviado a los miembros del FOMC después de la última subida de tipos el pasado 19 de diciembre de 2018



Evolución Dato Payrolls. Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El entorno del Presidente Trump está “vendiendo” la idea de que aunque en el corto plazo los consumidores y los inversores en renta variable estén sufriendo, esta guerra comercial generará un beneficio mayor mirando al largo plazo una vez que se cierre un acuerdo comercial con China dentro de este período de tregua comprendido entre el 1 de enero y el 31 de marzo de 2019 y que ambas potencias acordaron en Buenos Aires el 1 de diciembre de 2018, y creemos que ambas partes muestran un interés sincero en que así sea dado que observan que se están autoinfligiendo un daño recíproco con esta situación como han reflejado los últimos datos de PMI Manufacturero de China o la caída de las ventas de iPhones en el país asiático como consecuencia del deterioro de su cuadro macroeconómico.

>> Como señalaba Keynes, somos animal spirits y como humanos este entorno negativo podría haber influido en las futuras decisiones en CAPEX

Estos datos de empleo también habrán aliviado a los miembros del FOMC después de la última subida de tipos del 19 de diciembre en contra no sólo de la opinión de Trump sino del editorial de prestigiosos medios económicos como The Wall Street Journal y de algunos de sus miembros como James B. Bullard, Presidente de la Reser-

va Federal de San Louis, el cual tras los datos de payrolls del pasado 7 de diciembre de 2018 se mostró partidario de la que la Fed hiciera una pausa en la subida de tipos y que de acuerdo con manifestaciones vertidas el 9 de enero de 2018 en el citado medio, cree que nuevas subidas de los tipos de interés en Estados Unidos podrían precipitar al país a una recesión, mostrándose incluso partidario de recortar los tipos si la economía y las métricas de inflación se desaceleraran más de lo previsto. ■



Ramón Bermejo Climent

Director del Servicio de Trading
Profesional de Estrategiasdeinversion.com
y Profesor de Fundamentos de Finanzas
en Icade E3 - E4 y E2, Universidad
Pontificia Comillas

Los sueños no se cumplen solos
VE A POR ELLOS



Imantia
Capital

¿Qué harán los mercados en 2019?



Imantia Capital

Los últimos años han estado marcados por un ciclo económico expansivo a nivel mundial, favoreciendo un desempeño destacado de gran parte de los activos financieros. Al principio de la segunda mitad de 2018 han ido surgiendo dudas sobre la fortaleza del ciclo, en un entorno de menor apoyo monetario y tras la aparición de riesgos geopolíticos, que han alimentado el debate sobre si el futuro inmediato pasa por un mundo en expansión o en recesión.

Nuestra visión es que todavía seguimos inmersos en un ciclo de crecimiento, con tasas menos altas que en 2018, pero firmemente sustentadas por el consumo privado en EE.UU., sin caídas bruscas del crecimiento en China en un entorno de estabilidad y Europa manteniendo el patrón actual aunque ligeramente mermada por la menor inversión e Italia como elemento de duda. Estimamos crecimiento del PIB en EE.UU. del 2,5%, 6,3% para China y 1,6% para la zona Euro con tasas de inflación que repuntan suavemente hasta el 2,2% y 1,7% respectivamente para EE.UU. y la Eurozona.

Los 3 riesgos de 2019

ITALIA



La clave para evitar una crisis europea pasa por alcanzar un acuerdo presupuestario entre Roma y Bruselas

GUERRA COMERCIAL



Una escalada proteccionista supondría mayor desaceleración económica en China, con claras implicaciones sobre el crecimiento mundial

FED



Subidas de tipos más allá de las previstas impactarían sobre la estabilidad financiera y el equilibrio del sistema

Renta Fija

Esperamos tipos largos más altos en Europa (0,95% en Alemania) y estables en EE.UU. (3,40% para el 10 años), con una lenta pero constante ampliación de los diferenciales del crédito provocados por el rebalanceo tras el fin del QE. Vemos a los bancos centrales siguiendo el guión sin sorpresas, con dos subidas adicionales de la FED y al BCE anticipando una subida antes de final de año.

Imantia Corto Plazo

1/7 Nivel Riesgo CNMV



Combina la seguridad de los depósitos con la búsqueda de oportunidades en renta fija corto plazo

ISIN: ES0106933007

Inversión mínima inicial: 100.000 euros

Renta Variable

Las rentabilidades serán positivas, en el entorno del 8%. Sin expansión de múltiplos, pero con bolsas soportadas por el crecimiento de beneficios que estimamos alcancen el 5%-8%. Las materias primas retomarán progresivamente en 2019 su tendencia alcista.

Imantia Ibex 35

6/7 Nivel Riesgo CNMV



Replica el comportamiento del Ibex-35, con una de las comisiones más bajas del mercado

ISIN: ES0149051007

Inversión mínima inicial: 10 euros

Sobre Imantia

Somos una gestora de fondos de inversión que tiene por objetivo aportar la mejor RENTABILIDAD de forma sencilla y con fuerte CONTROL DEL RIESGO.

Con más de 40 años gestionando, ponemos nuestra experiencia al alcance de los clientes, a través de un modelo único de crecimiento que combina GESTIÓN, SERVICIO de calidad institucional y la SOLVENCIA que nos da ser Independientes.

Renta fija a corto plazo, un viaje en la montaña rusa del riesgo y la recompensa



Para los inversores, el retorno del capital se impondrá al retorno sobre el capital a medida que la política monetaria mundial siga avanzando hacia la normalización.

Mis perspectivas de inversión para este año

A pesar de las señales de agotamiento, la dinámica de crecimiento de Estados Unidos se mantiene por encima de su potencial; así, la pujanza del empleo obligaría a la Reserva Federal de EE.UU. a seguir adelante con las subidas de tipos durante este año. En nuestro continente, siempre que la situación italiana se mantenga encarrilada y no se produzca una marea populista en las elecciones al Parlamento Europeo, el Banco Central Europeo (BCE) debería empezar a seguir el ejemplo estadounidense y dar los primeros pasos en su camino de regreso a la política monetaria convencional, reduciendo su balance y subiendo tipos en el último trimestre.

En cuanto a Asia, las autoridades chinas deberían seguir haciendo equilibrios para reducir las formas indeseables de endeudamiento y, al mismo tiempo, las presiones de liquidez que sufre el sistema financiero.

Las implicaciones de estas medidas podrían tener un resultado agrí dulce para los inversores en renta fija.

Por un lado, cualquier perturbación que experimenten los ciclos de crecimiento y crédito de los mercados emergentes podría brindar oportunidades desde el punto de vista de la asignación de activos, pero las rentabilidades deberían seguir estando correlacionadas con la fortaleza del dólar estadounidense y los flujos de capitales resultantes.

Si estas políticas se ponen en práctica sin incidencias, se alejaría el riesgo de recesión y cabría esperar una menor cantidad de impagos durante este ejercicio 2019.

En este supuesto, y dado que los diferenciales de deuda corporativa ofrecen un colchón mayor que en el pasado, una cartera diversi-

» De cara a este 2019, nuestro objetivo es aprovechar 'rendimientos de calidad' de forma eficiente desde el punto de vista del riesgo

ficada de títulos de deuda corporativa podría proteger a los inversores frente a las dificultades derivadas de la subida de los tipos sin riesgo este año.

Cómo aprovechar las mejores oportunidades

A corto plazo seguimos siendo cautos en títulos sensibles a la duración, ya que en nuestra opinión el rumbo que parece ofrecer menos resistencia para los tipos de interés mundiales sigue siendo hacia arriba. Mantenemos una visión más positiva sobre los activos con diferenciales más amplios, los cuales siguen estando bien colocados para ofrecer potencialmente unas rentabilidades superiores positivas el próximo año. Las empresas que tengan suficientes recursos para evitar salir al mercado durante los próximos 12-18 meses también deberían cotizar con una prima cada vez mayor.

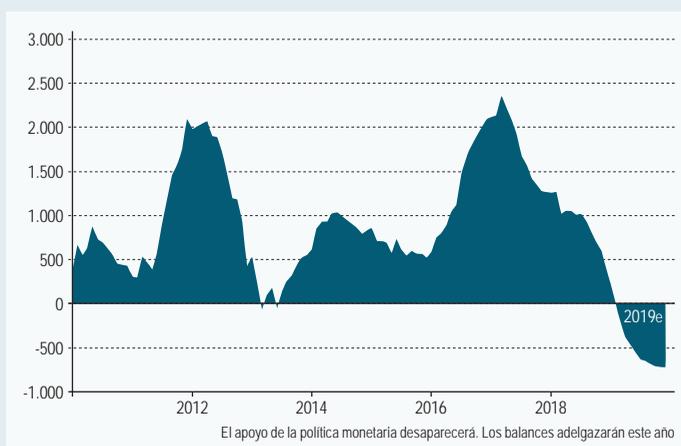
Como ya está ocurriendo estos días, se producirán picos de volatilidad cada vez más periódicos y eso también debería seguir brindando oportunidades tácticas a corto plazo para aprovechar compresiones de los diferenciales, lo que, y he ahí un aspecto más importante, debería crear unas condiciones favorables para mejorar aún más la calidad crediticia de la cartera este año. Las lecciones aprendidas durante los ciclos crediticios anteriores en relación con el acceso a la liquidez y la gestión de las pérdidas de valor para preservar el capital nos han llevado a actuar antes de que se produzca el punto de inflexión en el ciclo, en lugar de mantener exposiciones de menor convicción y más apalancadas a lo largo del próximo suelo del mercado.

Y dado que el dilema de los rendimientos al que se enfrentan los inversores sigue estando muy vigente en los mercados desarrollados, de cara a este 2019 el objetivo de nuestra estrategia sin restricciones orientada a las rentas es aprovechar “rendimientos de calidad” de forma eficiente desde el punto de vista del riesgo, en lugar de buscar simplemente “rendimientos a toda costa”. ■



Peter Khan

*Fidelity International - Gestor del
FF Global Short Duration Income Fund*



En 2019 confiaremos en renta fija emergente



Como cada mes de diciembre, la pregunta que se hacen la mayor parte de los inversores es cómo será el próximo ejercicio y si será parecido al anterior. Un panorama que no sería muy alentador, ya que 2018 se ha caracterizado porque las pérdidas han sido prácticamente generalizadas. Ha sido imposible encontrar un activo que haya servido para descorrelacionar carteras de inversión.

Consideramos que los próximos doce meses continuarán siendo un reto complicado para los inversores porque las incertidumbres que actuaron como catalizador para las caídas de 2018 siguen todavía muy vigentes. No ha habido ni un solo ejercicio en la historia que haya estado libre de ellas.

Sin embargo, la economía mundial seguirá creciendo, a pesar de que el ritmo de expansión probablemente se reducirá con respecto a ejercicios anteriores. Y eso nos indica que no hay razones para las fuertes pérdidas que han experimentado los mercados hasta ahora, ya que no esperamos recesión.

Pensamos que en este complicado entorno hay oportunidades y nosotros las apreciamos fundamentalmente en la deuda emergente para

la que preveemos un próximo año prometedor.

Un factor que hay que tener en mente es que jamás hemos visto años consecutivos de caídas en bonos en divisa fuerte. Y lo que es más importante, cuando se ha producido uno negativo, la rentabilidad positiva ha más que compensado las pérdidas anteriores. Cuando estamos frente a una clase de activo tan ineficiente como la de la deuda emergente, las oportunidades aparecen en periodos de rentabilidad negativa.

Pero hay obstáculos. Existen inversores a los que les preocupa que una posible desaceleración de la economía estadounidense podría implicar problemas para muchos emergentes y por eso evitan este activo. Y se equivocan. Es más, consideramos que si un inversor en renta fija está fuera de los mercados emergentes es muy probable que no alcance sus objetivos de rentabilidad.

Desde nuestro punto de vista, con las valoraciones que tiene, la renta fija de estos países continuará dando rentabilidad positiva, incluso si entramos en un contexto de desaceleración económica. En estos momentos, el índice de rentabilidad de bonos emergentes tiene una duración de 6,5 años con una rentabilidad me-



Ricardo Comin

*Sales Director Iberia & Latam
en Vontobel AM*

dia del 7%. Un retorno que seguirá siendo positivo incluso si sube 100 puntos básicos, hasta el 8%. Hay que destacar, además, que este nivel de rentabilidad en el que nos movemos en estos momentos es el más alto desde el año 2010.

Nosotros somos tajantes al respecto. No hay excusa para estar fuera de la deuda emergente si queremos rentabilidad. Eso sí, hay que tener en cuenta que la persona que decida optar por esta oportunidad tendrá que tener tolerancia al riesgo y estar dispuesta a aceptar episodios de volatilidad. Pero consideramos que transitamos por un camino que probablemente presentará obstáculos, pero que lleva a un buen destino.

Es decir, no se trata de un activo para cualquiera. Sólo es válido para aquellos que sean capaces de anticiparse a lo que está por venir y que, además, lo hagan con tenacidad para no abandonar cuando las cosas dejan de estar fáciles. Son estas dos cualidades, precisamente, las que permiten obtener los mayores retornos cuando hablamos de renta fija emergente. Es algo que, además, ha sido una constante con el paso de los años.

En nuestra larga experiencia gestionando en este universo podemos decir que sólo un enfoque activo y “contrarian” funciona bien en este escenario. Nosotros buscamos títulos de renta fija emergente con fundamentales sólidos y con ineficiencias que puedan ser aprovechadas en estos momentos de incertidumbre. Estamos ante un activo que tiene tendencia a recuperarse tras una mala racha. Esa es la razón por la que no sólo confiaremos este año, sino que lo seguiremos haciendo durante muchos más. ■

Ranking de fondos

Los fondos de inversión nacionales han registrado en 2018 una caída de 6.395 millones, un 2,40% que sitúa el patrimonio total gestionado en 259.901 millones.

Esta pérdida viene motivada por las fuertes caídas de los mercados, que han provocado el

rendimiento negativo de las carteras por valor de 14.021 millones. Por el contrario, se han producido captaciones netas de 7.625 millones.

Estas captaciones netas se han concentrado principalmente en entidades bancarias, con 6.353 millones, seguidas de los grupos independientes, con 2.104 millones.

Rentabilidad fondos de inversión por categorías

Categoría de inversión	Rentabilidad Dic-18	Acumulado 2018
Monetarios	-0.01%	-0.51%
Renta Fija	0.17%	-1.30%
Renta Fija Mixta	-1.08%	-4.13%
Renta Variable Mixta	-2.63%	-6.11%
Renta Variable Nacional	-5.42%	-11.64%
Renta Variable Internacional	-6.55%	-12.60%
Garantizados	0.54%	-0.99%
Retorno Absoluto	-0.60%	-4.39%
Gestión Pasiva	-0.60%	-2.27%
Globales	-2.39%	-5.62%
TOTAL FONDOS DE INVERSIÓN	-1.66%	-4.63%

Fuente: Inverco

Captación patrimonio fondos de inversión

Categoría de inversión	Patrimonio				
	Diciembre 2018	Variación			
		Diciembre-18		2018	
		Importe (miles de €)	%	Importe (miles de €)	%
Renta Fija	58.196.968	219.289	0.4%	-2.492.021	-4.1%
Garantizados	19.586.167	112.314	0.6%	-1.056.390	-5.1%
Monetarios	6.658.992	44.22	0.7%	-433.265	-6.1%
Gestión Pasiva	15.997.530	-28.955	-0.2%	-3.229.385	-16.8%
Retorno Absoluto	14.666.481	-312.334	-2.1%	-2.399.072	-14.1%
Renta Variable Nacional	6.259.643	-482.667	-7.2%	143.137	2.3%
Renta Variable Mixta	24.048.392	-754.826	-3.0%	1.553.817	6.9%
Renta Fija Mixta	39.291.850	-1.057.376	-2.6%	-3.309.981	-7.8%
Globales	41.952.859	-1.689.689	-3.9%	6.553.391	18.5%
Renta Variable Internacional	29.981.185	-2.282.862	-7.1%	423.445	1.4%
Inversión libre	2.265.368	-	-	28.341	1.3%
TOTAL FONDOS DE INVERSIÓN	258.905.434	-6.232.883	-2.4%	-4.217.984	-1.6%

Fuente: Inverco

A pesar de esto, son las sociedades cooperativas de crédito las únicas que han aumentado su patrimonio, con una subida de un 3,89%.

