

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

ENE-20
Nº 12

- Así es como va a redefinir la banca privada su modelo de negocio
- Las gestoras recapacitan sobre su futuro: menos jugadores y más calidad
- MAB: ventajas de las empresas al cotizar en Bolsa

Perspectivas 2020

La reinención de la industria
de gestión de activos

Invertimos por principios.
Convencemos
por rentabilidad.



Coinversión responsable

En **MAPFRE AM** sabemos que el compromiso con la **inversión responsable** es siempre rentable. Por eso, hemos desarrollado una metodología propia que integra criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno, para elegir siempre los mejores valores de inversión responsable.

MAPFRE AM, porque el futuro solo puede ser sostenible.

MAPFRE AM
Asset Management

La reinvencción de la industria

La industria de gestión de activos se enfrenta a cambios relevantes en todos los eslabones de la cadena: gestora, distribuidor y/o banca privada. El entorno de bajos tipos de interés, el crecimiento de la gestión pasiva y la regulación están haciendo mella en los márgenes de la industria, para la que se estima un proceso de concentración en el que sobrevivirán los más grandes o los que tengan una especialización notable.

Desde el sector creen que la industria tiene dos alternativas para compensar la reducción de márgenes que experimenta: ganar escala, tamaño, o especializarse en aquellos productos que aportan valor. Todo poniendo al cliente (y su rentabilidad) en el centro del negocio.

¿Y su estimación para 2020? Estamos en un año volátil donde la gestión del riesgo es uno de los principales retos pero no el único. Desde el sector son optimistas (y críticos) con el hecho de que el actual entorno de tipos de interés empuje a los inversores a asumir más riesgo del que a día de hoy tiene el depósito. Porque el dinero gratis ya no existe. ■

Que disfruten estas páginas



Silvia Morcillo Acero

Directora

Editor: Juan Ángel Hernández

CEO: José Ignacio Serres

Directora: Silvia Morcillo

Coordinación: Raquel Jiménez

Dirección de Arte: Javier López

Redacción: Pablo Gallén, Laura Piedehierro

Análisis de Fondos: Consuelo Blanco

Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF

Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:

Juan Ramón Peña

jpena@estrategiasdeinversion.com

91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

Plaza de Canalejas, 6 - 3ª planta. 28014 Madrid

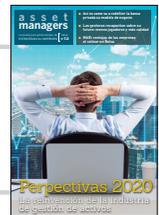
Tel.: 91 574 72 22 - Fax: 91 409 59 38

info@estrategiasdeinversion.com

Imprime: Scorcía & Fiesco



ENERO 2020 | Nº 12



CONTENIDOS

Así es como va a redefinir la banca privada su modelo de negocio

Reportaje por Silvia Morcillo

6

MAB: ventajas de las empresas al cotizar en Bolsa

Reportaje por Susana Burgos

60

Ranking de fondos

Los mejores y peores del mes de diciembre

26

Más allá del Ibex

Entrevista a Albert Pérez, CFO Coca-Cola European Partners Iberia

70

Las gestoras recapacitan sobre su futuro: menos jugadores y más calidad

Reportaje por Silvia Morcillo

32

Entrevista final a Mariano Arenillas

Director General DWS Iberia

76

Entrevista a la gestora

Esfera Capital Gestión

42

Selectores

iCapital AF EAF

48

Una hora con... Norman Martel

A&G Banca Privada

58





ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT

Gama atractiva de soluciones de inversión de alta rentabilidad

- Inteligencia artificial
- Renta variable europea
- Estrategias cuantitativas
- Crédito
- Soluciones multiactivos
- Capital riesgo & Deuda privada
- Inversión sostenible

Long-term view – long-lasting partnership

am.oddo-bhf.com

Disclaimer

ODDO BHF AM es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. Es la marca conjunta de cuatro gestoras de activos jurídicamente independientes: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF Private Equity (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Alemania) y ODDO BHF AM Lux (Luxemburgo). El presente documento ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS para todas sus comunicaciones al mercado. 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 las mismas 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/EU («directiva MiFID II»). Tenga en cuenta asimismo que todas las recomendaciones efectuadas por OBAM seguirán siendo realizadas a efectos de diversificación.



De izquierda a derecha: **Víctor Allende** (Caixabank Banca Privada), **Rafael Gascó** (Diaphanum), **Alberto Rodríguez – Fraile** (A&G Banca Privada); **Silvia Morcillo** (EI), **Carlos Aso** (AndBank), **Jorge Sanz** (ATL Capital Gestión de Patrimonios) y **Santiago Satrústegui** (Abante Asesores).

Así es como va a redefinir la banca privada su modelo de negocio

¿Hacia dónde va la banca privada? Costes regulatorios, reducción de márgenes en un entorno de tipos negativos y Mifid 2 son algunas de las variables que afectan de lleno a la industria gestión de activos. La banca privada no es una excepción. Un segmento del que nadie duda que seguirá creciendo pero que se enfrenta a una redefinición de su modelo de negocio. Estas son las alternativas. **Por Silvia Morcillo.**

La industria de gestión de activos se enfrenta a un entorno de bajo crecimiento, estrechamiento de los márgenes y costes crecientes por la implementación de la regulación, como Mifid 2. Una situación que afecta especialmente a la banca privada. Y sin embargo, las previsiones sobre su crecimiento y el cambio al que se enfrenta son optimistas. En lo que atañe a la regulación, desde el sector creen que venimos de años donde algunos consumidores se han llevado a su cartera cosas que no debían y ahora se ha tirado por el camino fácil: prohibirlo todo. “Tengo la sensación de que hemos pasado de un entorno demasiado laxo, en cuanto a las cosas que

se podían poner en las carteras de los clientes, a uno demasiado estrecho”, apunta **Alberto Rodríguez- Fraile, presidente de A&G Banca Privada**. Un proceso de adaptación e interpretación de Mifid 2 “que nos pone las cosas más complicadas porque incluso hay que redefinir los modelos sin tener claro por dónde hay que ir exactamente”, asegura **Santiago Satrústegui, presidente de Abante Asesores**.

La regulación no va a cambiar y, siendo honestos, “estamos bastante de acuerdo con la tendencia que ha marcado acerca del incremento de la transparencia en los conflictos de intereses. Me parece que es inevitable y que va a seguir”, asegura **Víctor Allende, director ejecu-**

tivo de CaixaBank Banca Privada. Un experto que tiene la sensación de estar en un momento propicio para que el conjunto de entidades “apostemos y aceleremos el proceso transformador. Lo único que le pedimos al regulador es tiempo para hacer esa transición”.

Una redefinición del sector que dependerá del tipo de cliente o de la segmentación que se haga por tipo de servicio. Mifid establece diferentes niveles de protección en función de la clasificación asignada a los clientes a la hora de ofrecerles productos y servicios. La regulación establece básicamente tres categorías: contrapartes elegibles (clientes con el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera), clientes profesionales (con experiencia y conocimientos para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos) y clientes minoristas (aquellos que no son considerados contrapartes elegibles ni profesionales). Desde el sector creen que si el regulador finalmente impone los perfiles de clientes “estaríamos generando una injusticia tremenda porque estaríamos condenando a determinadas personas a no poder tener rentabilidad”, afirma Satrústegui. Este experto cree que se estaría generando una especie de “Gran Hermano” donde una persona por tener determinadas cualidades no podría

tener un perfil agresivo en un momento en que los mercados estuvieran subiendo, tendría un patrimonio que se iría quedando atrás... hay que tener mucho cuidado a la hora de meterte en la vida de la gente”.

Cuando a alguien le encasillas en un perfil de inversión le estás diciendo que, por el motivo que sea (por dónde vive, lo que gana o su edad) no puede gestionarse de otra manera. “Creo en la libertad y creo que la gente tiene que ser capaz de asumir su propia libertad. ¿Por qué no puede invertir allí donde hay valor? Yo concibo la banca privada como un asesoramiento independiente en el que la gente paga por servicios como la rentabilidad. Pero no exclusivamente por ésta”, admite el experto de A&G Banca Privada.

> “Si el regulador impone los perfiles de clientes generaríamos una injusticia tremenda condenando a determinadas personas a no poder tener rentabilidad”

El principal trabajo del banquero privado es hacer que el cliente que sufrió las pérdidas de diciembre de 2018 no salga del mercado y →



→ logre controlar sus emociones. “La credibilidad del banquero en este entorno es clave”, asegura **Carlos Aso, CEO de AndBank España**.

Un entorno que sí dibuja dificultades para el inversor de menor patrimonio que no pueda tener un servicio personalizado de asesoramiento. Ahora un cliente puede ir una o dos veces al año, hablar con su asesor, ponerle cara, quejarse si algo va mal pero “de aquí a unos años este cliente lo hará todo de forma digital y ni siquiera tendrá alguien a quien consultar. Los que tienen la riqueza en España no quieren este servicio, quieren mirar a alguien a los ojos y quejarse si las cosas no van como esperaba”, asegura **Carlos Aso, CEO de AndBank España**.

Alberto Rodríguez – Fraile, presidente de A&G Banca Privada recuerda que “en Inglaterra las empresas ya están renunciando a asesorar y todavía miles de millones en depósitos sin rentabilidad o con rentabilidad negativa que necesitan de un asesor. A medida que avanza Mifid cada vez es más costoso gestionar un cliente y es menos interesante cuanto menos patrimonio tiene. Un perfil que “está condenado a irse a productos empaquetados como los fondos de fondos, algo que encarecerá el servicio. Creo que tardará en llegar el momento en que se co-

bre de forma estandarizada a todo el mundo”, dice **Jorge Sanz, presidente de ATL Capital Gestión de Patrimonios**.

Aparte de Mifid 2, el sector está experimentando una presión en precios que viene acompañada de un entorno de tipos de interés al 0% con lo que, “además de la regulación, hay una cultura de tipos que hace muy complicados los precios actuales” a juicio de **Rafael Gasco, presidente de Diaphanum**. Un factor que llevará a la reducción de los costes de gestión y, por ende, de los márgenes en el ámbito de las gestoras y de los productos de inversión. “Esto es inevitable porque ya se ha producido en el mundo anglosajón - por el crecimiento de la gestión pasiva, transparencia en la gestión, evidencia entre los inversores de que muchos productos no generan alfa suficiente... - y si las bancas privadas seguimos dependiendo de las comisiones de comercialización tenemos un problema”, dice el director ejecutivo de Caixa-banca Banca Privada. Un experto que cree que la única manera de mantener el margen en la parte de distribución de la banca privada es cobrar al cliente directamente por ello.