En todo caso, los bancos mantienen su posición dominante, pasando de una cuota de mercado del 78,02 al 78,55%, seguido de entidades independientes e internacionales con un 10,04 y un 6,78% respectivamente.

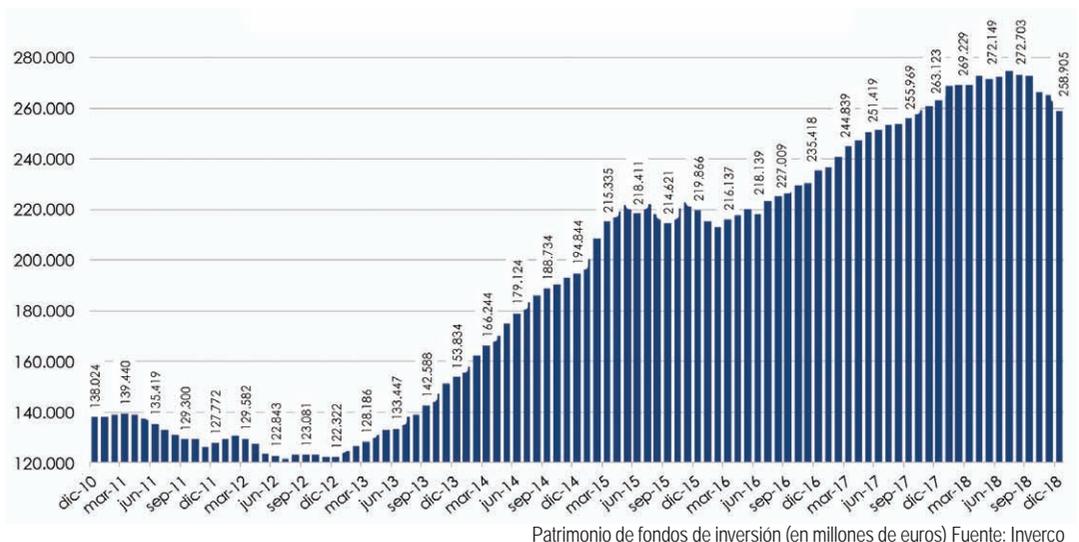
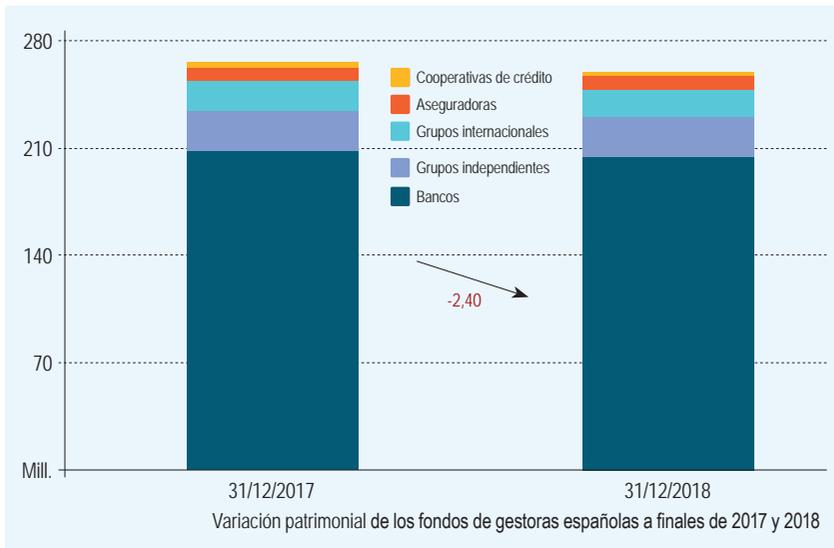
Por grupo financiero, las mayores captaciones netas las obtuvo BBVA con 2.824 millones, seguido de CaixaBank y Bankia, con 2.271 y 1.059 millones. En el lado contrario encontramos a Santander, con reembolsos netos de 1.820 millones en el mes.

En términos de rentabilidad, destaca la evolución de Arcano Capital, siendo la única que consigue mantenerse en terreno positivo en el año, con un avance de un 0,09%. Entre las principales gestoras BBVA AM y Unigest son las que mejor han resistido y han sufrido las menores caídas, con un 3,75 y un 3,78% respectivamente.

Las mayores captaciones netas se han canalizado a las categorías de Mixto Conservador Global y Mixto Moderado Global, con 4.454 y 3.961 millones.

Por fondos de inversión, el Quality Inversión Conservadora es el que ha registrado mayores captaciones netas, con 2.458 millones en el año.

Datos estos que ayudan a consolidar su primera posición como fondo con mayor patrimonio, con 10.790 millones gestionados, seguido del Quality Inversión Moderada, con 7.345, y del Bankia Soy Así Cautó en su clase Universal con 4.525 millones.



Patrimonio de fondos de inversión (en millones de euros) Fuente: Inverco

“Hemos acudido a la última emisión LT2 de Santander”

Gabriel Pañeda, Director de renta fija de Mutuactivos habla con Asset Managers sobre la estrategia que sigue Mutuafondo Renta Fija Española, uno de los fondos con una rentabilidad consistente en los cinco años que tiene desde su lanzamiento.



Gestora: Mutuactivos Inversiones AV
Presidente: Juan Aznar
Año de fundación: 1985
Patrimonio bajo gestión: 6.600 mill.€
Nº de fondos registrados: 34

MUTUACTIVOS
GRUPO MUTUAMADRILEÑA

La renta fija es uno de los activos que más ha sufrido en el último año. Con todo, Mutuafondo Renta Fija Española es uno de los fondos con mejor comportamiento de su categoría (en primer cuartil en todos los plazos, a uno, tres y cinco años). ¿Cuáles son sus perspectivas?

Mutuafondo Renta Fija Española es un fondo que lanzamos en 2013 como fondo cerrado, momento en el que pensábamos que había pasado lo peor de la crisis periférica y cuando vimos una ventana de oportunidad en la deuda pública española. Dos años después, modificamos la estructura y política de inversión del producto, haciéndolo abierto y dando paso a la inversión en renta fija privada española, nicho en el que comenzamos a ver más valor que en la deuda pública.

Con este fondo, Mutuactivos pone de manifiesto, una vez más, su filosofía de gestión acti-

va, la búsqueda constante de oportunidades en el mercado por parte del equipo.

En la actualidad, el fondo no tiene tanta sensibilidad a la deuda pública española como tuvo en sus orígenes, sino a la deuda privada española.

En cuanto a perspectivas, consideramos que España mantendrá su spread contra el activo libre de riesgo.

>> Un nicho de mercado en el que hemos realizado algunas de nuestras últimas inversiones es el de la deuda subordinada del sector financiero

¿Tienen algún tipo de rentabilidad objetivo?

El objetivo es batir a la deuda pública espa-

■ Entrevista a... Gabriel Pañeda, Director de RF de Mutuactivos



ñaola, algo que viene cumpliendo desde su lanzamiento.

¿Dónde están encontrando valor?

En la actualidad, el fondo encuentra valor básicamente en la deuda privada española.

Un nicho de mercado en el que hemos realizado algunas de nuestras últimas inversiones es el de la deuda subordinada del sector financiero de las principales entidades españolas. Alrededor de un 15% de la cartera del fondo está en la actualidad invertida en este tipo de activos.

¿Pueden decirme algunos de los últimos bonos que han comprado y por qué?

Hemos acudido a la última emisión de LT2 del Banco Santander, entre otras.

Dentro de la deuda gubernamental que incluyen en cartera, tienen deuda de España como principal posición y también deuda de la Co-

munidad de Madrid. ¿Qué está aportando este tipo de deuda a la cartera?

La deuda pública de la Comunidad de Madrid aporta un plus de rentabilidad sobre la deuda pública de Gobierno, por su menor liquidez.

¿Cuál es la duración media de los bonos en su cartera?

Es de 2,6 años.

¿Han modificado algo la duración de la cartera ante la expectativa de que en 2019-2020 el Banco Central Europeo pueda comenzar a normalizar su política monetaria?

En Mutuafondo Renta Fija Española hacemos una gestión activa de la duración, al igual que en el resto de nuestros fondos. En este caso concreto, hemos modificado la duración en base a nuestras expectativas.

» En la actualidad, el fondo no tiene tanta sensibilidad a la deuda pública española como tuvo en sus orígenes, sino a la deuda privada española

¿Cuál es la rotación media de la cartera?

Se trata de una cartera de baja rotación ya que el fondo está creado con un horizonte de inversión de largo plazo, como suele ser también habitual en la cartera de fondos de Mutuactivos.

¿Y de volatilidad?

La volatilidad es igualmente baja, de 2,30% a tres años.

¿Cómo parte de qué estrategia (más conservadora, de crecimiento, arriesgada) cree que debería formar parte?

Se trata de un fondo para todos aquellos que quieran exposición a deuda española. Es adecuado para inversores conservadores o para cubrir la parte más conservadora de perfiles más dinámicos. ■ *Silvia Morcillo*

Muntuafondo Renta Fija Española A, FI



Manuel Barangé Bofill
manuel@barange.org

Entidad Gestora: Mutuactivos - Mutua Madrileña
Categoría MS: Renta Fija Diversificada Euro
Patrimonio: 102,94 Mill.€ / Divisa: Euro
Aportación mínima inicial: 10 €
Creación del fondo: 22/02/2013

Fondo lanzado en 2013 con una evolución premiada con 5 estrellas MS a 3, 5 años y desde su lanzamiento. Pertenece a Mutuactivos (G^o Mutua Madrileña) y gestiona alrededor de 115 millones. La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice 90% BofA Merrill Lynch 3-5 Year Spain Government Index y 10% BofA Merrill Lynch BB-B European Currency HY Index. El fondo invierte un mínimo del 70% en renta fija de emisores españoles y hasta un 30% en renta fija de otros países OCDE. Dicha renta fija puede ser pública o privada, incluyendo deuda subordinada (con preferencia de cobro posterior a los acreedores comunes) y hasta un 20% del total puede destinarse a bonos convertibles contingentes del tipo "principal write-down" (es decir, aquellos para los que la contingencia ligada al bono provocaría en caso de una reducción del principal, lo que tendría efectos negativos en el valor liquidativo). Estos bonos se emiten generalmente a perpetuidad, con opciones de recompra para el emisor a partir de una fecha. Puede invertir también hasta un 25% del total en titulaciones líquidas. No existe predeterminación en cuanto a la calificación crediticia, por lo que se podría tener hasta un 100% de la cartera con baja calidad (inferior a BBB-). La duración media de la cartera oscila entre 0 y 6 años. Asimismo, el fondo puede invertir en depósitos e instrumentos monetarios siempre que sean líquidos. Tiene una inversión mínima inicial de 10 euros, una comisión de gestión del 0,25% sobre el patrimonio y una comisión de éxito del 9%.

Cómo se ha comportado este fondo



Crecimiento

	2018	2017	2016	2015
Fondo	-1,09%	+3,08%	+2,45%	-0,19%
Índice	-0,01%	-0,69%	+2,32%	+1,15%

Distribución de activos



Fuente: Morningstar. Datos a 31/12/18

Principales posiciones

Futuro Bundesobligation 0% Vto. 08/10/21 (ALE)	18,83%
Bono España (ESP)	4,59%
Goldman Sachs International (GBR)	3,38%
Andorra Capital (HOL)	2,95%
Bankinter (ESP)	2,77%

CLERHP

Una inversión de altura

Clerhp, cotizada en el MAB desde marzo de 2016

- **Calculamos** estructuras de hormigón siguiendo sistemas de gestión con la certificación ISO 9001
- **Contamos** con un equipo multidisciplinar de ingenieros y arquitectos con amplia experiencia
- **Construimos** con un grupo de técnicos y especialistas en el sector

www.clerhp.com



Deuda Subordinada: uno de los activos más atractivos para 2019

Después de la crisis financiera de 2008, reforzar el sistema financiero se convirtió en prioridad: el capital de los bancos debía ser sostenible, capaz de hacer frente a una situación de recesión económica, estallido de una burbuja o una catástrofe natural o política de grandes dimensiones.

Basilea III constituyó el conjunto de medidas acordadas internacionalmente en respuesta a la crisis financiera. Entre sus requerimientos está el aumento del ratio de capital Tier 1 (relación entre el capital social de un banco y todos sus activos ponderados por el riesgo). Antes de la crisis este ratio estaba entre el 3% y el 5%, y ahora se ha incrementado hasta el 7,5% de media. Esta nueva regulación dio paso a que los bancos comenzaran a emitir CoCos (Contingent Convertible Capital Instruments): instrumentos híbridos perpetuos (sin vencimiento prefijado), con capacidad de absorber pérdidas, que constituyen la primera barrera de contención ante una crisis.

El primer CoCo se emitió en 2009, y desde entonces el volumen del mercado ha crecido hasta superar los 200.000 millones \$*. Al surgir como consecuencia de los requerimientos

de Basilea III, estos títulos se han emitido principalmente en Europa, pero cada vez surgen más oportunidades con nuevos países (China, Brasil, India, México, Rusia...) y emisores (ICBC, Banco do Brasil, State Bank of India,...).

En La Française gestionamos deuda subordinada desde el año 2008, cuando lanzamos nuestro fondo de deuda subordinada europea La Française Sub Debt (FR0010674978), siendo pioneros en la anticipación de los cambios regulatorios y contando con herramientas propias de análisis cuantitativo y cualitativo para el correcto seguimiento de las compañías. En este fondo ofrecemos exposición a la deuda subordinada de las entidades financieras premium en Europa, y diversificamos con híbridos corporativos y subordinadas de aseguradoras.

El principal riesgo al que estamos expuestos son Brexit e Italia. Si el Brexit va bien y la situación en Italia se calma, la estrategia está bien posicionada para generar buenas rentabilidades en 2019 por múltiples razones: los yields del fondo han subido más de 250pb desde enero de 2018, incrementando el carry y la protección contra el incremento de volatilidad (aprox. YTM en EUR a 30 de noviembre = +5,5% en EUR). Además, si los tipos de

*Fuente: Bloomberg & La Française. Suma del Valor Facial de los bonos en el BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index. Datos a 31/10/2018



Myle Trinh

*International Sales Manager
de la Française*

interés suben, los bancos se verán beneficiados tanto por el lado de la rentabilidad como por el lado de la solvencia, lo que debería llevar a un estrechamiento de spreads. Durante las últimas semanas hemos incrementado la beta de la cartera a través de la venta de CoCos con fechas de call más cortas y comprando vencimientos más largos lo cual se traduce en una mayor yield para la cartera.

Apoyándonos en el profundo conocimiento que hemos adquirido en el mercado de deuda subordinada, en enero de 2017 lanzamos el fondo La Française Global Cocos (FR001317521), uno de los pocos fondos en el mundo que invierte en el mercado de CoCos a nivel global, y no sólo europeo. Aquí contamos con una cartera de 73 bonos, entre los que encontramos los CoCos clásicos europeos (Santander, BNP, Barclays...), pero también de emisores con más yield que los europeos, como los brasileños (Itau) entre otros. A 30 de noviembre la yield del fondo La Française Global Cocos era aproximadamente de +6,50% en EUR, una de las más atractivas en el mercado de renta fija europea.

El contexto de mercado actual apunta a este tipo de activo. Las subidas de tipos de interés son positivas para los bancos, y los fundamentales de los bancos europeos han experimentado mejoras sustanciales. La regulación, cada vez más favorable para los CoCos, y el atractivo de sus valoraciones provocan que las miradas se tornen hacia este tipo de emisiones. Por todo esto, creemos que la deuda subordinada europea, y los Cocos en particular, será una de las estrategias clave para 2019. ■

Ciudades ganadoras de Asia



El enfriamiento del precio de la vivienda tras la puesta en marcha de medidas por parte del gobierno para frenar la compra sin control, ha abierto la puerta para que los inversores de bienes inmobiliarios encuentren oportunidades en algunas de las principales ciudades asiáticas el próximo año.

Durante la última década, tendencias demográficas, como el aumento de la población y la inmigración rural, han aumentado la demanda de propiedades residenciales en los centros urbanos más prósperos. Además, los altos estándares de calidad de vida han atraído a trabajadores cualificados y no cualificados, tanto locales como internacionales, a las ciudades globalmente conectadas como Hong Kong, Singapur, Tokio o Sídney.

Los precios de la vivienda en esos mercados han aumentado un 25% de media en los últimos cinco años hasta el segundo trimestre de 2018, lo que supone un aumento de un 200% en Hong Kong y de un 90% en Sídney desde 2008. Por su parte, los bajos tipos de interés han actuado como un catalizador, junto con el aumento de la riqueza.

Tanto los gobiernos como los reguladores han respondido a esta situación mediante la

imposición de medidas dirigidas a contener la subida de los precios, temiendo que el alto nivel de deuda de los hogares suponga un riesgo económico sistémico si se produce una subida de tipos de interés que incremente los niveles de impago y reduzca la capacidad de compra.

Para restringir la demanda y amortiguar los precios, las autoridades han endurecido la normativa para los promotores, las empresas y los ciudadanos.

El pasado mes de julio, el gobierno de Singapur aumentó los impuestos sobre la compra de activos inmobiliarios y rebajó el porcentaje que se puede conceder como préstamo con respecto a la valoración de la

propiedad. Se trata de una medida adicional al incremento de impuestos tanto para comprar como para vender propiedades. Son parecidas la serie de medidas anunciadas este año por el gobierno de Hong Kong destinadas a enfriar

» Entre los centros urbanos más desarrollados de la región, solo Japón no ha intentado regular la demanda de vivienda

los precios. En septiembre, los bancos comerciales de la ciudad también elevaron los tipos hipotecarios por primera vez en más de una década después de que la autoridad monetaria de Hong Kong subiera el precio del dinero. Los temores a una burbuja inmobiliaria han llevado en los últimos años a la Autoridad de Regulación Prudencial de Australia a endurecer los estándares de concesión de préstamos a los bancos. Desde finales del año pasado se han producido caídas absolutas en los precios de las propiedades en todo el país.

Entre los centros urbanos más desarrollados de la región, solo Japón no ha intentado regular la demanda de vivienda, ya que los precios solo aumentaron un modesto 15% desde 2008. Pero este es un mercado único en el que el gobierno promueve la densificación de la vivienda con medidas como convertir viviendas bajas en altas torres de alta densidad, para aumentar el suministro de unidades de vivienda.

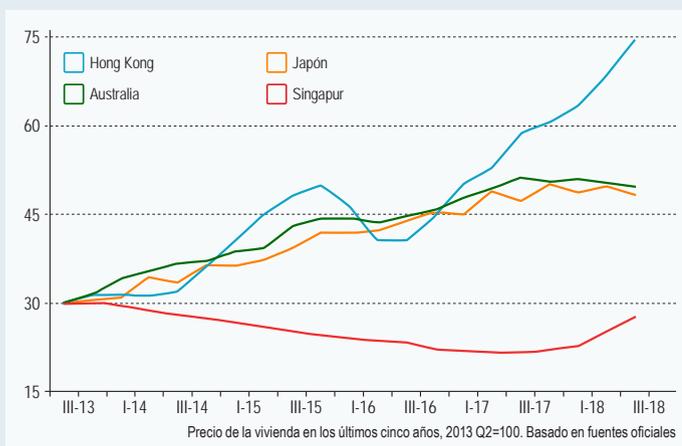
Las restricciones regulatorias han comenzado a mostrar sus efectos y, junto con las alzas previstas de los tipos, se esperan unos precios más bajos el próximo año. Creemos que esto presentará oportunidades para que los inversores aprovechen la desaceleración de los precios en las ciudades ganadoras de Asia. No anticipamos una caída prolongada en la demanda de vivienda, ni tampoco vemos que el descenso modesto en los precios sea presagio de una recesión más grave.

Las caídas en las valoraciones pueden surgir rápidamente en estos mercados que se mueven tan rápido, momentos que podrían convertirse en potenciales puntos de entrada. En Australia, una creciente escasez de capital para los promotores está creando oportunidades para financiar el desarrollo de alojamientos bien situados en el mercado de gama media. En cuanto a Japón, la baja rentabilidad hace que no sea tan atractiva la inversión en propiedades en localizaciones prime. Vemos valor en la promoción o la restauración de viviendas de calidad en ciudades líderes para satisfacer la demanda que genera el aumento de la migración extranjera y nacional. ■



Álvaro Antón Luna

Country Head - Head of Distribution
Aberdeen Standard Investments Iberia



“El punto débil del CAPE es que no analiza movimientos a corto”

Wim Antoons, director de gestión de activos del banco belga Nagelmackers, fue uno de los ponentes de Value School en diciembre tras la elaboración de un informe sobre el CAPE, el ratio precio-beneficio ajustado a la inflación en los últimos 10 años. Antoons plantea el estudio de este ratio como herramienta predictiva de retornos futuros y además defiende que un CAPE elevado implica un periodo de rentabilidades futuras menores. El informe también llega a la conclusión de que los resultados revierten a la media tras periodos de rendimiento positivo y negativo; y los activos más baratos tienden a ofrecer mayor rentabilidad futura.

¿Por qué cree que el CAPE, desarrollado por Robert Shiller, no es tan conocido como el PER? A pesar de que el CAPE tienen en cuenta los beneficios medios ajustados por la inflación en los últimos diez años...

Tenemos diferentes ratios fundamentales que nos permiten poner el foco en los retornos futuros. Y hay algunos de estos ratios que analiza todo el mundo pero que no explican ninguna de las variantes de rentabilidad durante periodos prolongados, como pueda ser el crecimiento del PIB. El PER es un ratio muy bueno, que explica alrededor de un 37% de los retornos en relación a sus resultados. Pero el CAPE es todavía mejor ratio, ya que refleja el nivel de precios actual en relación a los beneficios medios ajustados cíclicamente al tener en cuenta la inflación en los últimos diez años y explica un 42% de los retornos. Es el mejor ratio para hacer previsiones en estos ciclos y que podemos estudiar.

Explica que el CAPE sigue siendo un buen indicador para tener una visión a largo plazo del mercado. ¿Qué problemas presenta?

El único problema es que no hace previsiones perfectas. Vemos en el CAPE una gran herramienta para enfocar los rendimientos a largo plazo, pero el punto más débil es que no puede analizar los movimientos a corto plazo. Hay un gran problema con el CAPE: nos puede indicar la valoración del mercado de valores y lo que entregará en rendimientos en un plazo de 3 a 5 años, incluso 10 años, pero no se puede hacer

pronósticos en base a un año. El mercado caro también puede encarecerse más o abaratarse más en periodos cortos, sólo por el momentum del mercado de acciones. El gran problema es que no puedes pronosticar en plazos cortos.

¿Cuál es el entorno de mercado (bajista/alcista) más ideal para tener en cuenta este ratio?

Es mejor cuando los valores son atípicos, ya que es bastante difícil predecir los precios a futuro cuando se tiene un CAPE en niveles promedio. Si se analiza a largo plazo, desde 1881 hasta hoy, desde los setenta cuando se encuentra en el nivel promedio, es bastante difícil prever lo que se va a dar. Pero si se tienen esquemas como los que tenemos hoy en día vemos que el CAPE está en niveles entre las 30 y las 35 veces en el mercado estadounidense, frente a los niveles extremadamente bajos, de cinco a seis veces de principios de la década de los ochenta en los que realmente sí se podía saber cuál será el tono futuro a largo plazo. Por lo que es mejor pronosticar cuando el CAPE se encuentra en el nivel extremo, con precios de extrema valoración.

¿Cree que el CAPE es una de las mejores herramientas a la hora de gestionar una cartera con filosofía 'value'?

La idea de la inversión en valor es seleccionar compañías con calidad que sean baratas y creo que, en todos los entornos de mercado, los buenos gestores pueden encontrar las compañías que generan más valor pese a que hay mu-

■ **Entrevista a...** Wim Antoons, Dir. gestión de activos del banco Nagelmackers y miembro del Consejo Asesor Instituto Brandes



chas empresas caras. Si miras los mercados de EEUU hoy están muy caros, pero hay muchas compañías que están infravaloradas.

Así que los buenos gestores value pueden encontrar buenas acciones. Entonces, no es cuestión del nivel CAPE, lo que es importante para un gestor value, sino que el análisis fundamental es lo principal a la hora de seleccionarlas.

Por supuesto que el mercado ha corregido en muchas empresas calificadas como de valor y los gestores 'value' sufren, pero sufren menos, en general, que los gestores que seleccionan compañías de crecimiento, porque estas acciones sobrevaloradas se venden más que las acciones de valor, donde el margen de seguridad en general para el gestor es mayor a la hora de construir su cartera.

Las valoraciones en EEUU son altas, sobre todo en las compañías tecnológicas. ¿Cree que vamos a ver una corrección importante en los próximos meses?

Es muy difícil de pronosticar. El informe lo escribí hace algún tiempo y, por supuesto, todas las personas me dijeron que el momento era perfecto, pero no enfocamos los rendimientos de las acciones. Creo que a corto plazo es

muy difícil hacerlo. Lo único que podemos decir es que si miras a nivel histórico, los precios actuales son caros, aunque hay algunas razones para que sean caros como el plan de estímulo fiscal del presidente Donald Trump.

Este plan da mayores ingresos a las empresas, por lo que hay muchas razones por las que el mercado puede ser más caro que hace un par de años, especialmente en algunas compañías de tecnología. Creemos que por el nivel de estos precios sí veremos una corrección, pero es imposible pronosticar que vaya a ser este año o el próximo ejercicio. No sabemos.

¿Cree que las valoraciones algo más bajas en Europa y Japón son una oportunidad frente a los precios de Wall Street?

Sí, si nos fijamos en las diferentes regiones del mundo, las valoraciones de Europa y el Reino Unido tienden a ser mucho más baratas que los mercados de EEUU. Por supuesto, porque también se encuentran en un ciclo diferente y tienen problemas difíciles. De todos modos, veo que tiene sentido invertir en estas regiones si eres un inversor global para ser más diversificado. El PIB de EEUU no llega al 30% sobre el PIB mundial, aunque las carteras globales están cerca de un 60% invertidas en EEUU, por lo que no existe una razón para invertir un 60% de nuestra cartera en empresas de EEUU. Hay regiones donde puede encontrar muy buenas compañías, empresas de calidad a un precio barato en los mercados emergentes, Europa y Japón.

Comenta que la inversión inteligente y sensata en compañías con valoraciones razonables y con equipos gestores capaces seguirá dando alegrías en el futuro a los inversores pacientes. ¿Puede dar algún ejemplo?

El sector de la automoción, en los mercados ha estado muy enclavada a la baja. Las valoraciones a día de hoy son muy baratas, el sector quiere deshacerse de los motores diésel y gasolina para potenciar el motor eléctrico. En cuanto a compañías, Renault está muy barato y tiene sentido para un inversor de largo plazo invertir en esta empresa. ■ *Pablo Gallén*



Perspectivas de otoño: Divergencia de caminos... ¿Quién cederá?

Cuando las dos economías más importantes avanzan de forma desincronizada, el mundo tiene un problema

A medida que la economía global rebasa su punto máximo de crecimiento, dos características resultan clave en la fase actual de ralentización: en primer lugar, el equilibrio entre crecimiento e inflación continúa deteriorándose, lo que conlleva a una acumulación de obstáculos en el plano monetario. En segundo lugar, la desaceleración se está plasmando en una divergencia disruptiva. Hoy en día, la economía estadounidense muestra una clara ventaja respecto al resto, mientras que China sigue ralentizándose (el crecimiento del tercer trimestre ha registrado su mínimo desde la crisis financiera).

Y es precisamente en este contexto donde la divergencia entre Estados Unidos y el resto del mundo es sinónimo de malas noticias para la economía mundial y los mercados financieros. El problema es que el crecimiento mundial depende en gran medida de China, puesto que la segunda economía del planeta sigue anotándose la mayor contribución a la expansión global. Entretanto, las condiciones monetarias mundiales se ven impulsadas principalmente por la Fed desde Washington, dado que el dó-

lar estadounidense es la moneda de reserva a escala global. Esto no supone un problema mientras ambas economías estén sincronizadas. Pero cuando los ciclos empresariales en China y Estados Unidos se desincronizan, aparecen los problemas. Más concretamente, la solidez estadounidense y la debilidad china implican que las condiciones monetarias, derivadas de un deterioro del equilibrio entre crecimiento e inflación en Estados Unidos, se estén tornando demasiado restrictivas para el resto del mundo.

Por tanto, el aumento de la divergencia trae consigo unas políticas monetarias restrictivas (en exceso) en forma de tres movimientos: Subida de tipos de interés en Estados Unidos (gráfico inferior derecho), apreciación del billete verde y reducción del balance de la Reserva Federal americana.

>> El aumento de la divergencia trae consigo políticas monetarias muy restrictivas en EE.UU: subida de tipos y del dólar y reducción del balance de la Fed

La pregunta definitiva para 2019: ¿Quién cederá?

Los catalizadores que respaldan la solidez estadounidense son eminentemente temporales (reducciones de impuestos, ley laboral, una ley de presupuestos bipartidista y aumento de los precios del crudo) y probablemente desaparecerán en 2019. Y puesto que las cosas han de empeorar mucho antes de que la Fed se detenga, las subidas de tipos están empezando a hacerse notar, tal y como refleja la reciente debilidad en el segmento de la vivienda. Los obstáculos a los que se enfrenta China, por otra parte, parecen tener una naturaleza más estructural y, por ende, persistente. Por último, hoy por hoy los riesgos financieros están aumentando y en el actual contexto de final de ciclo, la causalidad puede cambiar fácilmente, lo que supone que el mercado se convierta en el principal riesgo para la economía, y no al revés.

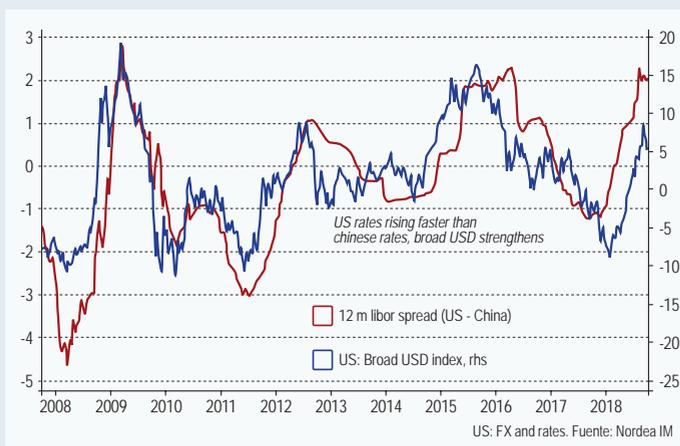
Al resultar evidente la reducción de la vida media de los estímulos en China, con el perjuicio económico que ello conlleva, la atención sigue centrada en que la Fed lleve a cabo algún tipo de acción que interrumpa —para bien— esta dinámica. Como tal, esto no resulta nada inusual en una etapa muy tardía del ciclo empresarial.