Si bien es cierto que la comisión de gestión tenderá a la baja, hay que ver hasta dónde porque “aquello que es gratis es porque no tiene va- →



De izquierda a derecha: **Víctor Allende** (Caixabank Banca Privada), **Carlos Aso** (AndBank) y **Alberto Rodríguez – Fraile** (A&G Banca Privada).



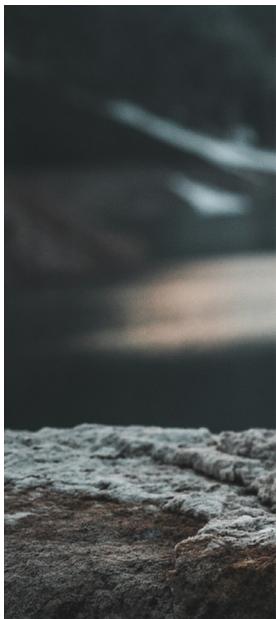
Degroof
Petercam

ASSET MANAGEMENT DPAM FUNDS

 dpamfunds.com



ACTIVE ASSET MANAGER
SUSTAINABLE INVESTOR
RESEARCH DRIVEN



Degroof Petercam Asset Management sa Sucursal en España | Paseo de la Castellana 141, Planta 19. 28034 Madrid, España | VAT ES W0173377C | Esta comunicación es sólo de ámbito ilustrativo e informativo sin ninguna garantía de ser correcta o completa. La información ofrecida no constituye un consejo de inversión o una oferta de venta o compra de instrumentos financieros. **Esta comunicación está dirigida sólo a clientes institucionales o profesionales.** El logo y las palabras "Degroof Petercam Asset Management", son una marca registrada y el contenido de esta comunicación no puede ser reproducido sin el permiso escrito de Degroof Petercam Asset Management.

Copyright © Degroof Petercam Asset Management 2019. Todos los derechos reservados.



→ lor y, si no tiene valor, no te aporta nada. Hay que encontrar el punto de equilibrio y pagar al que está moviendo un equipo que ofrece los mejores productos”, admite el experto de ATL Capital. En este punto, ven claro que la reestructuración afectará al número de productos sobre los que asesora la industria. “Hay muchos productos que no aportan ningún tipo de valor y, en los próximos años, va a haber una limpieza tremenda de aquellos que no aportan nada. Eso a su vez

> Con la regulación cada vez es más costoso gestionar un cliente y es menos interesante cuanto menos patrimonio tiene. Un perfil condenado a productos empaquetados

deriva en una reducción de costes que va a favor del cliente”, admite Allende. Factor que se une a la inevitable concentración que vivirá la propia industria – en un momento en que ganar escala es importante – y al valor añadido que sea capaz de aportar a

los clientes. El cliente paga si recibe un valor añadido y cada vez tiene mejor criterio para diferenciar dónde lo hay y dónde no. Una derivada importante de ese valor añadido está en la rentabilidad que sea capaz de generar al cliente. “Al inversor le da igual cómo se le cobre si se le da la mejor rentabilidad en determinadas situaciones. En los últimos años estamos algo

desenfocados, dándole vueltas a si los costes son explícitos o implícitos pero creo que no se está trabajando en qué solución se va a dar para dar mejor rentabilidad a los clientes. Y a mí personalmente me importa más que el modelo de cómo cobro”, expone Satrústregui.

En cuanto al perfil de inversor que demanda los servicios de la banca privada, y el envejecimiento de la población al que se enfrenta nuestro país, el gran reto del sector es la población en el segmento entre los 40 y los 50 años. Una parte de la población “muy sustancial que necesitará ayuda, asesoramiento incluso hasta filosófico”, asegura el experto de Abante. Perfiles que se atraerán “ampliando el abanico de productos que se ofrecen y con la mayor utilización de instrumentos poco utilizados por la banca privada, como los seguros de ahorro”, dice Aso. Un producto que da una capacidad inmensa para utilizar el seguro como un instrumento para la generación de rentas en un entorno de envejecimiento poblacional”.

Con todo, las previsiones sobre el sector a largo plazo son bastante halagüeñas, sobre todo porque cubre una necesidad creciente: “los inversores afrontan un futuro muy largo, con mucho tiempo por delante, y necesitan un experto que les ayude y les guíe para saber qué hacer con sus ahorros para mantener su nivel de vida en la jubilación”, apunta Satrústregui. Desde AndBank apuntan al crecimiento de la industria de fondos de →

Partes del
cuerpo
imprimibles.

¿En serio?

En serio.

Mejorar la calidad de vida no es caro. Gracias al proceso de impresión en 3D es posible obtener una prótesis por menos de cien euros. Fidelity analiza e invierte en estas megatendencias a través del **Fidelity Funds Global Technology Fund**.

www.fondosfidelity.es/megatendencias



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A.

CS1043

→ inversión en próximos años a tenor del crecimiento de la sensibilidad sobre el ahorro, la sensibilidad de la gente para solicitar asesoramiento y la inversión a largo plazo. “Luego ya veremos con qué márgenes lo hacemos pero que la industria va a seguir creciendo, no nos cabe duda”.

Retos y oportunidades de la banca privada en titulares

- **Carlos Aso (AndBank):** “El asesoramiento y la gestión patrimonial van a crecer en España de forma importante pero insuficiente como para evitar que el sector tenga que concentrarse”
- **Santiago Satrustegui (Abante):** “El reto de Mifid es una regulación que lo que pretende es que al cliente le vaya mejor porque el

asesoramiento sea de mayor calidad pero el riesgo es que nos lleve a modelos donde empecemos a decir que no asesoramos, que hacemos otra cosa”

- **Jorge Sanz (ATL Capital Gestión de Patrimonios):** “El asesoramiento bien hecho será el valor añadido del futuro”
- **Víctor Allende (Caixabank Banca Privada):** “Necesitamos el tiempo suficiente para esta profunda transformación de los mercados”
- **Alberto Rodríguez - Fraile (A&G Banca Privada):** “Toda la transparencia pero también toda la libertad”
- **Rafael Gascó (Diaphanum):** “Estamos en un momento de transición en la industria”. ■

HAN PARTICIPADO



CaixaBank

- **Presidente:** Jordi Gual
- **Año de fundación:** 2011
- **Activos bajo gestión a 30/09:** 99.677 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 245 fondos de inversión



A&G Banca Privada

- **Presidente:** Alberto Rodríguez-Fraile
- **Año de fundación:** 1987
- **Patrimonio bajo gestión:** 10.193 millones de euros (a cierre de septiembre)
- **Número de fondos registrados en España:** 18



Abante Asesores

- **Presidente:** Santiago Satrustegui
- **Año de fundación:** 2002
- **Patrimonio bajo gestión:** 3.600 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 20



atl Capital Gestión de Patrimonios

- **Presidente:** Jorge Sanz Barriopedro
- **Año de fundación:** 2003
- **Patrimonio bajo gestión:** 1.650 Millones Euros
- **Número de fondos registrados en España:** 18 fondos de inversión



Andbank España S.A.U.

- **Presidente:** Carlos Martínez de Campos
- **Año de fundación:** 2011
- **Patrimonio bajo gestión:** 10.550 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** Andbank Wealth Management (fondos con ISIN español): 54. Merchbank: 7



Diaphanum Valores

- **Presidente:** Rafael Gascó Sales
- **Año de fundación:** 2016
- **Patrimonio bajo gestión:** 1.275 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 0



**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



2020: el inicio de una nueva fase

El cierre del año es, por lo general, buen momento para reflexionar y mirar atrás antes de empezar a pensar en lo que nos depara el futuro. Desde el punto de vista de los mercados, dejamos atrás un año excepcional -2019- en que la inmensa mayoría de clases de activos han generado rentabilidades positivas. Este hecho de por sí ya lo hace único. Es además el colofón a un rally históricamente largo: una década de ganancias que también se han producido de manera transversal en todos los mercados, tanto en la bolsa como en la deuda pública. Pero uno de los aspectos que lo convierte en excepcional es que justamente es el año que sigue a 2018, que en su propia medida fue también un año único: en 2018 la inmensa mayoría de clases de activos generaron pérdidas.

Ese año, las carteras teóricamente óptimas basadas en la diversificación de activos fueron inútiles a la hora de proteger los patrimonios de los inversores. Más de un cliente nos decía a principios de este año que no podía comprender cómo había perdido dinero en 2018 si en 2008 consiguió sortear la recesión sin que sus carteras entraran en ningún momento en números negativos.

Efectivamente, 2008 fue un año catastrófico desde el punto de vista económico. Instituciones financieras históricas como Lehman Brothers y Bear Stearns desaparecían de la noche a la mañana, así como los ahorros de miles de personas que no pudieron mantenerse a flote ante la llegada de la recesión y el desplome del sector inmobiliario. Pero incluso en este escenario terrible, los inversores bien asesorados y con carteras bien diversificadas consiguieron mantenerse en números positivos. En cambio, 2018 sólo fue una alarma de recesión -y probablemente una falsa alarma- y nadie recuerda un mercado en que la diversificación fuera tan inútil. ¿Qué había pasado?

Las carteras bien diversificadas no alcanzaron su objetivo a causa del efecto de las políticas monetarias aplicadas por los bancos centrales de todo el mundo. No funcionaron en 2018, pero tampoco lo hicieron en 2019: activos teóricamente descorrelacionados volvieron a moverse en la misma dirección, pero no nos importó porque era hacia arriba.

2020 marca el inicio de una nueva fase. Los bancos centrales son conscientes de los efectos de

subir tipos de interés, pero también son conscientes que más QE es peligroso. En un año en que la economía muestra signos de ser capaz de seguir creciendo de manera autónoma, su objetivo va a ser pasar todo lo desapercibidos que sea posible.

Cuentan en su favor que los fundamentales son sólidos. Tenemos la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China en marcha, mientras que los indicadores adelantados parecen haber tocado fondo y además el mercado no parece especialmente caro, sobre todo fuera de Estados Unidos. Tenemos además año de elecciones en Estados Unidos, con lo que podemos pensar que el Presidente Trump va a utilizar todos los medios a su alcance para que el crecimiento económico sirva como aval para su reelección. La política fiscal podría jugar un papel clave en este punto, a través de nuevos estímulos que aceleren el crecimiento económico.