Pero dado que podría decirse que este ciclo ha sido el que mayor impulso ha recibido en términos de liquidez en la historia reciente, la función de la Reserva Federal también se está tornando cada vez más crucial. Si la Fed espera, esto aumentaría las probabilidades de que el resto del mundo recorte la distancia frente a EE.UU., gracias a la relajación de las condiciones financieras. En nuestra opinión, esto resulta cada vez más probable en la segunda mitad de este año 2019, a medida que Estados Unidos se ralentice y aumenten los riesgos financieros. Dicho de otro modo, en algún momento las malas noticias se convertirán en buenas desde una perspectiva de mercado, pero habrá que soportar la tormenta antes de que llegue la calma. ■



Witold Bahrke

Sr. Macro Strategist at
Nordea Asset Management



Una oferta mejor



Nos mantenemos a favor de los activos de riesgo en 2019, prefiriendo la renta variable, especialmente en los Mercados Emergentes (ME), donde el período de moderación del crecimiento ha quedado probablemente detrás. Los precios de los activos y las perspectivas del mercado se han ajustado significativamente a la baja comparado con el año pasado, creando potencial para sorpresas positivas. Esperamos ver más señales de ciclo tardío en 2019, que pueden ser difíciles de navegar. Sin tener síntomas claros de un deterioro de los fundamentales, creemos que es demasiado pronto para posicionarse frente a una recesión del crecimiento global o de los resultados corporativos.

- El entorno de ciclo tardío podría afectar a los mercados. Históricamente, la volatilidad en la renta variable se ha recuperado hacia final de ciclo y nosotros creemos que el punto más bajo se alcanzó a finales de 2017. Si nos fijamos en experiencias pasadas, el próximo evento significativo que tendrá lugar es que los diferenciales de crédito se reduzcan a mínimos. Aunque estaremos atentos a los mercados de crédito en 2019, esto no parece tan próximo. También existe una correlación his-

tórica entre el aplanamiento o la inversión de la curva de rendimiento del Tesoro de los Estados Unidos y la recesión. No obstante, una disminución en la prima temporal puede haber cambiado esta señal, por lo que creemos que es más importante centrarse en los datos económicos.

- El entorno macro indica que es demasiado pronto para dejar de apostar por los activos de riesgo. El crecimiento económico está desacelerando pero continúa, y el aumento de la inflación básica se mantiene constante y no acelera mientras que los ajustes de los bancos centrales progresan de forma lenta. Además, los márgenes de beneficios corporativos siguen aumentando y los desequilibrios financieros plantean desafíos idiosincrásicos en lugar de sistémicos.

- Creemos que los riesgos que caracterizan fases tardías de ciclos económicos, como son la reducción de los márgenes de beneficio corporativos, ajustes excesivos del banco central, y más desequilibrios financieros sistemáticos, aumentarán a medida que pase el año. Por ello, a nivel micro favorecemos la exposición a compañías con gran capacidad de fijar precios y en el frente macro, preferimos economías de ciclo temprano.

Renta variable

- La renta variable es nuestra clase de activo preferida, y en concreto, preferimos la de mercados emergentes sobre mercados desarrollados.

Renta fija

- En cuanto al crédito, el continuo crecimiento macroeconómico alargará el entorno de fuertes beneficios corporativos, lo que indica que es muy pronto para pensar en que habrá una ampliación de los diferenciales de crédito.
- Creemos que el mercado está subestimando el ritmo que lleva la Fed en la subida de tipos y que habrá una mayor volatilidad en los tipos a medida que se ajusten los precios implícitos de mercado.

Petróleo

- El precio del petróleo está limitado por los recortes de la OPEP y por la presión por parte de países consumidores. Nuestra expectativa es que el precio del petróleo WTI permanezca entre \$50 y \$70 por barril. Los recortes de la OPEP soportarán unos precios mínimos, mientras que la presión de las economías importadoras limitará el precio máximo.

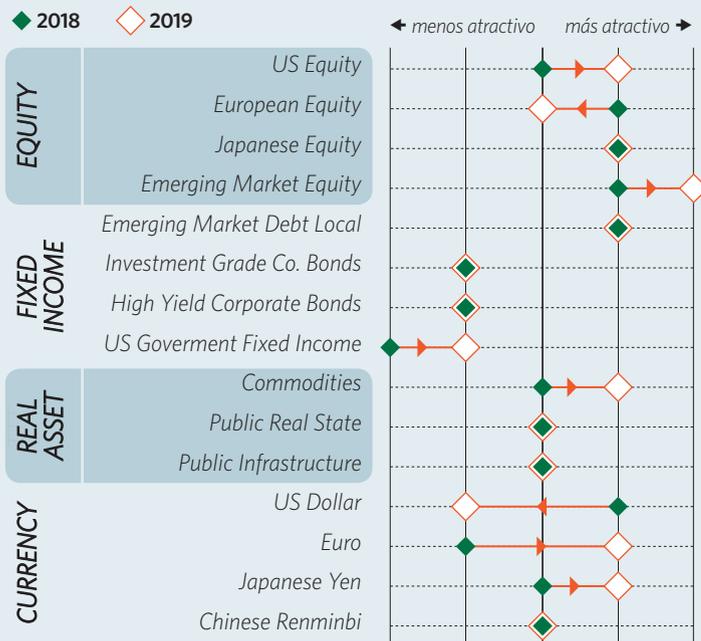
Divisas:

- Dólar débil y divisas de emergentes fuertes. Pese a que las subidas de tipos de la Fed deberían apoyar al dólar, creemos que no serán suficientes para compensar las presiones negativas causadas por la desaceleración del crecimiento. ■



Andrew Wilson

Investment Management
de Goldman Sachs



II ENCUENTRO
PROFESIONALES DE LA INVERSIÓN

OPORTUNIDADES EN MERCADOS DISRUPTIVOS

en la era de
las tecnologías

17:30 - Registro

18:00 - Decisiones de inversión y de futuro en la era de las tecnologías exponenciales
Manuel Muñiz-Morell, CEO at MIOTI and professor of Entrepreneurship at IE

18:40 - Presentación de producto de las gestoras
Speed presentation 10 minutos gestoras con producto tecnológico-disruptivo

20:30 - Cóctel y networking

Participan:



Cuándo:

6 de febrero de 2019



Organiza:



Apúntate en el
91 574 72 22
jpena@estrategiasdeinversion.com

Dónde: **"The Valley - The Place"** Escuela de negocios en Madrid
Plaza de Carlos Trias Bertrán, 7, 28020 Madrid



Megatendencias que modelan nuestro mundo

Megatendencia 1: cambio climático

El Instituto para el Liderazgo en Sostenibilidad de la Universidad de Cambridge midió el impacto teórico de tres situaciones de lucha contra el calentamiento global.

La posibilidad más benigna era una transición desde los combustibles fósiles hacia una economía de bajo carbono, que requeriría una gran inversión en infraestructuras. El cambio sería costoso, con periodos de elevada volatilidad y lento crecimiento.

Un informe del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático alertó de que la limitación del calentamiento global a 1,5 grados por encima de los niveles preindustriales para el año 2100 probablemente se alcanzaría en 2030, lo que dejaría solo 12 años para combatirlo. Advierten de la diferencia de impacto que tendría para la vida en nuestro planeta que el objetivo pasara de 1,5°C a 2,0°C.

La tercera situación hipotética supondría dar total prioridad al crecimiento, en detrimento de los riesgos asociados al cambio climático. El crecimiento dependería en gran medida de los combustibles fósiles. Pero la confianza del mercado en la evolución futura de la economía iría empeorando a causa de la degradación

medioambiental, la escasez de agua y el agotamiento de los recursos.

El estudio de Cambridge calcula los efectos de las tres situaciones sobre cuatro carteras modelo: conservadora (bajo riesgo), equilibrada, agresiva (alto riesgo) y renta fija. En las dos primeras, los sectores más denostados en los mercados

desarrollados serían el inmobiliario, materiales básicos, construcción y producción industrial.

Los sectores con mejor rendimiento serían los de transporte, agricultura y comercio minorista. El efecto a largo plazo del tercer supuesto sobre la rentabilidad prevista es más elevado en el caso de la cartera de mayor riesgo, por ser la que presenta una mayor exposición a renta variable, mientras que la cartera de renta fija sería la peor parada.

» Un país en donde crece la desigualdad puede ocasionar un empeoramiento de las perspectivas económicas y un aumento de la volatilidad

Megatendencia 2: aumento de la desigualdad

Seis factores parecen ser responsables de ello. La globalización está incrementando la mano de obra barata, integrando los mercados emergentes en la economía global, y desplazando a los trabajos de renta baja en las economías avanzadas. La tecnología ha hecho crecer la demanda de mano de obra cualificada, a costa de la menos capacitada, y la emigración ha elevado la disponibilidad de mano de obra en las economías avanzadas. La disminución del número de afiliaciones sindicales ha reducido la capacidad de negociación colectiva, contribuyendo a la presión sobre los salarios.

Para los inversores, los países donde crece la desigualdad se enfrentan a posibles situaciones de malestar social, y la calidad crediticia de su deuda soberana es inferior. La desigualdad puede desembocar en un empeoramiento de las perspectivas económicas, un aumento de la volatilidad de los resultados de inversión (y una disminución de los mismos), y una reducción de las oportunidades de inversión. Un enfoque con información ASG específica de cada país a los procesos de inversión podría resultar muy valioso a la hora de tomar decisiones.

Megatendencia 3: ciberseguridad

La sociedad está cada vez más digitalizada, lo que ha dado lugar a una proliferación de los delitos informáticos. Un estudio de Symantec revela que el número de ataques aumentó un 36% en 2017. Según Javelin Strategy & Research, el 6,5% de los usuarios de Internet fueron víctimas de suplantaciones de identidad, con una pérdida conjunta de 16.000 millones de USD.

El lado positivo de todo esto es que proporciona oportunidades para desarrollar nuevos negocios de éxito. Pero la competencia es feroz, y el éxito no está garantizado, de modo que los inversores deben adoptar un enfoque muy activo. La interacción por parte de los inversores en el ámbito de la ciber-

seguridad puede resultar clave también para que las empresas logren minimizar la amenaza de un ciberataque.

Construyendo un futuro sostenible

Es responsabilidad colectiva de los gobiernos, empresas e inversores proteger la sostenibilidad futura, para nosotros y para las generaciones venideras. La sostenibilidad ya no es un tema de inversión aislado, sino un fenómeno con muchas vertientes, cuyo hábitat no se circunscribe a un puñado de industrias y sectores, ni siquiera a una zona geográfica delimitada. ■



Masja Zandbergen

*Responsable de Integración
de Criterios ASG de Robeco*

>> La sostenibilidad ya no es un tema de inversión aislado, si no un fenómeno cuyo hábitat no solo se circunscribe a un puñado de industrias y sectores o a un área concreta

EAFIs:

“La ilusión de seguir avanzando”

Primero, gracias por ofrecerme inaugurar esta sección en la que se tratará de dar a conocer la figura de la Empresa de Asesoramiento Financiero (EAF).

Una EAF es una Entidad de Servicio de Inversión regulada por CNMV. Presta asesoramiento en materia de inversión y cobra unos honorarios por ello.

Las características peculiares del entorno español para las EAF son principalmente, un sistema financiero bancarizado, desconocimiento de su existencia, intrusismo y escasa cultura financiera. Con la nueva regulación parece que estos obstáculos no desaparecen.

Desde sus inicios en 2009 las Empresas de Asesoramiento Financiero han sido conocidas por su acrónimo EAFI. En el seno de MIFID II se cambiará el nombre. Así, estas empresas, que la gente después de una década aún no conoce, cambiarán de acrónimo, lo que conllevará confusión, y por lo tanto seguirá siendo una figura desconocida para el público. Parece que la sigla de la controversia es la “I”, que ahora dicen que es de “Independiente” cuando nunca lo ha sido, sino que es “FI” de “Financiero”. Esta controversia surge porque con MIFID II las Empresas de Asesoramiento se deben declarar Independientes

o No independientes, definiéndose esto según se cobre retrocesiones por los productos recomendados o no. Éste sería un tema a desarrollar, pero el basar la independencia en las retrocesiones es algo pobre.

Con MIFID II además se aumenta la carga burocrática y de cumplimiento normativo. Está muy bien el control de entidades reguladas, para la protección del cliente que parece ser el objetivo último de MIFID II, pero aún ayudaría más la lucha contra el intrusismo y los vendedores de píocimas mágicas que dicen hacer crecer las inversiones.

Una petición del sector era el tener agentes como el resto de entidades de servicios de inversión. En principio se descartó, pero finalmente se ha incluido esta posibilidad, aunque sólo con funciones comercializadoras. Esta rectificación, aunque escasa, es una buena noticia ya que se producía una desventaja respecto del resto de jugadores que ofrecen servicios de inversión.

Por otro lado, se va a desarrollar una ley en la que se ordene el estatus de asesores financieros no regulados, con lo cual se podría plantear, para qué se quiere tener un doble listado, los regulados y los no regulados.

Pero las dificultades hay que hacerlas oportunidades.



Araceli de Frutos Casado

*Empresa de Asesoramiento Financiero
Araceli de Frutos EAFI*

El sector de las EAF en España será diferente de los países de nuestro entorno dónde las EAFs se cuentan por miles, aquí sólo serán un ciento. Actualmente hay activas 160 EAF.

Con la nueva regulación y nuevo marco hay que buscar soluciones. Hay EAFs que han optado por fusionarse, otras por convertirse en Agencias de Valores o en Gestoras de Fondos, dependiendo también del patrimonio alcanzado y de la procedencia profesional de sus asesores.

Si hablo de mi experiencia y modelo de negocio, éste está centrado en el asesoramiento de Fondos de Inversión. La idea inicial era acercar al público general la estrategia que se implementa a nivel institucional. Ante la dificultad de llevarlo a la práctica de manera individual y, dada mi experiencia en el mundo de la gestión, se decidió vehicularlo a través de Fondos de Inversión. Quién sabe si con el tiempo se seguirá el ejemplo de otras EAFs que se han fusionado o se han

convertido en Agencia de Valores o Gestora, lo cierto es que por muchos obstáculos que haya hay que seguir avanzando, parafraseando a Marie Curie “La vida no es fácil para ninguno de nosotros. Pero... ¡Qué importa! Hay que perseverar y, sobre todo, tener confianza en uno mismo”. ■

» Con MIFID II las empresas de asesoramiento se deben declarar independientes o no, según se cobre retrocesiones por los productos recomendados

Centrándonos en impulsores estructurales



El sentimiento del mercado al comienzo del 2018 era positivo, varias economías estaban creciendo al unísono, los precios de los activos estaban alcanzando máximos históricos y no se apreciaba en el horizonte que se pudiera aguar la fiesta. Sin embargo, el rápido avance de los eventos debilitó los ánimos (tensiones comerciales entre China y EE.UU, aumento de los costes de endeudamiento, volatilidad de materias primas, Brexit, elecciones etc. por mencionar solo algunos) no es de extrañar que se diera un retroceso de los precios.