En Europa también existe un consenso de la necesidad de una política fiscal más expansiva, pero llevamos tanto tiempo sin aplicarla que probablemente no sabremos ni por dónde empezar. A la hora de plantear las inversiones para 2020 debemos utilizar toda esta información con cuidado, o buscar el asesoramiento de un experto con años de experiencia.

El nuevo enfoque con unos bancos centrales más pasivos puede ser la gran diferencia con lo que hemos estado viendo estos últimos 10 diez años, con especial virulencia en 2018 y 2019: puede ser el año en que la diversificación vuelva a ser la clave para ganar dinero, o no perderlo, en nuestras carteras. Si los bancos centrales abandonan el protagonismo de los mercados, los activos financieros pueden volver a tener un comportamiento normal, y las correlaciones entre ellas pueden volver a lo que habían sido. Aquí además debemos dar una valoración extra a la experiencia, nuestra o de nuestro asesor: llevamos diez años de QE, y muchos de los que trabajan hoy día en los mercados no han visto nunca la relación inversa entre deuda pública y renta variable.

Finalmente, un punto más a tener en cuenta. Por mucho que nos duela, este tampoco va a ser el año de inversores conservadores: para el que no esté dispuesto a asumir riesgo bursátil, ganar dinero en 2020 va a ser aun más complicado. ■



Josep Bayarri

Director de Gestión de Activos
y Análisis de Arquia Banca

> Si los bancos centrales abandonan el protagonismo de los mercados, los activos financieros pueden volver a tener un comportamiento normal, y las correlaciones entre ellas pueden volver a lo que habían sido

En renta fija, mantenemos una posición neutral en un mercado “regulado” por los bancos centrales. Sus balances se están reorientando al alza, como ilustra la reanudación de las compras de activos por parte del BCE. Las políticas monetarias muy acomodaticias continuarán siendo un factor de apoyo a los mercados de renta fija en 2020. Los tipos de interés americanos y europeos deberían continuar su tendencia a la baja de forma moderada, pero con un diferencial dentro de la Eurozona: el movimiento podría ser un poco más marcado en los tipos “periféricos”.

En el mercado de bonos corporativos, el endurecimiento de las primas de riesgo observado en los últimos meses debería terminar, sin un aumento significativo en los spreads. No identificamos ninguna fuente importante de tensión en la clase de activos y favorecemos el *investment-grade* en Europa, respaldado por las compras de activos del BCE. También nos gustan los emisores del sector financiero, con ratios de solvencia muy satisfactorios. La calidad prevalece, nos posicionamos en vencimientos largos del segmento “A” y en vencimientos cortos e intermedios de “BBB”. Más volátiles, el compartimento de *high yield* y los bonos de mercados emergentes deben considerarse utilizando un enfoque esencialmente táctico. Preferimos el *high yield*, “BB” frente al “B”, para así optimizar la volatilidad.

Mercados de renta variable: una búsqueda del equilibrio entre sensibilidades cíclicas y defensivas

Finalmente, dada la perspectiva menos favorable para las bolsas, en Groupama AM optamos por una infraponderación moderada en renta variable en 2020. La evolución del ciclo económico es menos favorable para el binomio riesgo-rentabilidad de la clase de activo.

La estrategia de inversión pretende ser siempre muy selectiva, equilibrada entre valores cíclicos y defensivos, a través de varios temas importantes: por un lado, empresas bien posicionadas para beneficiarse de las ganancias de productividad, de los planes de estímulo fiscal orientados hacia infraestructuras vinculadas a la transición energética o líderes en segmentos nicho de rápido crecimiento (nube, biotecnologías, etc.), por otro lado, valores defensivos con alta visibilidad, poco cíclicos y poco sensibles al riesgo de disrupción (utilities, salud, etc.). Tercer universo, el de los valores expuestos a mercados emergentes, en particular a los consumidores chinos. **Esperamos mercados de renta variable bastante complejos el próximo año con fuertes oscilaciones entre sensibilidad defensiva y sensibilidad cíclica. La selección de valores, su diversificación y un enfoque de gestión activa serán más necesarios que nunca.** ■



Gaëlle Malléjac

Directora de Inversión
de Gestión Activa
en Groupama AM



Perspectivas de un mercado para 2020

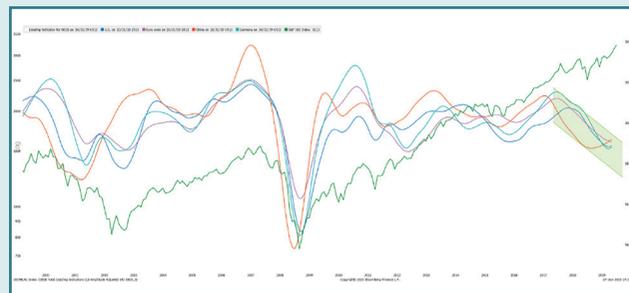
Tras alcanzarse un acuerdo de fase 1 entre EEUU y China en el mes de diciembre 2019, el cual será firmado por Trump el próximo 15 de enero, debemos destacar que este acuerdo aunque no incluye todos los puntos en conflicto entre ambos países, sí supone un freno al riesgo de que este conflicto sufra nuevas escaladas que deterioren nuevamente a la confianza empresarial norteamericana afectando negativamente a la inversión en CAPEX (propiedad, planta y equipamiento) por parte de las empresas y a la creación neta de empleo.

Por tanto, en este decisivo año electoral para Trump, el cual desea obtener un segundo mandato de cuatro años (noviembre 2020 - 2024), sus decisiones en el ámbito económico deberían ser cuidadosamente medidas y estudiadas por su equipo de asesores económicos, ya que abrir cualquier nuevo frente en el ámbito macroeconómico podría afectar gravemente a la contratación por parte de los departamentos de RRHH de las empresas y en el caso de registrar un fuerte debilitamiento del mismo tendría un coste electoral para él, ya que en el supuesto de que dicho deterioro llegase a alcanzar niveles de destrucción neta de empleo, es decir que la diferencia entre contrataciones menos despidos sea negativa, entonces las posibilidades de ser reelegido Presidente se verían notablemente mermadas.

En este contexto positivo de mayor certidumbre económica donde todavía no hay síntomas sólidos de inflación y por tanto no existe riesgo de subida de los tipos de interés en EEUU,

el escenario central que cabe colegirse es que el movimiento alcista en la renta variable pueda extenderse a lo largo del 2020, ya que sería esperable que tras este acuerdo comercial de fase 1 la confianza y, por tanto, la inversión empresarial junto a la contratación pudieran registrar un nuevo impulso.

Por otro lado, los indicadores adelantados de la OCDE para las distintas zonas geográficas (China, Alemania, Eurozona y EEUU) a 31 de octubre 2019 podrían estar evidenciando un potencial punto de giro al alza, tal como ocurriera en los anteriores episodios anteriores de desaceleración de 2012 y 2016. Véase el gráfico donde podemos apreciar la evolución mensual de estos indicadores frente al índice S&P 500.



Desde una perspectiva técnica, véase como los mercados de futuros de renta variable norteamericana y europea se encuentran en el interior de un canal alcista donde apreciamos una alternancia del patrón tendencia - lateralidad - tendencia que permite esperar una continuidad del movimiento alcista hacia el lado superior del citado canal en futuros Mini Nas-

daq 100 hacia el entorno de 10209 (precio actual de mercado a 7 de enero 2020: 8873).



Para futuros Mini S&P 500 el lado superior está situado en el entorno de 3646 (precio actual de mercado a 7 de enero 2020: 3237).



Para futuros Dax el lado superior está situado en el entorno de 13899 (precio actual de mercado a 7 de enero 2020: 13204).



Y por último para futuros Euro Stoxx 50 el lado superior está situado en el entorno de 3932 (precio actual de mercado a 7 de enero 2020: 3743). ■



Ramón Bermejo Climent

Profesor de Fundamentos de Finanzas en Icade E2-E3-E4, Doctorando en la Universidad Pontificia Comillas y Director del Servicio de Proprietary Trading Profesional de Estrategias de Inversión



¿El año de Europa?

Comienza un nuevo año y, una vez más, todos los expertos nos recuerdan que Europa afronta dificultades, con muchos retos políticos que sortear y con el riesgo de inestabilidad política en países como España e Italia. Sin embargo, vemos que la confianza de los inversores ha comenzado a mejorar a medida que se han ido despejando dudas sobre el Brexit y la guerra comercial, lo que puede ayudar a volver a atraer flujos de inversión hacia Europa, una región con valoraciones más atractivas que las de otras zonas. Después de un periodo prolongado de salida de capitales, las bolsas europeas pueden volver a captar la atención de los inversores.

No debemos dejar que el entorno macro o los episodios de aversión al riesgo, que muy probablemente se volverán a registrar a lo largo del año, nos distraigan. En nuestro caso, como inversores fundamentales con una visión de largo plazo, hemos visto cómo, en 2019, el temor a las tensiones entre EE.UU. y China, al futuro político de Reino Unido o a la actuación de los Bancos Centrales ha castigado a los mercados europeos en distintas oleadas, de forma más aguda en mayo, julio y agosto. En esos momentos, lo mejor es mantener un curso firme y no dejarse llevar por las turbulencias.

El ser fieles a nuestro proceso y a nuestro estilo de inversión es la mejor receta. Así lo hemos comprobado, una vez más, en 2019, que se ha cerrado como uno de los mejores años de nuestra historia. Nuestro buque insignia, el fondo **Allianz Europe Equity Growth**, obtuvo una rentabilidad en el año del 36,23% (con datos a 23 de diciembre), superando ampliamente al índice MSCI Europe. La semilla de estos buenos resultados la plantamos ya en el último trimestre de 2018 cuando, en plenas caídas del mercado, tomamos posiciones en algunas nuevas ideas que cotizaban a niveles atractivos y elevamos el peso en valores castigados de nuestra cartera en los que teníamos una alta convicción. Varias de estas posiciones han sido las que han impulsado la rentabilidad de los últimos meses. Mantenerse fiel a la estrategia y a las convicciones del equipo es un valor seguro en momentos de incertidumbre. Una prueba de ello es que, a pesar de todo el ruido de los últimos doce meses, la rotación de nuestra cartera ha sido de sólo un 14%.

En el año que comienza, las valoraciones ajustadas en los segmentos de compañías de calidad y de crecimiento y la posibilidad de que los datos macroeconómicos muestren signos de debilidad representan amenazas para nuestras estrategias, sobre todo si se vuelven a registrar



¿Es la inversión en el factor calidad un enfoque todoterreno?