Los mercados emergentes parecen estar en el ojo del huracán, siempre con poca visibilidad acerca de cómo se desarrollarán las relaciones comerciales o qué camino político tomarán los presidentes recién elegidos.

Estamos de acuerdo en que muchas cosas son simplemente imposibles de predecir. Sin embargo, creemos que es una insensatez despedir al mundo emergente. La ONU espera que, en los próximos 15 años, el crecimiento de la población en edad laboral en los mercados emergentes, excluyendo China, sea aproximadamente de 700 millones de personas, o el equivalente a un crecimiento anual compuesto del 2% de personas ingresando al mundo labo-

ral. Además, se estima que entre 2010 y 2030, la población de las ciudades con mercados emergentes se expanda en la friolera de 1.300 millones, lo que es más que la población total de las ciudades en mercados desarrollados hoy.

Los impulsores estructurales como la demografía, la urbanización y más mujeres que ingresan al mercado laboral impulsarán un crecimiento que puede ser aprovechado por empresas de calidad. Es una tendencia que hemos visto en el pasado y que esperamos seguir viendo en el futuro. A medida que los ingresos aumentan, también lo hace la demanda de bienes y servicios básicos, pero no de forma lineal, el crecimiento en el consumo crece exponencialmente cuando los niveles de ingresos pasan de la subsistencia a lo que podría considerarse como tramos de ingresos “medios”.

Por ejemplo, en Indonesia, menos del 20% de la población tiene acceso a una cuenta bancaria. Una cifra que sugiere un potencial de crecimiento significativo y un sólido caso de inversión a largo plazo para los bancos indonesios. Por supuesto, no todos los bancos nacen iguales, por lo que uno debe buscar operadores de calidad como Bank Mandiri. En Filipinas, el consumo per cápita de té listo para beber es de aproximadamente 2,1 litros por año en com-



Rishikesh Patel

Gestor de BMO Global AM

paración con el promedio asiático de 15,3, lo que proporciona un telón de fondo de demanda muy fuerte para empresas como Universal Robina, que domina esa categoría con un 74% de la cuota de mercado.

El nexo central de estas empresas es que se benefician de las tendencias estructurales, pero lo que es más importante, han establecido fuertes ventajas competitivas en forma de marca, canales de distribución, continua innovación, etc.

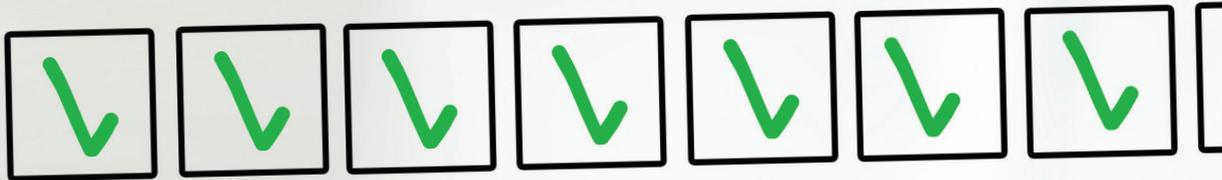
Creemos que la razón estratégica para invertir en compañías de mercados emergentes a largo plazo es la continua fortaleza y dominio de estos modelos de negocio. Si bien los últimos meses han sido disruptivos, en nuestra opinión, su fundamento apenas ha cambiado. Las decisiones políticas de Donald Trump y la salida del Reino Unido de la Unión Europea o incluso la política de tipos de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos no determinarán si los consumidores en Asia continúan lavándose los dientes, abriendo cuentas bancarias, comiendo chocolatinas, tomando té o usando champú para el pelo.

- Rishikesh Patel
- Portfolio Manager

Riesgos clave

El valor de las inversiones y cualquier ingreso derivado de ellas puede aumentar o disminuir como resultado de los movimientos del mercado o la divisa, y es posible que los inversores no recuperen el capital originalmente invertido.

En general, se considera que invertir en mercados emergentes es más arriesgado que en los mercados desarrollados. ■



Tres gestores para jugar la renta fija en cartera

Como cada final de año, tanto las casas de análisis, como las entidades gestoras publican sus principales apuestas para el año que entra: los tipos de activos que mejor se van a comportar, aquellos que van a resistir mejor en un posible cambio de ciclo, las jugadas que tienen más probabilidades de resultar ganadoras y los activos a evitar en las carteras y fondos.

Antes de exponer nuestras recomendaciones, he tirado de archivo para ver cuáles fueron nuestras apuestas a estas alturas del año pasado. ¿Estuvimos acertados? La realidad es que sí, pero aun así el mercado nos ha sorprendido. A finales del año pasado hicimos una serie de predicciones sobre el entorno económico que han resultado ser totalmente acertadas, y, sin embargo, la realidad de los activos financieros no ha estado en línea con estas predicciones, ni con el entorno.

Si el año pasado veíamos que el ciclo económico se podía alargar durante al menos otro año más, este año vemos el ciclo más agotado. El crecimiento económico ya no está sincronizado en el ámbito global, sino que se está ralentizando en varias zonas geográficas, y el impacto del final de las medidas expansivas de

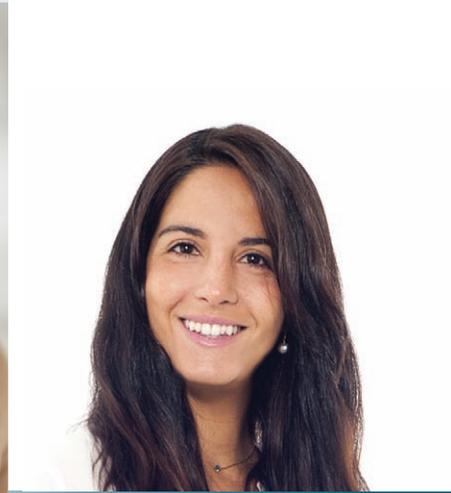
los bancos centrales, es la mayor fuente de incertidumbre en el mercado.

Encontramos varios activos dentro del universo de la renta fija que pueden presentar muy buenas oportunidades en un escenario de cambio de ciclo. Algunos por su perfil conservador y descorrelacionado con los activos más arriesgados: bonos de gobierno, bonos flotantes, titulizaciones, céduas hipotecarias y préstamos sindicados. Y otros, por las muchas

oportunidades de arbitraje que surgirán en escenarios de volatilidad al alza, en un entorno en el que el crecimiento mundial y los bancos centrales ya no están sincronizados: jugadas de divisa, jugadas de curva, arbitraje de base, ampliación de diferenciales en bonos corporativos y bonos de países emergentes.

Salimos de un entorno en el que las inyecciones de capital de los bancos centrales han

» El mercado se ha movido por la influencia de los flujos de capital. Una mayor dispersión en los activos favorece a los gestores activos y flexibles



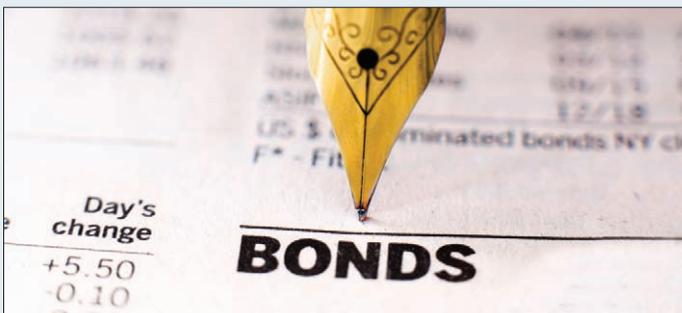
Patricia Justo

*Directora de selección de fondos
de A&G Banca Privada*

favorecido el encarecimiento de prácticamente todos los activos financieros, sin mucha distinción entre aquellos que presentaban fundamentales sólidos y los que no. El mercado se ha movido por la influencia de los flujos de capital. En cambio, en el entorno que esperamos, el mercado empezará a hacer estas distinciones, lo cual nos llevará a una mayor dispersión en el comportamiento de los activos y esto favorece a los gestores activos con mandatos flexibles.

Vemos fundamental jugar este tipo de activos con un mandato activo y capaz de aprovechar las oportunidades que el mercado ofrece en entornos de dispersión y volatilidad. En nuestro caso, estamos apostando por tres gestores para jugar la parte de renta fija de las carteras:

- Jupiter Dynamic Bond
- DIP Global Bonds
- EDR Bond Allocation. ■



Acerca de ODDO BHF Asset Management

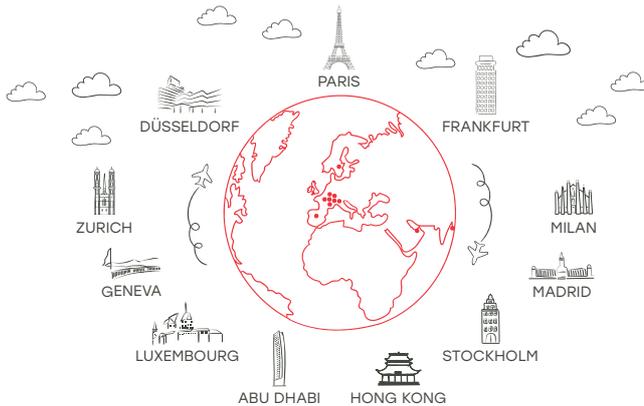
ODDO BHF AM forma parte del grupo financiero francoalemán ODDO BHF, fundado en 1849. ODDO BHF AM es una gestora de activos líder en Europa, compuesta por ODDO BHF AM GmbH en Alemania, ODDO BHF AM SAS y ODDO BHF Private Equity SAS en Francia. Estas entidades gestionan de manera conjunta activos por valor de 61600 millones de euros.

ODDO BHF AM ofrece a sus clientes institucionales y distribuidores una gama única de soluciones de inversión de alta rentabilidad en todas las clases de activos principales:

- Renta variable europea
- Estrategias cuantitativas
- Renta fija
- Soluciones multiactivos
- Private equity.

Con el 70% de los activos gestionados son de clientes institucionales y el 30% de socios de distribución, la máxima prioridad de ODDO BHF AM es la confianza a largo plazo de sus clientes. Su independencia permite a sus equipos la capacidad de reacción, flexibilidad e innovación para encontrar en todo momento soluciones adaptadas a las necesidades de los clientes.

Un gestor de activos independiente líder en Europa con alcance mundial



Práctica avanzada de integración de ESG

Durante varios años, ODDO BHF AM ha ubicado la integración de los criterios ESG (Medio Ambiente, Social, Gobernabilidad) y el desarrollo sostenible en el centro de sus prioridades y ha sido signatario de los Principios para la Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas desde 2010. Su enfoque se centra en dos pilares: un análisis de "best-in-universe" y una búsqueda de progreso al ingresar en un diálogo con las empresas.

Aviso legal

ODDO BHF AM es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. Es la marca conjunta de tres gestoras de activos jurídicamente independientes: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF Private Equity (SAS) y ODDO BHF AM GmbH (Alemania). El presente documento ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS para todos sus comunicados al mercado. Su objetivo es presentar la marca ODDO BHF AM. Su comunicación a los inversores es responsabilidad de cada promotor, distribuidor o asesor. Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de invertir en una estrategia. Los inversores deben tener en cuenta que no todas las estrategias están autorizadas en todos los países. Si deciden invertir, se recomienda a los inversores que sean plenamente conscientes del carácter de los riesgos soportados, especialmente el riesgo de pérdida de capital. El valor de la inversión podrá incrementarse o disminuir y podría no devolverse en su totalidad. La inversión debe realizarse de acuerdo con los objetivos de inversión de los inversores, su horizonte e inversión y su capacidad para soportar el riesgo resultante de la transacción. ODDO BHF AM SAS no será responsable de daños directos o indirectos que resulten del uso del presente documento o la información contenida en él. La presente información se facilita a título indicativo y puede variar en cualquier momento sin previo aviso. Se recuerda a los inversores que la rentabilidad histórica no constituye una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. Las opiniones expresadas en el presente documento se derivan de nuestros pronósticos de mercados a la fecha de publicación. Pueden variar de acuerdo con las condiciones del mercado y ODDO BHF AM SAS no tendrá responsabilidad contractual por los mismos en ningún caso. A partir del 3 de enero de 2018, cuando OBAM preste servicios de asesoramiento de inversión, tenga en cuenta que este seguirá prestandose de forma no independiente de conformidad con la directiva europea 2014/65/UE («directiva MiFID II»). Tenga en cuenta asimismo que todas las recomendaciones efectuadas por OBAM seguirán siendo realizándose a efectos de diversificación.

Focus Funds

RENTA FIJA

ODDO BHF HAUT RENDEMENT 2025

Fondo de renta fija con vencimiento objetivo que invierte en bonos *high yield* con vencimiento en 2025

AUM: 242 mill. de €
Fecha de lanzamiento: 12/01/2018

1 2 3 4 5 6 7

Escala de riesgo y remuneración⁽¹⁾

Captura la yield

ODDO BHF EURO CREDIT SHORT DURATION

Fondo de bonos europeos a corto plazo

AUM: 1.883 mill. de €
Fecha de lanzamiento: 01/06/2011

1 2 3 4 5 6 7

Escala de riesgo y remuneración⁽¹⁾

★★★★²
FWW FundStars®

Potencial diversificado de alto rendimiento con riesgo limitado

RENTA VARIABLE

ODDO BHF GENERATION

Renta variable europea all cap



AUM: 909 mill. de €
Fecha de lanzamiento: 17/06/1996

1 2 3 4 5 6 7

Escala de riesgo y remuneración⁽¹⁾

★★★★³
MORNINGSTAR™

Empresas de éxito a lo largo de generaciones

Estos productos están expuestos, en particular, a un riesgo de pérdida de capital. La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura y puede variar a lo largo del tiempo.

(1) El perfil de riesgo no es constante y puede variar con el tiempo. La categoría más baja no significa una inversión libre de riesgo. Los datos históricos, como los utilizados para calcular la relación riesgo / rendimiento, pueden no ser una indicación confiable del perfil de riesgo futuro del Fondo. No hay garantía de que los objetivos de gestión en términos de riesgo y rendimiento realmente se cumplan. (2) clase CR EUR, fuente: FWW Fundservices GmbH. Por favor tome nota de la información dada en: <http://www.fww.de/disclosure/> (3) Clase CR EUR, categoría Morningstar: Eurozone Flex-Cap Equity | Fuente: ODDO BHF AM SAS, todos los datos a 31/07/2018 salvo que se indique otra cosa.

Datos de contacto

Leonardo López, CAIA
Country Head - Iberia & Latam
leonardo.lopez@oddo-bhf.com

Client Service - Iberia & Latam
Margarita Selga, EFA
margarita.selga@oddo-bhf.com

am.oddo-bhf.com



Telefonica

En estas fiestas, hay momentos para conectarnos y momentos para conectar.

Hay momentos para el modo selfie y para el modo "mirarnos a los ojos".

Hay momentos para subir tus historias y para escuchar las de tu familia.

www.telefonica.com/mision

MUSEO
DEL
PRADO
200
AÑOS

Internacionalización y largo plazo, claves para invertir en el sector de ingeniería español

La internacionalización y un plazo no inferior a tres años para invertir son dos de las cualidades que definen la situación actual del sector ingeniería. Unas variables que el inversor no debe dejar de lado. Fluidra, Clerhp y ASICA analizan el potencial del sector en estos momentos.

Si tuviéramos que hacer un dibujo de cómo se encuentra el sector de ingeniería en nuestro país, sin duda, se podría hablar de que español casi casi queda el origen.

Ignacio Sánchez, Presidente de ASICA, asegura que “en la última década las diez grandes ingenieras españolas han pasado a facturar el 90% en el exterior frente al 10% en España”. Algo que obedece a que el mercado español de ingeniería pública ha pasado de 900 a 250, “lo que supone una reducción del 70% del tamaño del mercado lo que ha hecho que las empresas se internacionalicen, no por vocación sino por obligación”.