Las cartas anuales de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway ofrecen una visión fascinante de la filosofía del empresario e inversor estadounidense. A menudo, estas cartas contienen información que es particularmente valiosa para comprender cómo Buffett ha logrado ofrecer a sus inversores rendimientos tan increíbles a largo plazo. Analizando los documentos, creemos que vale la pena señalar el siguiente extracto:

Criterios de adquisición Berkshire Hathaway Inc.

- Potencial consistente de ganancias demostrado.

- Empresas que obtienen un buen rendimiento del capital mientras emplean poca o ninguna deuda.

La frase clave aquí es la última: “empresas que obtienen un buen rendimiento del capital mientras emplean poca o ninguna deuda”.

La inversión en calidad tiene una larga historia

Warren Buffet no está solo en su enfoque en las acciones de alta calidad. Su mentor, Benjamin Graham, Jeremy Grantham de GMP o Robert Novy-Marx son conocidos defensores de la inversión de calidad. Todos ellos exhibieron un enfoque riguroso en los atributos de calidad.

En la academia, Eugene Fama y Kenneth French llegaron a una conclusión similar. En su documento seminal titulado “Un modelo de fijación de precios de activos de cinco factores” de septiembre de 2014, Fama y French hablan del “Premium de Calidad” y citan la “rentabilidad operativa”, definida como los ingresos anuales menos el coste de los bienes vendidos, gastos por intereses y SG&A (gastos por venta, generales y administrativos según sus siglas en inglés), todos divididos por el valor en libros del patrimonio, como fuente de rendimiento de la inversión.

En su análisis, muestran que el mejor quintil de existencias, basado en la rentabilidad operativa, supera significativamente a todos los demás quintiles. Por ejemplo, al observar la categoría de las acciones globales desarrolladas (Global Developed Equities) desde junio de 1990 hasta septiembre de 2019, el mercado arrojó un rendimiento anual promedio de un 7.3%. El quintil superior registró un 8.6%, un rendimiento superior del 1.3% anual y el quintil inferior entregó un 3.7%, un rendimiento inferior del 3.6%.

Warren Buffett siempre ha sido un magistral selector de acciones, y es capaz también de realizar adquisiciones especiales debido a los términos que puede ofrecer. Para los demás, la exposición diversificada a una cartera de acciones que tiene las características anteriores a través de un fondo basado en índices podría ser una estrategia de inversión convincente. Permite al inversor obtener sistemáticamente el llamado “premium de calidad”.

Beneficios de la inversión por factores

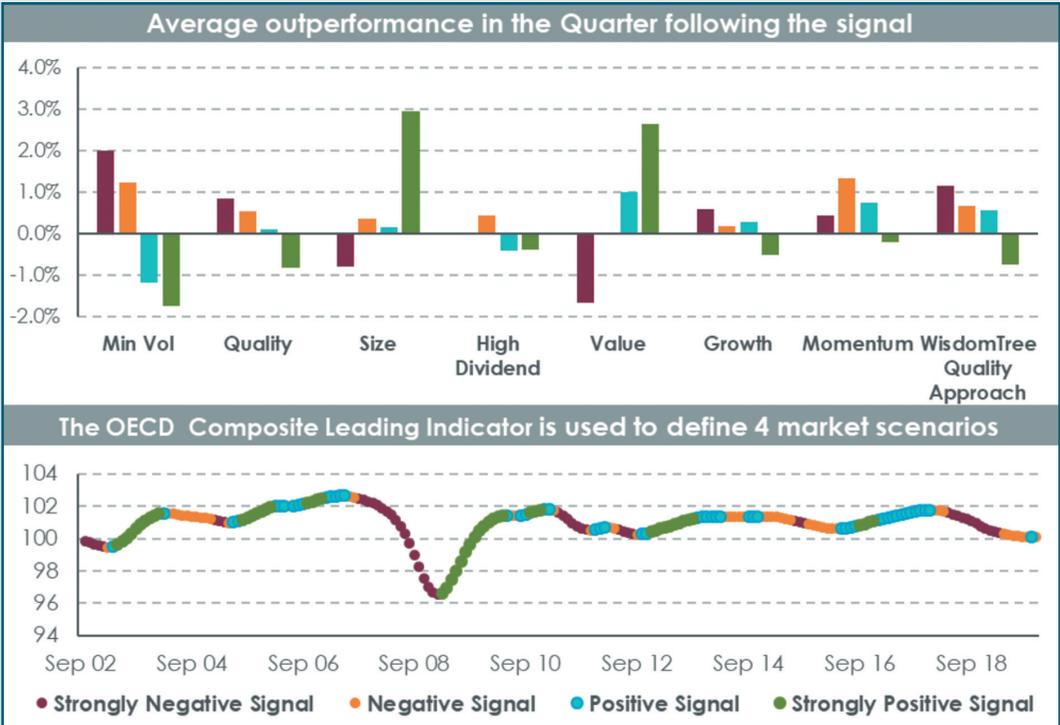
La inversión por factores, tal y como se define académicamente, puede proporcionar dos beneficios importantes para los inversores: un rendimiento superior a largo plazo como se destacó anteriormente, y la diversificación. Cada factor de renta variable se comporta de manera diferente dependiendo de dónde nos encontremos en el ciclo económico.

La volatilidad mínima, por ejemplo, tiende a ser muy defensiva. Tuvo un buen rendimiento ante fuertes correcciones del mercado pero quedó significativamente rezagada en los mercados alcistas. El factor tamaño a menudo supera el rendimiento durante las recuperaciones del mercado y los repuntes alcistas, pero no le va bien en un entorno de mercados bajistas. Por el contrario, la inversión en calidad tiende a comportarse de manera más uniforme en los distintos ciclos económicos. Puede reaccionar de manera bastante defensiva en recesión, pero también obtener una buena parte de la ventaja en los momentos alcistas. →



Pierre Debru

Director de Análisis
en WisdomTree



Fuente: WisdomTree, Bloomberg. Periodo comprendido entre septiembre de 2002 y noviembre de 2019. Calculations are based on monthly returns in USD. Los cálculos se basan en rendimientos mensuales en dólares. La fecha de inicio del índice WisdomTree Global Quality Dividend Growth es el 16 de octubre de 2015. **No puede invertirse directamente en un índice. Las cifras mostradas incluyen datos probados. El desempeño histórico no es una indicación del desempeño futuro y cualquier inversión puede bajar de valor.**

→ El gráfico divide los últimos 17 años en cuatro tipos de periodos utilizando el indicador compuesto CLI (Composite Leading Indicator) de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). El CLI ha sido diseñado para disminuir unos meses antes de que la economía global comience a desacelerarse o aumentar antes de reiniciarse. Por lo tanto, una fuerte disminución en el CLI tiende a indicar una probable caída en los mercados de valores, por ejemplo. El gráfico muestra que el enfoque en calidad de WisdomTree funciona bien en 3 de los 4 escenarios posibles, registrando un rendimiento histórico superior cuando el CLI disminuye mucho, disminuye un poco pero también aumenta un poco. Como tal, es uno de los estilos de inversión en renta variable más todoterreno.

La clave de la inversión en calidad

Es importante no diluir el poder potencial de la inversión en calidad al intentar aplicar demasiadas reglas de selección de valores o esquemas de ponderación complejos. Desde nuestro punto de vista, la clave es ser lo más simple y

amplio posible, sin dejar de centrarnos en las empresas con alto rendimiento de capital y baja deuda, atributos que comúnmente se consideran fundamentales en este tipo de inversión.

Seguimos algunos principios generales al crear nuestros índices Quality Dividend Growth. Creemos que las compañías que pagan más en dividendos de lo que ganan no son sostenibles, por lo que nuestros índices solo incluyen compañías con un índice de cobertura de dividendos superior a 1.0x. Se incluyen las empresas con el mejor rango combinado de factores de rentabilidad y crecimiento y aplicamos una metodología de ponderación por flujo de dividendos que aporta una disciplina de valoración al índice, otro principio importante para nosotros.

Esta estrategia sistemática ha brindado un rendimiento sólido en los últimos años y hasta la fecha en comparación con sus competidores pasivos y activos. Con un 2020 cargado de incertidumbre, la inversión en el factor calidad podría seguir siendo un enfoque interesante. ■

momentos de aversión al riesgo generalizada por parte de los inversores. Sin embargo, encontramos razones para un cierto optimismo. A partir de los datos que hemos recogido de nuestras conversaciones con los directivos de empresas en las que invertimos, creemos que podremos ver, en nuestras carteras, valores que se beneficien de la tendencia a reducir costes en ciertos sectores (así, por ejemplo, en soluciones innovadoras de software para la banca); otros que saquen partido al lanzamiento de nuevos productos (o que cuenten con una visibilidad clara en lo que a nuevas ventas se refiere); compañías que empiezan a experimentar los beneficios de operaciones corporativas anunciadas en el último año; e incluso empresas que se pueden beneficiar de una posible recuperación en actividades como la fabricación de semiconductores.

Y merece la pena recordar que, más allá de todo el ruido, las buenas empresas, con modelos de negocio sólidos, barreras de entrada y capacidad de fijación de precios, tienen capacidad de obtener buenos resultados incluso en entornos desfavorables. Más que apostar por sectores tradicionalmente etiquetados como “defensivos”, entendemos que la verdadera “defensa” la ofrecen esas buenas compañías. Es algo que hemos podido comprobar, una vez más, en 2019. Entre los valores que más han contribuido a la rentabilidad de las carteras teníamos, por ejemplo, una empresa de logística que fue capaz de crecer a pesar de la guerra comercial.