Una estrategia que cobra importancia en un momento en que se empieza a hablar de crisis y de recesión. Una crisis que “suele ser asimétrica, de ahí que la estrategia de internacionalizar consista en buscar geografías donde la pirámide de población tiene una base más ancha, con mucha gente joven. Y eso a día de hoy está en los países de América Latina, que presenta muchas oportunidades en todos los países”, explica **Juan Andrés Romero, presidente de Grupo Clerhp**.

En el caso de Fluidra, **Cristina del Castillo, Directora de relación con inversores**, explica que “es en los emergentes donde más proyec-

tos de cadenas hoteleras, gimnasios de élite y centros de alto rendimiento se están desarrollando en estos momentos. Claro que también hay proyectos en mercados más maduros, pero de forma más relajada”.

Una presencia a la que se añaden otras variables. Una vez conocen el país, el riesgo divisa y el riesgo político y social, es necesario tener un nivel de facturación suficiente como para justificar poner allí una delegación.

Y ¿cómo incorpora todo esto un inversor a su cartera? Con el plazo de la inversión. “Nosotros somos conscientes del riesgo divisa y creemos que se mitiga con la diversificación geográfica, aunque tienes que irte a un plazo de entre tres y cinco años”, recuerdan en ASICA. Y es que estas compañías no son para especular.

Sánchez muestra preocupación por la “compra de compañías de ingeniería por par-

» La ingeniería es un sector que tiene como reto principal la industrialización, pues es de los pocos que todavía cuenta con un proceso exclusivamente manual



Pedro Martos (Unicorp Patrimonios); Juan Andrés Romero (Clerhp), Cristina del Castillo (Fluidra), Ignacio Sánchez (ASICA) y J. Antonio Pérez Muriel (EFPA España)

te de fondos extranjeros debido a la pérdida de expertise. Ese sector en términos de PIB es muy pequeño pero, en cuanto a la palanca que genera, es importantísimo". Juan Andrés Romero no cree que el capital extranjero que está entrando sea con vocación de permanencia sino que "está entrando para especular en el inmobiliario, básicamente. No estoy viendo inversiones importantes en la propia ingeniería sino de corte más oportunista".

Tendencias del sector de ingeniería

Con esto en el punto de mira, ¿cuáles son las tendencias que está primando el sector? ASICA apunta a que "hay un binomio que es bienestar social asociado a la ingeniería: a medida que pensamos y proyectamos más cómo queremos nuestras ingenierías, la sociedad crece en términos absolutos". "Realmente somos el soporte que vehiculiza la economía", dice Sánchez. Un sector que tiene como reto principal la industrialización pues "es de los pocos sectores que tiene un proceso exclusivamente manual, a pesar de todo el desarrollo tecnológico que hemos tenido. Cuando se produzca ese salto, veremos cómo las compañías se reposicionan", dice el direc-

tivo de Clerhp. La sostenibilidad es uno de los objetivos de Fluidra "no sólo en cuanto a emisiones sino en cuanto a eficiencia y ahorro de agua y electricidad".

Con todo, la pregunta que subyace es si, con la importancia que tiene este sector, tiene que ser una inversión troncal de la cartera. Desde ASICA reconocen que hay dos formas de invertir en el sector: invirtiendo en la compañía que gestiona la infraestructura, con un horizonte de largo plazo y rentabilidades bajas pero estables; o invertir en la compañía que participa en la construcción de la infraestructura, que suele tener crecimientos más fuertes en períodos más cortos. Todo depende del "capital que se tenga. Con poco capital hay que buscar la primera fase, con algo más de capital, habrá que buscar la segunda".

Una repuesta muy subjetiva que dependerá, dicen desde Fluidra, no sólo de la cantidad sino también del plazo que necesitamos para volver a hacer líquido ese dinero. "Lo que el sentido común dice es que hay que diversificar muchísimo y, en función del perfil de cada inversor, cada valor se tendrá que ir ponderando en función de su aversión al riesgo". ■

Silvia Morcillo y Raquel Jiménez



CLERHP: un modelo de crecimiento muy eficiente

Al hablar de crecimiento empresarial la definición más precisa sería la que lo considera como el proceso de mejora de una compañía que la impulsa a alcanzar determinadas cotas de éxito. En Clerhp conocemos bien este proceso, ya que desde nuestro nacimiento en el año 2011 no hemos dejado de crecer precisamente aplicando una filosofía de formación y mejora continua de los procesos internos de la compañía que hacen que puedas crecer con control. Pero además de esta filosofía, es importante tener un modelo de crecimiento bien estudiado y planificado que se adecúe al negocio.

En Clerhp tenemos un modelo que contempla el crecimiento orgánico y el crecimiento inorgánico. En nuestro caso, el crecimiento orgánico consiste en la diversificación geográfica mediante la apertura de filiales en diferentes mercados, principalmente latinoamericanos. Este tipo de crecimiento nos genera unas economías de escala muy interesantes. Los servicios de ingeniería están centralizados en la matriz en España, por lo que, a medida que vamos abriendo filiales, el peso de los gastos

generales de la matriz se va diluyendo con respecto a las ventas que generan las subsidiarias. En cuanto al crecimiento inorgánico, lo basamos en inversiones en la cadena de valor y en los resultados de I+D+i. Las inversiones en la cadena de valor están enfocadas principalmente en asegurarnos un crecimiento barato, asegurándonos la adquisición de bienes de equipo a buen precio, o bien a mitigar la carencia en algunos mercados de ciertos servicios necesarios para nuestra operativa, de forma que nos damos servicio a nosotros mismos y a terceros, haciendo así que esa empresa tenga su propio crecimiento. El I+D+i de Clerhp está enfocado al desarrollo de nuevas técnicas y equipos que en principio serán utilizados para adquirir ventajas competitivas en aquellos mercados donde operamos (ver Cuadro 1).

Asimismo, es importante tener una planificación o una estrategia de crecimiento. En Clerhp hemos identificado nuestro mercado tipo como una ciudad de aproximadamente 2,5 millones de habitantes, con una pirámide de población de base ancha que demanda soluciones habitacionales e inversión en infraestructuras. En este mercado tipo, sabemos que

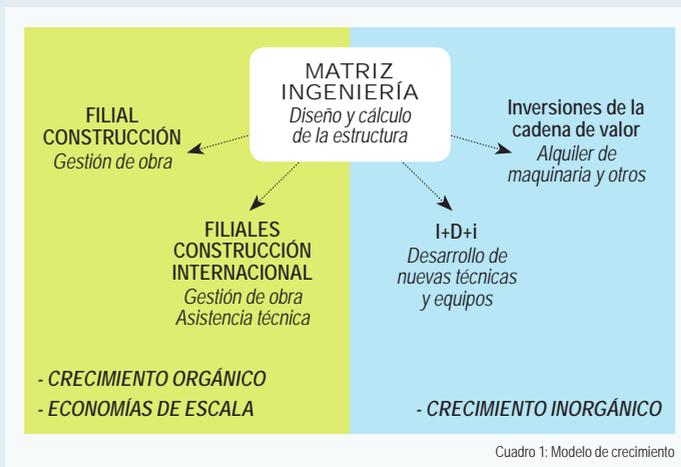
el primer año alcanzamos el 25% del tamaño objetivo, el segundo año el 60% y el tercer año el 100%. Nuestro planteamiento es, como máximo cada dos años, abrir un mercado nuevo y consolidar el anterior.

Este modelo de crecimiento y la estrategia, junto con otros muchos factores, como la formación continua del personal (cualquier organización es tan buena como las personas que trabajan para ella), la retención del talento, dando la posibilidad de crecer y desarrollar una carrera de éxito dentro de la empresa, una gestión enfocada a la minimización del riesgo y a la optimización de los recursos y la implantación de sistemas de calidad que permiten obtener y analizar la información para ejercer una buena toma de decisiones, ha llevado a Clerhp a obtener en los últimos años crecimientos muy interesantes tanto en facturación como en EBITDA (ver Cuadro 2). Asimismo, todo esto le permite a Clerhp proyectar unos crecimientos para los próximos años todavía mayores a los obtenidos hasta ahora como se puede observar en su Business Plan. ■



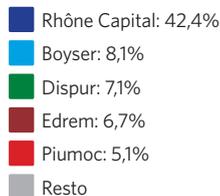
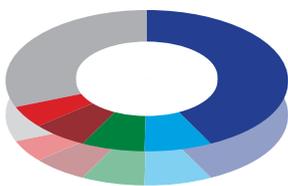
Juan Andrés Romero

CEO de Clerhp



“Objetivo 2020: volver al dividendo”

Fluidra, compañía líder en la industria global de piscinas, acaba de lanzar el primer Plan Estratégico tras la fusión con Zodiac. Una operación que le abre el camino al mayor mercado mundial, EE.UU, y que derivará en un crecimiento de ingresos.



Ventas: 1.031,2 Mill.€/ **Ebitda:** 183,0 Mill.€/ **Bº Neto:** 61,6 Mill.€/ **Cap:** 2.198,9 Mill.€/ **BPA:** 0,44 €/ **PER:** 25,5x / **R/Div:** No

Acaban de presentar su plan estratégico tras la fusión con Zodiac con una previsión de crecimiento de más del 6% anual en facturación (hasta 1.700 millones) y de un 30% en beneficio neto hasta llegar a 160 millones en 2020. ¿En qué se basan estas previsiones y qué van a hacer para conseguirlo?

Los mercados de piscina y wellness vienen mostrando una dinámica positiva que nos hace ser optimistas sobre el futuro y que se traduce en grandes oportunidades de negocio con el parque de más de 15 millones de piscinas instaladas en todo el mundo. Tras la fusión con Zodiac, tenemos un potencial de crecimiento de nuestros ingresos mucho más optimista al acceder al mayor mercado mundial, EE.UU. Las sinergias generadas nos conllevarán un ahorro de 35 millones de euros en costes que significan una mejora en márgenes y por tanto en beneficio neto.

Y si lo alcanzan, vendrá de la mano del dividendo... ¿Qué previsiones tienen en este sentido?

Nuestra intención es recuperar nuestro pago anual de dividendos no más allá del año 2020 con una política de pay-out del 50%.

América del Norte y Europa representan un 79% de las ventas, y Fluidra es líder con una cuota de mercado del 18%. ¿Tienen pensado crecer en otras regiones?

Fluidra es líder mundial con un 18% de cuota. Sin embargo, en EE.UU está por debajo de ese número y existe una gran oportunidad de crecer gracias al amplio portafolio de productos de Fluidra que pueden distribuirse a través de la fuerza comercial que tenía Zodiac en ese país. Adicionalmente, trabajaremos en mercados emergentes de Asia, África y Sudamérica para incrementar nuestra cuota de mercado a través de la piscina comercial y el sector turístico, que es clave en estas zonas. La combinación de los buenos indicadores de mercado, la plataforma existente de Fluidra en estas regiones, la amplia gama de producto y los conocimientos específicos en in-

■ Entrevista a... Eloi Planes, Presidente de Fluidra



geniería de agua serán los motores principales de crecimiento en estos mercados emergentes.

¿Cómo van a financiar este crecimiento?

A principios del pasado ejercicio 2018 llevamos a cabo una refinanciación de la deuda de ambas compañías, definiendo una estructura de capital con un horizonte a largo plazo, con un TLB multivisa a ocho años, y líneas de financiación de circulante a cinco y seis años.

Esta estructura nos va a permitir ejecutar el plan de negocio presentado con tranquilidad.

¿Qué supone para la compañía que la agencia de calificación S&P haya avalado su deuda tras la fusión con Zodiac?

Fue un hito clave para la operación, no sólo el rating de S&P, sino también el de Moody's. Ambas agencias de calificación destacaron fortalezas como nuestro liderazgo en el sector del equipamiento para piscinas residenciales, nuestras operaciones a gran escala, la solidez de nuestra

FLUIDRA

rentabilidad, nuestra alta capacidad para generar caja y nuestra amplia liquidez para cubrir las futuras necesidades.

¿Tienen en mente deshacerse de algún activo más (como lo han hecho con Aquatron) para cumplir con sus objetivos de deuda?

No tenemos prevista ninguna operación concreta en este sentido, el negocio genera mucha caja y va a desapalancar rápidamente hacia el objetivo de aproximadamente 2X Ebitda.

En todo caso, el motivo para alguna desinversión, que no sería material, tendría que ver con decisiones estratégicas asociadas al uso de capital de manera eficiente, desinvirtiendo en unidades que no fuesen estratégicas.

Tras la fusión, Rhône Capital ostenta el 42% del capital, las 4 familias fundadoras de Fluidra-Planes, Garrigós, Serra y Corbera- mantienen el 29% y el resto está a disposición del mercado. ¿Cuál es el compromiso que tienen los actuales accionistas de permanencia en el grupo?

El acuerdo de la fusión incluye un período de permanencia de dos años para Rhône con una salida ordenada y a través del mercado una vez transcurrido este plazo, y un período de tres años para las familias fundadoras.

La cotización se mantiene ligeramente en negativo en el año 2018 tras subir más del 170% en 2017. ¿Qué incentivo cree que le falta a los accionistas para confiar en la compañía?

Es normal que tras la fuerte subida registrada en 2017, la acción relajara un poco el crecimiento. Por otro lado, este es un proyecto no sólo de presente, sino también de futuro. Somos líder mundial del sector de Piscina & Wellness, con un plan de crear valor para todos nuestros stakeholders que no está recogido en el valor de la acción en su totalidad. Estamos seguros que llevando a cabo nuestro Plan 2022 "The perfect pool experience", tal y como hicimos con el anterior plan estratégico, el mercado también nos lo reconocerá. ■ *Silvia Morcillo y Raquel Jiménez*



Robo advisors: No es oro todo lo que reluce en los algoritmos de la inversión

“La nueva manera de invertir”, “cómo ganar más que con un depósito”, “el robot que invierte en renta fija mejor que un humano”, “inversiones inteligentes a tu medida”, “invertir como un experto sin serlo”... Los robo advisors se han instalado en nuestras vidas con eslóganes de lo más atractivo. Prometen darnos más que nadie entre los mediadores del ahorro, con comisiones por debajo del 1% y sin requerir una inversión mínima. Pero ¿son realmente tan eficaces? ¿Cuál es la otra cara de la moneda? ¿Se trata de una moda pasajera?

Con la rentabilidad de los productos de inversión tradicionales bajo mínimos y la Bolsa dando sustos permanentes, cada vez más profesionales y ahorradores se lanzan a gestionar personalmente sus ahorros mientras la oferta de productos de inversión va en constante crecimiento. Utilizar algunas de las herramientas que tienen a su alcance los grandes patrimonios es muy tentador, en

particular si nos ofrecen además seguridad, transparencia y comisiones bajas, como proponen la mayor parte de los robo advisors. En los informes difundidos por estas entidades se observa con frecuencia que sus carteras modelo superan a la media de los fondos e incluso a veces ganan dinero donde éstos tienen pérdidas.

Indexa Capital, inbestMe y Finizens se encuentran entre los gestores automatizados más importantes en España. Conjuntamente suman

El nuevo libro de Ángel Bonet



La inteligencia artificial, el internet de las cosas, la nube, la robótica o la conectividad móvil nos sitúa ante el mayor cambio económico-social de los últimos siglos. Una verdadera revolución que va a cambiar desde nuestra forma de trabajar, de hacer negocios, de comprar, hasta la de relacionarnos.

¡APRENDE A SURFEARLO!