En el arranque de este nuevo año, mantenemos nuestra sobreponderación en valores del sector de las tecnologías de la información y en ciertas compañías del sector industrial que ofrecen una buena visibilidad de resultados. Seguimos buscando empresas con modelos de negocio robustos y capaces de hacer crecer sus beneficios de forma estable y continuada. Y todo ello lo hacemos teniendo en cuenta no sólo la información financiera de las empresas, sino que también incorporamos criterios de sostenibilidad a nuestro análisis, por medio de nuestro proceso de integración ASG, una metodología que ha demostrado ya no sólo no estar reñida con una buena rentabilidad, sino que además aporta una información valiosa para anticipar y valorar el impacto que ciertos riesgos extra financieros pueden tener sobre las cuentas de las compañías en las que invertimos. ■



Thorsten Winkelmann

Gestor del fondo
Allianz Europe Equity Growth

> Más allá de todo el ruido, las buenas empresas, con modelos de negocio sólidos, barreras de entrada y capacidad de fijación de precios, tienen capacidad de obtener buenos resultados incluso en entornos desfavorables

Cuidamos de su patrimonio como si fuese nuestro

Especialistas en fondos de inversión

Oficinas especializadas en asesoramiento:

Madrid Bárbara de Braganza 6, 3º. T 915 211 125
Barcelona Diagonal Bon Pastor, 3. T 932 097 229
Bilbao Juan de Ajuriaguerra, 48. T 944 244 898
Sevilla Pl. Cristo de Burgos, 28. T 954 293 630

Y en todas las oficinas de Arquia Banca.

www.arquia.com



Puede consultar los Folletos Informativos y los documentos con los Datos Fundamentales del Inversor (DFI) en los registros públicos oficiales de la CNMV, así como en nuestra web y oficinas de Arquia Banca. Sociedad gestora: Arquigest SA SGIIC. Depositaria: ARQUIA BANK, SA. Rentabilidades pasadas no presuponen ni garantizan rentabilidades futuras.

La industria de fondos cierra 2019 con un patrimonio en máximos históricos

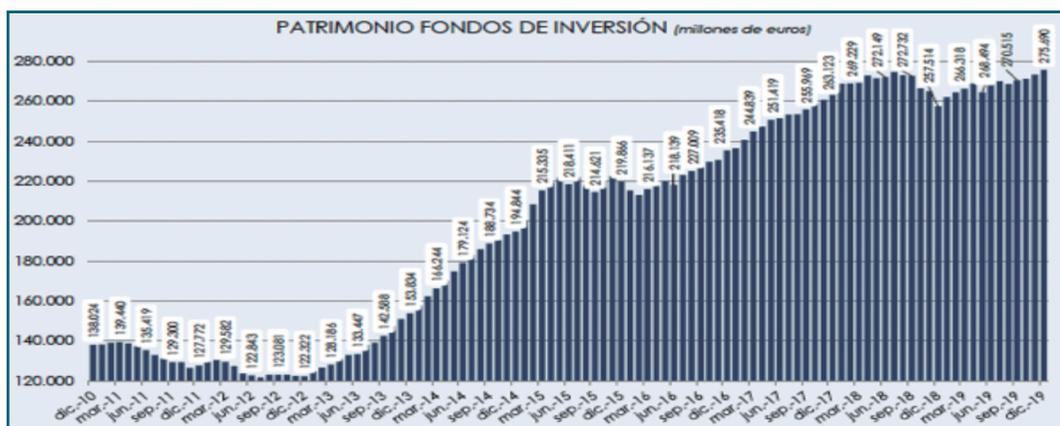
Según datos provisionales de Inverco, el patrimonio de la industria de fondos de inversión alcanzó a cierre de 2019 un total de 275.700 millones de euros. Lo anterior fue debido a la positiva evolución de los mercados, no tanto por el apetito inversor que se mantuvo cauteloso ante tantos eventos político-económicos, movimientos sociales y amenazas comerciales. No obstante, los inversores apostaron más por una diversificación de sus carteras, siendo la renta variable internacional, así como los mixtos de renta variable los que mayores flujos de entrada experimentaron.

La rentabilidad de los mercados durante este 2019 ha sorprendido a muchos, alcanzando un rendimiento en los fondos de inversión del 7,27%, que en cierta forma compensó unas suscripciones netas mucho más reducidas que en años anteriores (de 742 millones de euros), con lo que el patrimonio de la industria alcanzó nuevos máximos, que superan los 275.000 millones de euros, lo que representa un incremento anual del 7,1%.

El mes de diciembre fue particularmente positivo no sólo en rentabilidad sino en suscripciones de fondos de inversión, que superaron los 400 millones de euros, lo que representa

un 185% más que en noviembre. A la cabeza los fondos de renta fija mixta (372 millones), de renta variable internacional (que además en el año es la segunda clase de activos con mayores entradas), los monetarios con entradas superiores a los 200 millones de euros pero que no logran revertir la tendencia de meses anteriores y por tanto cierran el año con salidas de 703 millones de euros. Por otro lado, los fondos que durante el mes tuvieron más reembolsos netos son las categorías de renta fija (-363,6 millones), pero aún así en el año es la categoría con mayores suscripciones netas positivas que superan los 8.133 millones de euros; los garantizados, gestión pasiva, retorno absoluto y renta variable nacional que entre ellos acumulan salidas mensuales y anuales que superan los 440 millones y 7.516 millones de euros respectivamente. Por lo anterior, los fondos de renta fija mixta lograron recuperar el patrimonio perdido en la primera parte del año y cierran 2019 con un incremento cercano al 2%.

A destacar, los fondos de **renta variable internacional**, cuyo patrimonio crece 2,2% en el trimestre, **apoyados tanto por el buen desempeño en términos de rentabilidad como de flujos**. La rentabilidad de esta categoría en el mes fue de +2,13% (acumulado en el año de 13,2%), mientras que las sus-



FUENTE: INVERCO.

cripciones fueron de 6,3 millones de euros (o 547,5 millones en el año). De este modo el patrimonio se ubica en los 34.119 millones de euros.

El patrimonio de los fondos globales crece 0,6% mensual (aunque decrece en términos acumulados -1%) a pesar de los reembolsos de los inversores (-13 millones en el mes y -2.835 millones anuales). Por su parte, los fondos de renta fija mixta registraron suscripciones netas superiores a los 130 millones de euros, sin embargo, no logran compensar los reembolsos experimentados en el resto de meses, por lo que su patrimonio cae 2,7% en el año.

En cuanto a gestoras en particular, son tres las que superan la barrea del 10% de cuota, siendo la **Caixa** quien continúa liderando, con un patrimonio de 47.087 millones de euros, con una cuota del **17,08%** (prácticamente similar al mes anterior), seguida de **BBVA, cuyo patrimonio crece 1,5% para alcanzar los 41.138**

millones de euros y por tanto gana algunos puntos básicos en el mes, y **Santander** cuya cuota cae por debajo del **14%** de cuota.

Por el lado de **salidas netas mensuales superiores a los 100 millones de euros**, entre las 10 mayores gestoras por patrimonio que destacan son **Sabadell** y nuevamente **Allianz Popular**. Mientras que por el lado de las suscripciones netas es la Caixa quien destaca, seguida de Bankia e Ibercaja.

Un punto a destacar en el mes es que, entre las gestoras con un patrimonio entre los c. 2.000 millones y los c. 500 millones de euros, a excepción de Abante, Caja de Ingenieros y Andbank, el resto mostraron salidas de dinero de sus fondos, que en algunos casos como Gaesco y Gesconsult, las salidas superan los 20 millones de euros, mientras que en Credit Suisse, Deutsche y Azvalor las salidas netas excedieron los 10 millones de euros. ■

Por Consuelo Blanco.

PATRIMONIO					
Categoría de inversión	diciembre 19	Variación			
		Importe diciembre (miles euros)	%	Importe 2019 (miles euros)	%
RENDA VARIABLE INTERNACIONAL	38.472.028	1.417.787	3,8	8.817.802	29,7
GLOBALES	42.781.750	584.046	1,4	840.587	2,0
RENDA FIJA MIXTA	39.840.175	495.979	1,3	714.385	1,8
RENDA VARIABLE MIXTA	28.818.885	379.413	1,3	5.063.359	21,3
MONETARIOS	3.846.928	210.055	5,8	-2.936.990	-43,3
RENDA VARIABLE NACIONAL	5.111.336	58.926	1,2	-1.148.894	-18,4
RETORNO ABSOLUTO	11.714.849	-28.236	-0,2	-2.723.570	-189
GESTIÓN PASIVA	13.752.394	-138.163	-1,0	-2.049.198	-13,0
GARANTIZADOS	18.437.227	-191.066	-1,0	-1.173.617	-6,0
RENDA FIJA	70.560.685	-379.811	-0,5	12.533.854	21,8
INVERSIÓN LIBRE	2.354.061	-	-	138.128	6,2
TOTAL FONDOS INVERSIÓN	275.680.318	2.408.930	0,9	18.175.846	7,1

FUENTE: INVERCO.

SUSCRIPCIÓN NETAS POR CATEGORÍAS		
Categoría de inversión	Diciembre 2019	Acumulado 2019
Monetarios	-	-
Renta fija	0,03%	1,61%
Renta fija Mixta	0,37%	4,91%
R. Variable Mixta	0,74%	9,27%
R. Variable Nacional	1,77%	10,41%
R. Variable Internacional	3,22%	22,21%
Garantizados	0,02%	3,80%
Retorno absoluto	0,25%	3,81%
Gestión pasiva	0,33%	6,93%
Globales	0,99%	8,38%
Total general	0,78%	7,27%

FUENTE: INVERCO.

SUSCRIPCIONES NETAS (MILES DE EUROS)		
Categoría de inversión	Diciembre 2019	Acumulado 2019
Renta Fija Mixta	372.849	910.515
Renta Variable Internacional	247.498	2.028.767
Monetarios	212.174	-703.926
Globales	190.412	-2.349.233
Renta Variable Mixta	183.504	204.514
Renta Variable Nacional	-27.474	-1.608.753
Retorno absoluto	-51.514	-2.643.494
Gestión Pasiva	-176.291	-2.170.002
Garantizados	-185.249	-1.093.417
Renta Fija	-363.641	8.133.055
Total general	402.268	742.199

FUENTE: INVERCO.



2020

Una nueva década con aumento de tipos de interés

En nuestras perspectivas en renta fija para 2020 nos hemos preguntado si la tendencia de “desinflación” de los últimos 40 años, junto a los tropiezos en el camino del crecimiento real, es algo estructural y persistente o susceptible de cambiar. La evidencia nos inclinó por esto último.

El nuevo escenario a largo plazo se sostiene sobre la idea de que el cambio se cierne sobre nosotros: la desinflación irá coincidiendo poco a poco con el objetivo o lo superará y el crecimiento global real se recuperará hasta alcanzar un ritmo sostenible del 3%.

La prima de plazo negativa de los tipos de interés comenzará a aumentar, influida por tres ejes de cambio: el primero y más importante de estos ejes se construye sobre nuestra convicción de que, por un lado, el dominio de la política monetaria se disipará durante los próximos años, mientras que **la política fiscal se convertirá en un motor más fuerte** para el crecimiento de las inversiones.

La marcada caída en los tipos de los últimos 15 años ha sido resultado directo de una política monetaria activista (programas de QE, LTROs...) acompañada de una relajación extrema. Desde el pasado verano, la mayoría de los bancos centrales de mercados desarrollados y emergentes adoptaron una postura prudente y evitaron cortar tipos. El BCE y la Fed consideran que se acerca una pausa prolongada. Nosotros coincidimos.

La combinación de una política acomodaticia –pero pasiva– con una política fiscal potente en forma de inversiones públicas o privadas estimulará las sorpresas de crecimiento en 2020 y en adelante. Este eje impulsará primero y sobre todo las expectativas de inflación.

El segundo eje que aumentará la prima de plazo es el **incremento de la inflación subyacente**. La inflación de los salarios registra una tendencia claramente positiva, la tradicional curva de Philips está sana y salva y el incremento del bienestar social acelerará el

debate e impulsará la inflación salarial en países emergentes y desarrollados.

A más largo plazo, vemos que **los ratios de dependencia han alcanzado puntos de inflexión** y comienzan a acelerarse debido al estancamiento de la juventud y el incremento de la población mayor de 65 años, que han llevado a una caída de la tasa de población activa. Un estudio del BIS ha demostrado que estas condiciones llevan a mayores presiones inflacionarias.

El tercer eje está representado por **la parada en la globalización**, que ha sido “desinflacionaria” en su núcleo. Esto explica por qué el shock demográfico japonés nunca se volvió inflacionario: su actuación para reflacionar su economía tuvo lugar en el mismo momento en el que el boom global de desinflación era más fuerte.

Las actuales estrategias proteccionistas experimentarán una **regionalización en bloques comerciales** y las cadenas de valor se moverán gradualmente hacia el nivel regional. Estos cambios complejos pueden crear disrupciones en la oferta y enfrentamientos en torno a la regulación de los aranceles. Consideramos que lo peor ya ha pasado y la visibilidad de la política económica comenzará a aclararse.

El impacto en los sectores de bonos

En DPAM, esperamos que las curvas de bonos gubernamentales europeos y estadounidenses se pronuncien de forma prolongada. Nuestras estrategias de bonos gubernamentales globales y europeos se basan en una diversificación inteligente por países y curvas, junto a una infraponderación de la sensibilidad a los tipos de interés.

Volvemos a ser positivos en nuestra estrategia de **bonos vinculados a la inflación global** y la mejora del entorno de crecimiento y el equilibrio entre la oferta y la demanda nos hacen ser neutrales en el crédito investment grade (IG) y high yield (HY) en euros. Buscamos **carry de calidad en bonos emergentes en divisa local** y hacemos hincapié en que nuestro proceso de selección de países y nuestros análisis son un ingrediente clave para gestionar una cartera de calidad en un sector muy volátil.

En los últimos tres años, se ha visto confirmado el **valor añadido de las estrategias globales “unconstrained” (libres) en IG y HY**. La flexibilidad de una solución de este tipo es un activo de calidad en cualquier asignación de renta fija e incrementa las características generales de protección del capital. También destacan los bonos convertibles, ya que el sector rinde bien cuando los tipos aumentan. ¡Participa! ■



Peter De Coensel

CIO de renta fija en DPAM
(Degroof Petercam
Asset Management)



Absolute Return Fixed Income: mayor flexibilidad para el éxito en un entorno de tipos de interés bajos

El entorno de tipos de interés persistentemente bajos ofrece a los titulares de bonos desafíos cada vez mayores. Después de que las estrategias de renta fija tradicionales hayan podido beneficiarse de una mayor reducción de los tipos de interés en 2019, el colchón para las próximas fases prácticamente se ha agotado, y el potencial de retroceso es enorme.

En este contexto, los inversores en productos de renta fija tradicionales se preguntan cómo posicionarse de cara al futuro. No solo la deuda pública ofrece rendimientos negativos en general, sino que el actual ciclo del crédito también está llegando a su fin para la deuda corporativa. Puesto que los productos de referencia tienen por definición una duración «larga» positiva y riesgos de crédito, una subida de los tipos de interés o una ampliación de las primas de riesgo provocarían inevitablemente una caída de los precios.

Por tanto, se necesitan conceptos más flexibles, por un lado, con respecto a los segmentos de deuda que invierten en función de la situación del mercado (p. ej., deuda pública, bonos corporativos, deuda subordinada, etc.) y, por otro, con respecto a la duración adoptada, así como los posibles mecanismos de cobertura frente al aumento de las primas de riesgo para los bonos corporativos.

Por tanto, esos conceptos flexibles, centrados en una rentabilidad absoluta, permiten situar la duración de la cartera en cero o incluso en negativo, mediante los derivados adecuados. De este modo, el inversor queda aislado de los riesgos de tipos de interés, pero sin dejar de beneficiarse al mismo tiempo de las primas de rentabilidad de los bonos corporativos o de la deuda pública periférica.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que una cobertura de los tipos de interés resulta muy cara y, por tanto, no puede utilizar-



se por sí misma. Hasta que se consolide una tendencia duradera de subida de los tipos, una cartera de renta fija debería mantener su posición a largo plazo. La modelización sistemática del riesgo ayuda a identificar pronto las tendencias de tipos de interés y a establecer una estrategia de cobertura para la cartera en su debido momento. Ante la avanzada fase del ciclo de crédito, la selección de títulos vuelve a centrarse cada vez más en los emisores de alto rendimiento (high yield), un segmento del mercado en el que los «eventos idiosincráticos» se han vuelto más numerosos recientemente.

Con la estrategia ODDO BHF Credit Opportunities, tenemos una estrategia de éxito para invertir de manera flexible en los segmentos de renta fija más prometedores según nuestro análisis. El análisis detallado de solvencia crediticia que llevan a cabo nuestros 22 expertos en renta fija determina la selección de los bonos más rentables, con el objetivo de construir una cartera de alta convicción. El enfoque de inversión se completa con modelos de riesgo acertados para una gestión satisfactoria de la duración y el riesgo.

Esto permite generar rentabilidades positivas incluso en el difícil entorno de mercado que prevalece actualmente. ■

> Hasta que se consolide una tendencia duradera de subida de los tipos, una cartera de renta fija debería mantener su posición a largo plazo



Bastian Gries

Director de Investment Grade
en Oddo BHF AM



Mathias Lackmann

Gestor en Oddo BHF AM



De izquierda a derecha: **Nabil El-Asmar** (Vontobel AM), **Beatriz Barros de Lis** (AXA IM), **Leonardo López** (ODDO BHF), **Martina Álvarez** (Janus Henderson), **Iván Díez** (Groupama AM), **Iñigo Escudero** (Invesco) y **Álvaro Antón** (Aberdeen Standard Investment)

Las gestoras recapacitan sobre su futuro: menos jugadores y más calidad

2019 ha cerrado con ganancias en la mayoría de activos, justo lo contrario a cómo cerró 2018. El entorno se vuelve complicado (más si cabe) para los perfiles de riesgo más conservadores en un entorno de tipos ultrabajos donde el refugio y la preservación de capital se paga en negativo. Es momento de recapacitar, hablar a largo plazo y agrandar la industria de gestión de activos. **Por Silvia Morcillo.**

Si a alguien en diciembre de 2018 se le hubiera preguntado cuál es el retorno que preveía para cerrar 2019 seguramente pocos habrían dicho retornos de doble dígito. Un ejercicio que ha cerrado como el mejor para la bolsa española desde 2013, con un retorno para el Ibex 35 de más del 11,8% y que, sin embargo, pocos inversores han probado. **Martina Álvarez, Country Head de España, Portugal y Andorra de Janus Henderson** cree que en 2019 "ha habido salidas netas a nivel europeo y en nuestro mercado, más aún. Es decir, estas rentabilidades tan buenas no las han visto los inversores, muchos de los cuales salieron con las caídas de diciembre de 2018". "Ha habido un crecimiento de los mercados bursátiles que no ha ido acompañado de flujos, sino más bien

todo lo contrario", dice **Leonardo López, Country Head Iberia y Latam de ODDO BHF**. Ahora las previsiones son optimistas, al menos para los primeros meses de 2020, teniendo en cuenta que asistimos a una relajación de los temores sobre la guerra comercial y unos datos macro más estables. Y además, "cuando vas fuera de España, sí se ve que hay inversores internacionales que han estado mucho tiempo fuera de Europa y que quieren volver a invertir".

Beatriz Barros de Lis, Directora general de AXA IM cree que los activos de bajo riesgo y con alta rentabilidad son una especie en extinción, los bancos no pueden seguir subvencionando ese ahorro (depósitos) que les está costando dinero y por lo tanto, el ahorrador que se encuentra más cerca de la jubilación y quiere

generar ingresos periódicos lo tiene complicado". Una experta que asegura que es un buen momento para recapacitar y ser conseciente de que no hay muchos activos donde refugiarse.

En este punto, y a juicio de **Iván Díez, Country Head Iberia & Latam Groupama AM**, la industria tiene dos retos: el primero es cómo hacer que el inversor o ahorrador deje de tener más del 42% de su ahorro financiero en depósitos. Porque si este año, tal y como han ido los mercados, se han mantenido en depósitos o incluso ha crecido la inversión en estos productos, ¿cómo hacer que, si van mal los mercados o no tan bien como 2019, puedan acudir a los fondos de inversión tanto los inversores como los ahorradores?. Ese es el segundo reto y es ahí donde "nos tenemos que centrar: mostrar las bondades de los fondos de inversión, su flexibilidad a la hora de gestionar, intentar aprovechar cualquier oportunidad que haya en los mercados..."

El sector está de acuerdo en que estamos en el mejor momento para convencer a los inversores de que sí o sí hay que tomar más riesgo porque "el dinero gratis" se ha acabado, asegura **Álvaro Antón, Country Head Iberia de Aberdeen Standard Investment**. "Remuneración del cash al cero por ciento por mucho tiempo y los esfuerzos pedagógicos, que están llevando a cabo tanto la industria como los medios, me hacen ser optimista con el intento de sacar al inversor de la renta fija", admite **Nabil El-Asmar, Country Head para Iberia de Vontobel AM**. Un experto que destaca la "fuente de innovación" que suponen las gestoras internacionales para la industria con alternativas como la inversión sostenible o fondos temáticos que van más allá de la inversión pura en acciones.