#tsunamitecnológico

Amazon / Casa del Libro / El Corte Inglés

más de 11.000 clientes (datos hasta 31 de diciembre de 2018), y todos han experimentado un crecimiento significativo. De ellos, inbestMe es el más joven, operando desde marzo de 2017, y ha cuadruplicado sus clientes en 2018, superando los 400. Indexa Capital y Finizens por su parte han duplicado sus clientes durante el año, terminando el 2018 con 6.200 y 4.500 respectivamente. En sintonía con el crecimiento del número de clientes, inbestMe también ha duplicado el volumen económico que gestiona, cerrando el año con un patrimonio de 12 millones de euros. Indexa Capital empezó el 2018 gestionando 73 millones, y lo terminó con 134,5 millones. Pero la radiografía del sector es diversa, atendiendo al origen de cada empresa, camino recorrido y fortaleza de su marca.

La rentabilidad de las carteras gestionadas varía lógicamente según el producto, el riesgo y los periodos que se valoren. Indexa Capital ha tenido una rentabilidad media anual de 4,4% entre 2016 y 2018 en sus carteras de fondos, mientras que en carteras de planes de pensiones ha alcanzado un rendimiento del 1,4% entre 2017 y 2018. En inbestMe, en 2017 las carteras dieron unas rentabilidades que oscilaron entre el 0,6% y el 11,7%, resultando un promedio del 6,3%. Sin embargo, a falta de datos definitivos de cierre de 2018 se prevé que la cifra final sea negativa. Por su parte, Finizens –que no facilita datos globales– afirma que desde enero hasta el 30 de noviembre de 2018 el rendimiento fue positivo en las carteras más arriesgadas. En concreto, ha obtenido una rentabilidad del 0,5% acumulada en el periodo para la cartera 5, que tiene una exposición de alrededor del 70% en renta variable. Su rentabilidad histórica es de un 185% en los últimos 15 años, la cual se encuentra por encima de la media de mercado que es del 120%. Las tres compañías coinciden en calificar sus resultados de 2018 como buenos, teniendo en cuenta el comportamiento tan negativo del mercado durante el año.

Datos que muestran que las ‘neuronas’ que gestionan estas herramientas –los algoritmos– tampoco han sido capaces de escapar ilesas del vendaval de volatilidad y falta de pulso que han sufrido los mercados en 2018.

Aun así, su argumento se basa en comparar

con los daños causados por un 2018 ‘horribilis’ al conjunto del negocio de la inversión colectiva. En efecto, basado en las cifras provisionales recientemente publicadas por Inverco (la asociación de las gestoras de fondos), en el 2018 los fondos españoles han sufrido las mayores pérdidas en 10 años. Más del 90% de los propietarios se han visto afectados por estas pérdidas, que promedian un -4,6%. Los fondos que han registrado más pérdidas generalizadas han sido aquellos que invirtieron en la bolsa internacional (-12,6%), bolsa nacional (-11,6%), seguidos por renta variable mixta (-6,1%), renta fija mixta (-4,3%), y retorno absoluto (-4,4%). Los fondos de inversión globales han sido los únicos con ganancias en el 2018, con un 5,2%. Aun otros fondos de gestión pasiva (mayoritariamente bancos), registraron pérdidas de -2,3%.

En comparación a los fondos de inversión más tradicionales, los robo advisors además tienen el desafío de seguir expandiéndose a través de la captación de nuevos clientes, el crecimiento de la actividad a través de una oferta diferenciadora, el reclamo con bajas comisiones y la independencia a la hora de diseñar y aconsejar carteras. En síntesis, estas compañías quieren transmitir la confianza que tienen en sus modelos de inversión a un público que quizá no es del todo consciente de sus ventajas. En inbestMe, consideran que otro reto es la falta de cultura financiera general que hay en Europa continental y en España en particular.

Las expectativas para este año en cuanto a evolución del número de partícipes y patrimonio son por el contrario optimistas. Indexa Capital prevé acabar 2019 con cerca de 10.000 clientes y más de 240 millones de euros de patrimonio invertido, casi duplicando sus cifras de 2018. Por su parte, inbestMe, después de iniciar una ronda

» Si la mayoría de fondos no batan a sus índices ¿para qué pagar comisiones del 1,5-2,0% si por un 0,2% (lo que vale un ETF) se puede obtener el 99% del retorno?

Inversión sostenible: algunos plantan árboles, nosotros plantamos ideas

Plantar árboles es una excelente manera de contribuir a la construcción de un futuro sostenible, pero nosotros hemos tenido una idea todavía mejor. En la década de 1990, Robeco fue una de las primeras gestoras de activos en percibir la sostenibilidad como fuente para minimizar el riesgo de caída y como medio para potenciar las subidas. Los resultados de los análisis que venimos realizando desde entonces revelan que las empresas con sólidas credenciales en sostenibilidad ofrecen rentabilidades superiores en el largo plazo.

La sostenibilidad es una fuerza poderosa que promueve el cambio en empresas y mercados. Las consideraciones ASG producen, por tanto, un impacto significativo sobre nuestras decisiones de inversión.

Si quiere saber cómo pueden incidir también en las suyas, visite www.robeco.com/es

EL NÚMERO 1 EN INVERSIÓN SOSTENIBLE*



*FundBuyer Focus report 2017

Información importante

Robeco Institutional Asset Management BV está inscrita en los registros de la autoridad supervisora de los mercados financieros de los Países Bajos (AFM), estando asimismo la sucursal de dicha entidad inscrita en los registros de la CNMV. El valor de su inversión puede fluctuar. Rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Las decisiones de inversión deben basarse en el folleto correspondiente, que puede encontrarse en www.robeco.com

ROBECO
The Investment Engineers

	Indexa Capital		inbestMe		Finizens	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Patrimonio gestionado	73 mill.€	134,5 mill.€	-6 mill.€	-12 mill.€	NC	NC
Clientes	3.178	6.200+	100+	-400	-2.250	4.500+

Evolución Patrimonio y clientes del sector

de financiación que está a punto de culminar, espera superar este año los 100 millones de euros en patrimonio invertido y 4.000 clientes, multiplicando casi por 10 sus números.

José Luis Manrique, director de estudios y estadísticas de Inverco, considera que los robo advisors ofrecen un servicio muy positivo, ya que es una forma adicional de canalizar ahorro hacia los fondos de inversión. "Aportan asesoramiento financiero automatizado, por lo que es muy importante que el algoritmo que utilizan para clasificar a los inversores en función de su perfil de riesgo, se ajuste de forma óptima a la realidad del partícipe y evitar así sorpresas por una incorrecta clasificación. Al fin y al cabo, los algoritmos están diseñados por personas, y por lo tanto pueden fallar en algún caso aislado", declara el director. "Aunque siempre habrá inversores que prefieran a su asesor presencial, es previsible que este tipo de inversión continúe su evolución positiva en los próximos años, sobre todo entre los partícipes más acostumbrados a las nuevas tecnologías" concluye Manrique.

Los tres robo advisors coinciden en que la principal ventaja de la gestión pasiva para sus clientes es una mayor diversificación, que conlleva menos riesgos, con menores costes, lo que redundará en más rentabilidad. Jordi Mercader, CEO de inbestMe, considera que son grandes defensores de la utilización de instrumentos pasivos "porque se ha demostrado mucho más eficiente en muchos casos que la inversión tradicional a través de fondos de inversión gestionados. El motivo principal es que entre el 85% y el 90% de los fondos de inversión gestionados no batían a sus índices. Por lo tanto, es muy difícil acertar en qué fondo gestionado lo va a hacer bien un año, y aún más que lo hagan de forma recurrente en el tiempo, si es que sobreviven",

argumenta. "Si la mayoría de los fondos gestionados no batían a sus índices, ¿qué sentido tiene pagar comisiones del 1,5% o el 2% mientras por un 0,2% o menos (lo que cuesta un ETF) se puede obtener el 99% del retorno de un índice?"

¿Cuáles son los productos más adecuados para invertir a través de un robo advisor? Depende de cada cliente. Unai Ansejo, Cofundador y Consejero Delegado de Indexa Capital, recomienda que "se aporte una cantidad anual a una cartera de planes de pensiones indexados y el resto del dinero disponible se destine a invertir a largo plazo en una cartera de fondos de inversión indexados. Interesa aportar a una cartera de planes de pensiones, en caso de tener un tipo marginal del IRPF superior al que se espera tener una vez jubilado, y de poder permitirse bloquear el dinero invertido durante mínimo 10 años, porque la inversión en planes de pensiones no es líquida hasta pasados 10 años".

Felipe Moreno, Business Development Director en Finizens, apunta que "los productos más adecuados para el cliente son los que siguen los principios de mayor rentabilidad, menor riesgo, alta diversificación y transparencia. En Finizens contamos con diversos productos que cumplen dichos principios.

Los robo advisors presentan ventajas para los inversores. El nivel alto de personalización, el nivel bajo de riesgo y las bajas comisiones componen un modelo moderno e innovador.

Es un negocio que actualmente en España crece exponencialmente, a pesar de que el público objetivo es menos predominante que en otros países. Sin embargo, tampoco se puede garantizar una alta rentabilidad. Y para muestra, un botón reciente. El 2018 en particular parece haber sido un año desafiante en la rentabilidad histórica de estas empresas. ■

El Sol siempre brilla en algún lugar

**EN FIDENTIIS GESTIÓN
TRABAJAMOS PARA QUE ASÍ SEA**

fidentiis
GESTIÓN

Tel. 91 566 24 80 info@fidentiis-g.com | www.fidentiis-g.com

ESTRATEGIA L/S IBERIA DE FIDENTIIS GESTIÓN

2018

1 año

5 años*

10 años*

Fidentiis Iberia Long Short

0,49%

0,47%

3,08%

3,68%

** Rentabilidades anualizadas*

*Rentabilidades anualizadas; hasta 15/03/2016, datos correspondientes a Fidentiis Tordesillas FIL ISIN ES0175989039; desde 16/03/2016 en adelante, datos correspondientes a Fidentiis Tordesillas SICAV - Iberia Long Short Clase I ISIN LU1375654982. Fuente: Edmond de Rothschild Asset Management Luxembourg y BNP Paribas Securities Services. Información acerca de los riesgos: Rentabilidades pasadas no son indicador fidedigno de resultados futuros. El valor del patrimonio de un fondo de inversión está sujeto a las fluctuaciones de los mercados, pudiendo obtenerse tanto rendimientos positivos como pérdidas. Esta información está destinada a inversores profesionales, tiene fines exclusivamente publicitarios y en ningún caso supone una recomendación ni solicitud de compra o realización de inversiones. Datos del fondo a 30/11/2018. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI o KIID en sus siglas en inglés) que está disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales en las oficinas de la Sociedad Gestora Lemanik AM Luxembourg. Fidentiis Tordesillas SICAV está inscrita en CNMV con el número 1198, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España.

Tecnología: ¿se acabó el juego?

Ante el desánimo de los inversores en la segunda mitad de 2018 por la caída de precios de las acciones tecnológicas, hace falta cierta perspectiva. La tecnología no ha desentonado en las bolsas mundiales en 2018, pese a su depreciación en la última parte del año, y las perspectivas a largo plazo siguen siendo en gran medida positivas.

2018, un año con dos caras

Tras una década de alza casi constante de las cotizaciones de las tecnológicas y la gran revalorización de las denominadas FAANG, el sector tecnológico sufrió un abrupto revés a mediados de 2018. ¿Por qué? Pues porque con el interés de la renta fija pública estadounidense por encima del 3%, los inversores disponen de una atractiva alternativa. De igual modo el auge de la guerra arancelaria entre EE.UU. y China, está socavando las estimaciones de beneficios. Casi a la vez, los numerosos profit warnings de empresas semiconductoras, asustaron a los inversores y Apple avisó a sus proveedores de que redujeran las expectativas de ventas del último iPhone. Si a ello sumamos la creciente preocupación, por una futura recesión (sin señales de momento en el mercado, se dan los ingredien-

tes para el desasosiego del sector tecnológico.

Cabe destacar que la corrección fue de alrededor del 15% y no se trata de un desplome y ni mucho menos puede compararse con la recesión del 2000 inducida por las tecnológicas.

2019: geopolítica y fundamentales

Era por tanto previsible una revisión ante unas previsiones insostenibles de las tecnológicas, y ya se está produciendo: se prevé que el crecimiento del beneficio de las tecnológicas en 2019 sea de un solo dígito, lo que concuerda grosso modo con el mercado general.

Tal vez el factor más importante de 2019 sea la guerra arancelaria. Los aranceles menguan los ingresos, teniendo efectos indirectos, ya que muchas empresas chinas están postergando su inversión en activo no corriente, lo que mermará los beneficios de empresas en ambos países.

Un efecto a más largo plazo es que China está viéndose forzada a desarrollar su propio sector de semiconductores y empresas como Tencent ya han empezado a desarrollar chips de inteligencia artificial. Conforme China gane terreno a USA, ello podría mermar los beneficios de las empresas americanas de semiconductores a medio-largo plazo.

En suma, cualquier tregua entre USA y China

favorecería sin duda a los valores tecnológicos.

Otro factor es el crecimiento económico. En caso de recesión y desaceleración del crecimiento del beneficio de las empresas informáticas, las tecnológicas serán de las primeras en sufrir conforme los inversores migren a valores defensivos. Sin embargo, nuestra hipótesis es que no habrá recesión en 2019.

El último factor —que es además el vector de largo plazo del crecimiento tecnológico— es el lanzamiento de tecnología innovadora al mercado.

¿Qué tecnologías serán más fructíferas?

Prevedemos un salto cualitativo en el Internet de las cosas y el 5G que comenzará a extenderse durante 2019 (de menor consumo energético y latencia, conectividad masiva y mayor velocidad de datos). Hoy por hoy, unos cuantos operadores tienen el 5G en fase beta, pero la tecnología irá evolucionando conforme se extienda.

En lo que respecta a los vehículos autónomos y eléctricos, su crecimiento se verá acompañado en paralelo por el de los semiconductores, de los que dependen.

Menos confianza nos inspiran las redes sociales, que no han respondido satisfactoriamente a las críticas sobre privacidad y manipulación. Puede que tras la corrección, muchas tengan un gran margen alcista, pero el crecimiento de las redes sociales podría verse obstaculizado por futuras normativas y litigios.

Las FAANG dejan de ser vectores fundamentales de valor

Cabe destacar que los modelos de negocio de las FAANG empiezan a madurar y vemos desaceleración en el crecimiento de sus negocios. Hasta ahora Alphabet (Google) viene creciendo un 20% anual y Facebook un 45%. Pero en un claro signo de desaceleración, está previsto que Facebook crezca un 35% en 2018 y un 25% en 2019.

Aunque las FAANG serán aún importantes, ya no las consideramos vectores fundamentales de la evolución del sector.

Finalmente, seguimos convencidos de que el sector informático aún es una oportunidad atractiva de inversión, que continuará impulsado por el despliegue de nuevas aplicaciones disruptivas como el Internet de las cosas, la robótica avanzada, el 5G o la tecnología OLED. El inversor debería permanecer atento a la evolución de la guerra arancelaria, el crecimiento global y la regulación de las redes sociales, factores que serán los catalizadores a corto plazo en el sector. ■

» Prevedemos un salto cualitativo en el Internet de las cosas y el 5G que comenzará a extenderse en 2019. Hoy, unos cuantos operadores tienen el 5G en fase beta



Johan Van Der Biest

Senior Equity Fund Manager
de Candriam

Los verdaderos peligros del avance tecnológico

La revolución tecnológica que estamos viviendo y que en los próximos veinte años va a provocar el mayor cambio nunca antes vivido en la industria y en la sociedad, provocará que las universidades sean foros online de aprendizaje, que podamos ver el final de las enfermedades como el cáncer, y que el hambre en el mundo deje de ser una preocupación.