¿Y cómo va a revertir esto en la industria de gestión de activos? Hay voces que hablan de que, por los retos que tiene por delante, el sector ha pasado de ser la "gallina de los huevos de oro" a una industria en pérdidas. La regulación, la reducción de márgenes en un entorno de tipos negativos y el crecimiento de la ges-

ción pasiva son solo algunas de las "amenazas" que se ciernen sobre el sector. El experto de Groupama cree que la industria está cambiando, los márgenes caen y lo hacen por tres razones: por el entorno de bajos tipos de interés, sobre todo en renta fija habrá que reducir la comisión de gestión porque la rentabilidad esperada es mucho menor, que permanecerán así durante mucho tiempo; la regulación y el auge de la gestión pasiva.

Iñigo Escudero, Country Head de Invesco para España y Latam cree que la regulación, sobre todo Mifid 2, ha hecho que los costes de las gestoras hayan aumentado drásticamente. "Está claro que también hay otros productos con menor margen, como pueden ser los ETFs, que cada vez tienen más presencia en la industria de fondo y además, dada la gran competencia que hay con los tipos de interés donde están no se puede cobrar una comisión de gestión como la que había con los tipos más altos". Una situación que lleva a una reducción de márgenes en la industria con unos costes incrementándose y que hace pensar en un proceso de concentración. En los próximos años "se necesitará escala, volumen y con los cambios que está sufriendo la industria, las compañías más grandes podrán gestionar mejor todos los cambios regulatorios y de márgenes", asegura Escudero. Un movimiento que se centrará especialmente en el segmento de la gestión pasiva y que hará sufrir a las gestoras de un tamaño mediano. El auge de la gestión pasiva hará desaparecer a los "mal llamados" gestores activos, serán absorbidos bien porque no son rentables o porque sus comisiones no son competitivas.

> "Estamos en el mejor momento para convencer a los inversores de que sí o sí hay que tomar más riesgo porque el dinero gratis se ha acabado"

La responsable de Janus Henderson recuerda que los mayores compradores de la ges- →

→ tión pasiva son los gestores activos y, con la presión en márgenes que tienen nuestros distribuidores, nos han metido presión a nosotros para reevaluar “si por lo que estábamos pagando es correcto o no. Y lo que desde luego es incorrecto es cobrar comisiones por gestión pasiva y gestión cuasipasiva, que sí va a desaparecer”.

En el sector creen que la gestión pasiva necesita mucho volumen porque las comisiones son bajas. Sin embargo, la gestión activa consiste en gestionar bien más que gestionar mucho. “Si gestionas bien y generas alfa al final vendrá el volumen”, asegura Díez que cree que la herramienta que tiene la gestión activa para hacer frente al deterioro de márgenes es el “performance fee”. Si se gestiona de forma activa generando alfa “se podrá cobrar una comisión de éxito que permita compensar lo que se puede perder en márgenes”.

Una buena gestión que, a juicio del sector, es donde debería estar realmente el debate. “Generar alfa, especializarte en lo que

haces y hacerlo muy bien es clave para las gestoras más pequeñas y activas”, dice el experto de ODDO BHF. Una especialización que no es inherente a las gestoras más pequeñas o boutiques. Desde Vontobel AM defienden que hay un espacio para “multi-especialistas” que tengan 30-35 fondos con un porcentaje elevado de los mismos con 4-5 estrellas Morningstar. “Cuando veo que ese porcentaje es elevado e incluso más alto que el mercado, me tranquilizo. No se trata solo de sobrevivir sino que la calidad juega un papel muy importante”.

Barros de Lis habla de la reinención de la gestión activa como una forma de adaptarse al medio. Un esfuerzo que AXA IM ha orientado a aquellas estrategias donde hay valor, que tienen sentido porque el momento en que nos encontramos (ilíquidos, temáticos..) y buscar nuevas áreas de inversión que “en muchas ocasiones simplemente con una combinación de activos se puede ofrecer un perfil de rentabilidad - riesgo determinado o incluso explorar áreas donde antes no había necesidad de invertir”. Algo →





Vontobel

Asset Management

Buscando sostenibilidad en los mercados emergentes.

Para más información:
vontobel.com/em

vontobel.com/am

El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y su información no constituye invitación, oferta o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros.



→ que considera novedoso y donde realmente se verán grandes cambios.

> El mercado está sobreofertado y sí o sí el número de entidades e van a reducir. Lo harán porque los principales clientes dejan de tener proveedores para tener partners

Desde la industria hablan de un mercado “sobreofertado” en el que sí o sí el número de jugadores se va a reducir. Y lo va a hacer porque los principales clientes van a dejar de tener proveedores para tener partners y tendrán que elegir entre unos pocos que ofrezcan

un gran abanico de productos y soluciones. “Si este es el caso, a nuestro juicio, tener tantos cientos de gestoras en el mercado va a dejar de tener sentido”, asegura el experto de Invesco. En este punto, Nabil cree que aunque algunos distribuidores usen partnership “todavía hay gente en arquitectura abierta para todos nosotros que vamos a poder explotar”.

Hay voces que hablan de que la oferta de fondos es buena pero la realidad es que los

fondos no llegan a gran parte del inversor español porque hay criterios de nuestro mercado, como que la distribución se haga a través de entidades financieras, bancos o entidades aseguradoras que hace que existan criterios de selección donde se filtra mucho. “En nuestra industria va a haber una forma de filtrar y quien no cumpla los criterios de liquidez, reporting, información, compliance... no llegará al inversor español. Esto hará que la oferta se reduzca pero que hará que el sector siga evolucionando.

En cuanto a la asignación de activos de cada una de las casas:

- **Nabil El-Asmar (Vontobel AM):** “Renta fija flexible en un escenario de tipos bajos; renta fija emergente, tanto soberana como corporativa, para aquellos perfiles que sigan buscando yield y apostamos más por la calidad o el alfa más que por la direccionalidad. Hay más oportunidades en renta variable si el foco está puesto en la calidad”.
- **Iñigo Escudero (Invesco):** “En renta fija hay que ser flexibles y buscar nichos de mercado que todavía ofrezcan oportunidades y valor, como la deuda legacy. En renta fija emergente todavía se pueden encontrar →

oportunidades y, en renta variable, la calidad paga. El universo de pequeñas o medianas compañías continuarán aportando valor en el futuro”.

- **Álvaro Antón (Aberdeen SI):** “Para tratar de ‘sacar’ a la gente del depósito nos gustan los multiactivos. Tenemos uno que hace renta variable y renta fija siempre poniendo al frente la liquidez, que para nosotros es muy importante”.
- **Leonardo López (ODDO BHF):** “Renta variable europea de pequeña y mediana capitalización es donde claramente vemos valor a comienzos de año. A más largo plazo, la inversión temática es la ganadora a futuro y hay temáticas que, combinadas con renta fija, pueden hacer que haya menos volatilidad. Por último, aumentar el peso en inversiones ilíquidas, que tienen mucho sentido en un entorno de tipos bajos”.
- **Beatriz Barros (AXA IM):** “Un activo bastante olvidado en las carteras españolas es el inmobiliario cotizado. Nos gusta mucho la idea de inmobiliario cotizado mixto, estrategias de inversión que invierten tanto en el equity como en la deuda de los REITS. Además, habrá una temática que presenta una oportunidad enorme, que es la longevidad. Un universo muy amplio en un entorno en el que vamos a sobrevivir a nuestros ahorros y, por último, las renta fija a vencimiento que tiene mucho sentido gestionando las expectativas de rentabilidad”.
- **Martina Álvarez (Janus Henderson):** “Teniendo en cuenta los retos comentados (cómo hacer que el ahorrador en depósitos invierta en fondos y el plazo “cortoplacista” del inversor español) es importante recordar la importancia de la liquidez, de soluciones sencillas y sobre todo delegar en aquellos gestores que puedan identificar las empresas que podrán capear entornos tan complicados como los que se avecinan. Gestores multiactivo que puedan identificar los ganadores del medio y largo plazo”.



● Año fundación: 2017

Aberdeen Standard Investments

- **Presidente:** Martin Gilbert
- **Patrimonio bajo gestión:** 585.600 millones euros (30.06.2019)
- **Número de fondos registrados en España:** 84



● Año fundación: 1994

AXA Investment Managers

- **Presidente:** Gérald Harlin
- **Patrimonio bajo gestión:** 757.000 millones euros (30.06.2019)
- **Número de fondos registrados en España:** 107



● Año fundación: 1993

Groupama Asset Management

- **Presidente:** Mirela Agache Durand
- **Patrimonio bajo gestión:** 110.000 millones euros
- **Número de fondos registrados en España:** 25



● Año fundación: 1935

Invesco

- **Presidente:** Martin L. Flanagan
- **Patrimonio bajo gestión:** 1,1 billones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 218



● Año fundación: 1934

Janus Henderson Investors

- **CEO:** Dick Weil / **Directora Iberia:** Martina Álvarez Javier
- **Patrimonio bajo gestión:** 326.600 millones euros (30.09.2019)
- **Número de fondos registrados en España:** 63



● Año fundación: 1978

ODDO BHF Asset Management

- **Presidente:** Philippe Oddo
- **Patrimonio bajo gestión:** 60 bn
- **Número de fondos registrados en España:** 27



● Año fundación: 1984

Vontobel Asset Management

- **Presidente:** Axel Schwarzer
- **Patrimonio bajo gestión:** 101.091 millones euros (30.06.2019)
- **Número de fondos registrados en España:** 37



Retornos impulsados por el pago de cupones

En un entorno geopolítico global en el que la incertidumbre seguirá dominando los mercados, la prudencia se impone al emitir cualquier juicio sobre la evolución de la economía en 2020. En efecto, el crecimiento en EE.UU se verá reducido con toda probabilidad. A pesar de que el fantasma de la recesión parece dispersarse gracias, en parte, a los buenos datos de empleo y al gasto de los consumidores, el crecimiento va a tocar fondo en los próximos meses, situándose entre el 1,4% y el 1,8%. Fuera de EE.UU, el crecimiento podría repuntar modestamente, impulsado por el deshielo de las tensiones comerciales y unas condiciones financieras mundiales más fáciles que ayuden a los mercados emergentes a liderar este crecimiento mundial.