Este "tsunami" tecnológico va a provocar que nuestros jóvenes tengan que dirigir sus carreras profesionales a nuevos entornos profesionales, estudiarán robótica, Internet de las cosas, o 'big data', pero también será la generación mejor conectada con sus familiares y amigos, vivirán en una conexión real, independientemente del país donde residan.

En este escenario parece difícil encontrar un peligro, pero existe.

Debemos evitar el desequilibrio de la riqueza, que la avaricia humana no sea capaz de redistribuir la riqueza, para crear un equilibrio entre ricos y pobres y se generen aún mayores desigualdades.

Hoy vivimos en una sociedad donde un 1% de la población concentra el 99% de la riqueza de nuestro mundo, eso es terrible, una aberración

absoluta. Lo que debe dotar la revolución tecnológica es todo lo contrario, debe generar una democratización total y permitir que se consiga un acceso universal al conocimiento, a la sanidad, a las capacidades productivas, e ir eliminando las diferencias entre ricos y pobres, para que el planeta sea un espacio donde vivir mejor para todos.

Diferentes estudios y foros de pensamiento coinciden en que la única manera de detener la desigualdad económica y financiera es mediante la educación, la conciencia y la ética. Debemos ahondar en la genética del ser humano y potenciar la fortaleza de la sociedad civil.

Pero este movimiento ha de partir de los gobiernos, han de trabajar en ello, y aunque en definitiva son personas como todos nosotros, entender que todo está cambiando y dejarse asesorar, han de reconocer que actualmente son muy pocos los que están preparados para surfear este "tsunami", como casi nadie en este mundo.

Para poner solución a los desafíos que comento, necesitamos grandes comités de pensamiento, donde científicos, humanistas, empresarios, técnicos y visionarios, desde un lenguaje sencillo y llano, puedan proyectar hipótesis, es-



Ángel Bonet

*Experto en Innovación
e impacto social*

cenarios, de cómo va a cambiar la sociedad civil y las empresas, y han de ir regulando e ir estableciendo criterios y normas para que las próximas dos o tres décadas no resulten traumáticas.

Pero lo que los gobiernos no van a poder evitar y no deberían jugar con ello, es intentar frenar la innovación, eso es imparable. Todo lo que la tecnología mejore la vida de las personas es imposible detenerlo, pero sí pueden trabajar en guiar esos nuevos avances para que la economía del siglo XXI no sufra, y la sociedad se pueda ir adaptando poco a poco para que cada día nuestra vida sea mejor, no la de unos pocos, la de todos. Ese es el trabajo de la clase política.

Yo tengo una visión positiva del ser humano y de la multitud de tareas que va a dejar de realizar próximamente, acciones que hoy nos parecen imposibles, pero que son consumidoras de mucho tiempo, repetitivas y muy poco eficientes. La tecnología nos ha de dotar de más tiempo para realizar aquellas actividades que nos diferencian, el pensamiento, el arte, la creación en general.

Gracias a la revolución tecnológica vuelve el renacimiento, el ser humano va a contar con tiempo para crear, para pintar, para pensar, para desarrollar una arquitectura maravillosa.

El futuro solo trae por delante grandes avances y si somos inteligentes y sabemos redistribuir las rentas y los rendimientos del capital, si sumamos las infinitas posibilidades que la tecnología va a poner a disposición de todos nosotros para mejorar nuestra calidad de vida, podremos decir que la revolución tecnológica nos ha traído un gran triunfo a la sociedad. ■

Trading cuantitativo: impacto de la tecnología en la inversión

En los últimos años estamos siendo testigos de una auténtica eclosión de la gestión cuantitativa. Atrás quedan los casos aislados de gestores que empleaban magnitudes cuantitativas para la asignación de precios. Cada vez más emplean avanzadas técnicas cuantitativas para tomar decisiones. Del mismo modo, la práctica totalidad de las grandes gestoras ya tienen áreas de análisis cuantitativo o incluso incluyen en su oferta productos 100% cuantitativos.

Esto principalmente se ha producido por tres motivos: el gran avance de la tecnología, el acceso a más y más información, y el desarrollo de las técnicas de interpretación y análisis de éstas.

Por un lado, la tecnología ha permitido incrementar la capacidad de procesamiento y almacenaje de una forma extraordinaria, todo ello con una reducción de costes considerable. Esto ha permitido incrementar exponencialmente su accesibilidad y generalización. La Ley de Moore sobre el aumento de la capacidad de los ordenadores se está cumpliendo y lo seguirá haciendo hasta que la computación cuántica sea una realidad, momento en el que cambiaremos completamente de escala. Junto con este crecimiento, han surgido numerosas soluciones virtuales sobre ambas capacidades que facilitan

enormemente su tratamiento y gestión: todo ya se puede desarrollar de forma virtual y flexible. Otra evolución tecnológica que se ha producido en los últimos años, es la estandarización y generación de protocolos de comunicación entre máquinas, que hace que los intercambios de información, sean más rápidos y seguros. Hoy, la inmensa mayoría de intercambios de información se producen entre ordenadores.

En segundo lugar, el incremento en la generación de datos e información, permite que los gestores puedan disponer de cualquier tipo de información al instante (Big Data). En el recuerdo quedan los gestores que tan solo se ceñían a informaciones de precios, volúmenes, ratios, o cualquier tipo de magnitudes económica para analizarla y tomar decisiones de inversión. Hoy en día, en la sociedad se están generando ingentes cantidades de información a través de noticias, redes sociales, blogs, etc.

Cada individuo conectado a la red genera millones y millones de datos, susceptibles de ser analizados. Y ya no sólo los individuos, sino las propias máquinas, lo que se denomina el internet de las cosas, como son sensores, cámaras, radares, satélites que del mismo modo generan datos y más datos a la espera de ser analizados. Sin olvidar, claro está, los detalles



Igor Alonso

Cofundador de Accurate Quant

corporativos que cualquier entidad puede extraer de la actividad de sus clientes. Toda esta información es valiosísima y desde luego que no es independiente de lo que pasa en los mercados, si se sabe analizar correctamente.

Sin embargo, esta mejora de la accesibilidad a datos no ha explotado hasta la implementación de técnicas de Inteligencia Artificial, en concreto el Machine Learning. En primer lugar, porque posibilitan estructurar datos que se crean de forma desestructurada, difíciles de interpretar. Y en segundo lugar porque nos permiten encontrar relaciones entre diferentes variables de mayor o menor complejidad, pero bajo un proceso de autoaprendizaje continuo, de forma análoga, pero mucho más eficiente, al proceso cognitivo humano. Todo un mundo por explorar.

En definitiva, los cambios en el panorama de la inversión están siendo profundos y lo serán aún más en los próximos años.

Los avances tecnológicos, el

acceso a la información y las nuevas técnicas de aprendizaje, dan unas posibilidades infinitas a los gestores, a la espera de ser explotadas. Y aunque en el área de las inversiones no está consolidada la idea de que las máquinas superan al hombre, ¿de verdad pensamos que queda mucho para ese momento? ■

>> Los avances tecnológicos, el acceso a la información y las nuevas técnicas de interpretación dan unas posibilidades infinitas a los gestores

Vehículos eléctricos en carga



Los vehículos eléctricos (VEs) pasan a formar parte de las mega-tendencias clave

El mundo está cambiando a un ritmo rápido. En la próxima década, esperamos que cinco mega-tendencias clave den forma al marco en que vivimos. El matrimonio de dos de estas mega-tendencias clave como: (1) la innovación tecnológica y (2) el cambio climático, plantea el caso para la adopción del VE. La razón de ello es que el incremento de los VEs ataca el problema del aumento de las emisiones globales de carbono potenciado por los beneficios que se obtienen del rápido avance tecnológico.

Avances en la tecnología de batería

Las baterías de iones de litio (LiB, por sus siglas en inglés) son las baterías más utilizadas en los VEs debido a su alta densidad de energía. Según la firma consultora Roskill, los metales representan el 40% de los costes de las LiBs. Estas baterías requieren más que sólo litio, con otros metales utilizados en los electrodos (ánodo y cátodo), incluyendo el grafito, el cobalto, el níquel y el manganeso. Los LiBs adoptan una gama de compuestos químicos para baterías que emplean diversas combinaciones de materiales de ánodo y cátodo. Las cinco tecnologías más avanzadas utilizadas en las LiBs

son: óxido de manganeso de litio (LMO), óxido de cobalto de litio (LCO), aluminio de cobalto de níquel (NCA), cobalto de manganeso de níquel (NMC) y fosfato de hierro de litio (LFP).

Cada una de las tecnologías de iones de litio anteriores se puede comparar en seis aspectos como: la seguridad, la vida útil (medida tanto en términos de número de ciclos de carga y descarga como de antigüedad de la batería); el desempeño; la energía específica (cuánta energía puede almacenar una batería por kilogramo de peso); la potencia específica (cuánta energía puede almacenar la batería por kilogramo de masa) y finalmente, el coste. La seguridad es, por mucho, el criterio más importante en la LiB. Mientras tanto, los productores de baterías se enfrentan a una lucha constante entre el coste y la seguridad, ya que ninguna tecnología cumple con los seis aspectos por sí sola.

» Los productores de baterías se enfrentan a una lucha constante entre el coste y la seguridad, ya que ninguna tecnología posee todas las ventajas

Aunque la NCA se jacta de tener un alto rendimiento, plantea desafíos de seguridad, mientras que la LFP ocupa un lugar alto en seguridad y tiene una energía específica más baja. Si bien la tecnología de la batería ha dado grandes pasos, no existe una tecnología única que ocupe un lugar destacado en los seis aspectos. La tecnología de batería sigue en una lucha constante por encontrar la química adecuada para lograr el rendimiento óptimo en los seis aspectos.

En la actualidad, la batería NMC que contiene partes iguales de níquel, cobalto y manganeso (en una proporción de 1: 1: 1) ha ganado una amplia aceptación entre los fabricantes de baterías. Actualmente están experimentando las relaciones de composición de estos metales y favoreciendo una mayor proporción de níquel, cuya implementación genera una mayor energía en las baterías para tramos de larga distancia, así como también las hace más livianas. Sin embargo, la vida útil de estas baterías es corta. Más allá de esto, las proporciones de níquel más altas reducen la dependencia del cobalto de los fabricantes de baterías. La mayor parte del suministro mundial de cobalto proviene de la República Democrática del Congo. Debido a la inestabilidad política del país y las cuestiones de derechos humanos relacionadas al trabajo infantil, una gran parte de la oferta mundial de cobalto sigue en riesgo. Según Roskill y Benchmark Mineral Intelligence (BMI), las baterías NMC con mayores proporciones de níquel de 5: 2: 3 y 6: 2: 2, ya están en uso y los fabricantes están presionando para comercializar la NMC 8: 1: 1.

Esperamos que la rapidez con la cual vaya dándose la innovación en la tecnología de baterías, acelere la adopción masiva de los vehículos eléctricos.

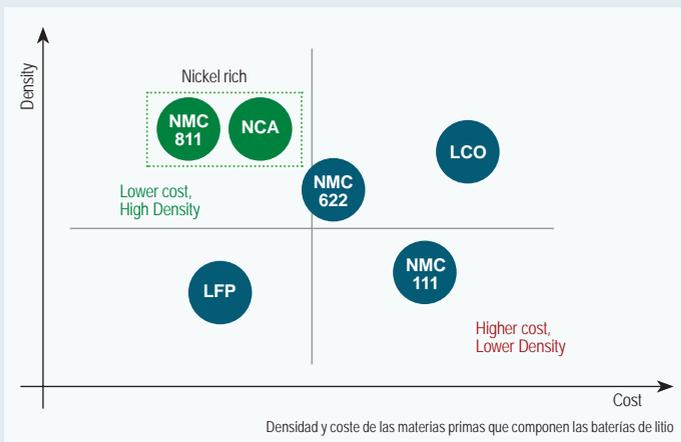
A medida que la misma vaya cobrando impulso, los efectos en las materias primas se harán sentir de manera significativa. Continuaremos escribiendo acerca de las implicancias de esta tendencia en varios metales. ■

ETF Securities fue comprada por WisdomTree en abril 2018.



Aneeka Gupta

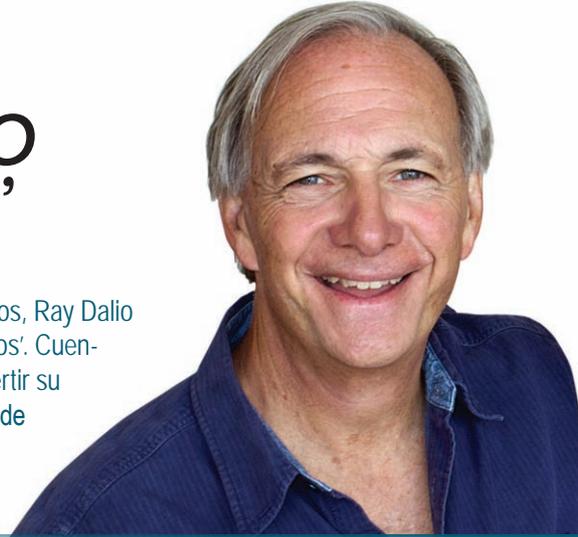
Analista de WisdomTree



Entrevista a... Ray Dalio, fundador de Bridgewater

“Mi misión nunca ha sido ganar dinero”

Hijo de un músico de jazz y de un ama de casa, a sus 69 años, Ray Dalio se retira de la línea de frente publicando un libro de ‘Principios’. Cuenta, según Forbes, con 18.100 millones de dólares tras convertir su hedge fund, Bridgewater, en la mayor institución financiera de su clase del mundo. Se describe como un explorador que admira a las personas con carácter y capaces.



Aboga siempre por ser ‘radicalmente sincero’ ¿Aplica esto siempre a pesar de las consecuencias?

Sí. Puede que no guste, que queme, pero yo apreciaría que los demás hagan lo mismo conmigo. El propósito es crear claridad y confianza. Soy radicalmente veraz. Soy radicalmente transparente.

Reivindica la importancia de discernir cuándo tener una opinión y cuando no. ¿Cómo lo sabe Ud?

Si estás de acuerdo en que es un problema estar apegado a tus opiniones, correctas o equivocadas, entonces sabes cómo hacerlo. Solo quiero incrementar la probabilidad de tomar la más correcta posible.

¿A quién consulta cuando tiene dudas? Y ¿a quién admira?

Elijo a las personas más sabias que conozco y que más en desacuerdo están conmigo. Saber sus argumentos para entender cómo lo ven. Los desacuerdos permiten capturar lo que merece ser examinado. Admiro a la gente con gran carácter y capaz.

¿Ha sido feliz gestionando inversiones?

¡Oh sí! ¡Ha sido excitante! Como inversor global macro, he ido a cualquier parte del mundo y he visto a través de los ojos de otras personas. Puedo intervenir y recibir juicios, el *feedback* de lo que he hecho. No he querido ser economista, porque ellos escriben opiniones, pero no consiguen el *feedback*.

¿Su misión ha sido ganar dinero?

Nunca. Mi misión ha sido jugar a un juego en el que te pagan mucho dinero si eres bueno jugando.

¿Qué es para Ud. el dinero?

Es el resultado.

Si pudiera elegir a cualquier persona ¿con quién le gustaría mantener una conversación?

Una de las cosas geniales es que ahora puedo tener una conversación casi con quien quiera (*risas*). Es guay. En la historia, con Einstein, que veía el mundo de maneras muy diferentes y Picasso.

¿Cuál ha sido el último libro que se ha leído?

‘El Ascenso y Caída de las Grandes Potencias’, de Paul Kennedy. ■ *Eva Pla*