Si nos centramos en el crédito, el año pasado los mercados, reforzados por el giro más acomodaticio de los bancos centrales mundiales y la búsqueda de rendimiento, disfrutaron de un año fuerte en términos de rentabilidad total. Tanto el segmento de *Investment Grade* como el

High Yield registraron ganancias de dos dígitos. Es difícil imaginar niveles similares de rentabilidad este año.

En conjunto, las métricas del crédito con grado de inversión *Investment Grade* se han deteriorado. El apalancamiento se mantiene muy por encima de los niveles de 2008 y es elevado. Sin embargo, los niveles de efectivo son saludables, lo que ha mantenido el apalancamiento neto por debajo del máximo alcanzado en 2001, y, además, gran parte de este apalancamiento se ha producido en sectores no cíclicos. Una de las razones del mayor apalancamiento podría ser una “desglobalización”, una disminución de la productividad o bien el aumento de los costes laborales. Paralelamente, en el caso del *High Yield*, también el apalancamiento está por encima de los niveles de 2008 por un margen considerable, cuenta con una cobertura ligeramente superior, pero está fuera de los picos del ciclo. En general, pensamos que el desapalancamiento será más difícil a nivel global tanto en los segmentos de *Investment Grade* como en los de

High Yield, ya que el aumento de los costes laborales reduce los márgenes y la productividad. Aunque las tasas de cobertura son buenas, esto refleja que los bajos rendimientos han ayudado a las empresas a emitir deuda con vencimientos más largos y cupones significativamente más bajos.

Desde el lado de la oferta en *Investment Grade*, en 2020 esperamos que esta se reduzca. En efecto, la emisión de deuda para financiar operaciones de M&A's (fusiones y adquisiciones) se ha ralentizado y los grandes emisores se centran en reducir el apalancamiento. Y en el caso del *High Yield*, la oferta será plana. Los factores que impulsan los niveles más altos de emisión, como el porcentaje de bonos de titulización que deben refinanciarse, se van a ver compensados por el enfriamiento de la actividad de fusiones y adquisiciones en medio de la incertidumbre mundial.

Por el lado de la demanda, esperamos que el crédito global se mantenga fuerte. Si bien se han superado picos recientes, el valor de mercado de la deuda con rendimiento negativo se mantiene en niveles históricos, lo que empujará a los inversores a tomar más riesgos para obtener rendimientos, algo que se verá agravado por la reducción de los tipos de interés y la expansión de los balances de los bancos centrales. Por ello, la inversión en activos de mayor rendimiento, como el *Investment Grade* y el *High Yield* en dólares estadounidenses será un imperativo para los inversores.

Con este telón de fondo, empezamos el 2020 con unos diferenciales de crédito bastante elevados. Dado el número de riesgos macroeconómicos, geopolíticos y fundamentales, pensamos que hay oportunidad de ver sorpresas positivas y, por ende, poco espacio para una mayor reducción de los márgenes. Los inversores ya han estado ampliando el espectro de riesgo durante los últimos años, lo que ha hecho que los diferenciales de ambos índices sean más ajustados, incluso en el contexto de una recesión de la industria manufacturera, unos beneficios débiles y la volatilidad de la política comercial.

Aunque es probable que la búsqueda de rendimiento persista en medio de una política de bancos centrales poco rigurosa, la cautela se impone en 2020. En términos de rentabilidad, 2020 será más tranquilo que el pasado 2019, con retornos impulsados principalmente por el pago de cupones o intereses. ■

> En un entorno geopolítico global en el que la incertidumbre seguirá dominando los mercados, la prudencia se impone al emitir cualquier juicio sobre la evolución de la economía en 2020



Martha Metcalf

Gestora de carteras de renta fija de Schroders



Continuar con el crédito en la era de la inflación perdida y la tecnología 5G

La renta fija se enfrenta a un entorno de bajo rendimiento que obliga a los inversores a ser más creativos a la hora de encontrar el valor relativo y proteger sus carteras de nuevos riesgos. Este 2020 no sólo marca el inicio de una nueva década, sino que también da comienzo a una “nueva normalidad” caracterizada por bajos tipos de interés, baja inflación y menor crecimiento.

Con la cuarta etapa de la Revolución Industrial, hemos pasado a una nueva era en la que la próxima generación inalámbrica es capaz de conectar a los seres humanos con las máquinas y los objetos, facilitando la automatización de los procesos de producción. Esta nueva tecnología tendrá dos efectos, una baja inflación y un menor poder adquisitivo. El 5G reducirá los costes y permitirá utilizar menos trabajadores, lo que ejercerá presión sobre los precios y los salarios. Por consiguiente, la única manera de frenar la inflación salarial y el crecimiento del gasto será reducir aún más los tipos de interés.

El “nuevo” papel de los bancos centrales

Para mantener la economía mundial en movimiento a lo largo de la década de 2020 se requerirán bajos tipos. Hemos entrado en una era de “inflación perdida”, impulsada por la digitalización de la economía mundial y, en particular, por la adopción generalizada de la tecnología 5G. Esta tecnología irá en detrimento de los trabajadores que realizan funciones rutinarias, con lo que se reducirá su poder de consumo colectivo. Para combatir este efecto y seguir estimulando las economías se necesita un precio del dinero bajo.

Durante los últimos cinco años, no hemos dejado de escuchar que los tipos subirán, que el ciclo va a terminar, pero aquí estamos, y continúa. Hoy y en el futuro, los bancos centrales se ocuparán de sostener el ciclo y, por lo tanto, de mantener la prosperidad.

Según Eurostat, la proporción de la población en riesgo de pobreza ha aumentado en la zona

del euro del 11% en 2008 al 14% en 2018, y la tendencia va en aumento. A falta de nuevos métodos de redistribución de la riqueza, la desigualdad social aumentará, dado el impacto que esta nueva tecnología tendrá en los niveles de empleo, y en el crecimiento. Por lo tanto, serán cruciales las nuevas formas de intervención de los bancos centrales para redistribuir el “pastel de la riqueza” en el futuro. La reducción de los tipos ya no es suficiente, por lo tanto, no debería sorprendernos que se necesiten nuevas formas de intervención. Las autoridades monetarias podrían expandir el universo del QE; tomar más control sobre la curva de tipos; imponer más límites a los emisores; desviarse del criterio clave del capital y la introducción del “dinero helicóptero”. Esta medida consiste en dar dinero directamente a los ciudadanos y a las empresas, crear dinero y/o reducir los impuestos para inyectar nueva liquidez a la economía.

Las implicaciones para los inversores

La selección del crédito es clave y los inversores deben permanecer activos. Siempre hay oportunidades, y a pesar de que los diferenciales son estrechos y los rendimientos son bajos, todavía existe el riesgo de que se produzcan sobresaltos. Una buena selección de crédito ofrece la tranquilidad de contar con esas oportunidades de inversión, algo que los fondos de gestión pasiva no pueden hacer.

Seguimos favoreciendo los bonos subordinados de aseguradoras, los AT1, los bonos de nivel 1 y 2 de estilo antiguo, así como los híbridos corporativos. Además de la valoración, la oferta negativa neta de los bonos Tier 2 debería proporcionar apoyo técnico a este segmento en el futuro, al igual que las expectativas de oferta plana de los AT1.

La relajación de la política monetaria dominará el ciclo hasta bien entrado el año 2020 y el exceso de liquidez en el sistema superará las tensiones comerciales. Considero que el plazo de vencimiento de cinco a ocho años es el punto óptimo en este momento, y la selección de crédito es aún más importante. Seguimos adelante y mantenemos una actitud constructiva en nuestro universo de mid yield. De hecho, consideramos que el telón de fondo del crecimiento modesto, los bancos centrales acomodaticios que deberían mantener las rentabilidades de los gobiernos bajo control (nuestro caso base es el del Tesoro de EE.UU. a 10 años hasta finales de 2020, que comenzó en torno al 1,75%), y la recuperación de las ganancias, son factores de apoyo. Nuestras expectativas de rendimiento para 2020 son definitivamente más humildes que el año pasado, pero siguen siendo constructivas y positivas. Debemos centrarnos en los productos spread para combatir los bajos tipos. ■



**Mondher
Bettaieb-Loriot**

Jefe de Bonos Corporativos de
Vontobel AM



FERRÁN CASARRAMONA |

Director de inversiones en Esfera Capital Gestión y gestor de Esfera Robotics

“Amazon sigue siendo nuestra apuesta más sólida”

Lanzado en marzo de 2016, con el objetivo de obtener una revalorización del 10% anual a largo plazo y una volatilidad inferior al 15%, Esfera Robotics invierte en empresas que se benefician de la tendencia de la robótica y la inteligencia artificial. Una cartera en la que entran desde el conglomerado japonés Softbank hasta una de las compañías más grandes del mundo por capitalización, Amazon. **Por Silvia Morcillo.**

¿Cuál es el estilo de gestión del fondo para tener entre las principales posiciones al euro-dólar? ¿Por qué?

El fondo tiene invertido aproximadamente un 65% del patrimonio en acciones que cotizan en dólares y las posiciones en euro-dólar son simplemente para cubrir el riesgo divisa y no persiguen otra finalidad.

La filosofía del fondo es la de invertir en empresas que se benefician de la tendencia de la robótica e inteligencia artificial, ya sea de forma

directa, al hacer productos claves para la robótica, o indirectamente, al pertenecer a sectores que la aparición de la robótica van a crecer por encima del resto. Como ejemplo del primer grupo tenemos Duer, empresa alemana que fabrica accesorios y herramientas para robots, y como ejemplo del segundo tenemos Amazon, ya que la robotización favorece el comercio electrónico y Amazon es el líder indiscutible.

¿Cuáles han sido las últimas incorporaciones al fondo?

No realizamos muchos cambios en la cartera ya que nuestra vocación es la de permanecer en nuestras apuestas durante largos periodos ya que buscamos los ganadores para los próximos 10 años. Te puedo citar Michelin como una de las incorporaciones más recientes. El sector del automóvil va a sufrir un fuerte impacto tecnológico debido al coche eléctrico y la conducción autónoma. Nuestra previsión es que disminuyan las unidades de coches fabricadas pero aumenten los kilómetros recorridos y en este sentido el sector de los neumáticos se va a beneficiar. Hemos aprovechado los buenos múltiplos a que cotiza para entrar.

¿Tiene algún valor español/europeo en su radar?

No tenemos ningún valor español y el 20% de nuestra cartera está en valores europeos. No tenemos prevista ninguna incorporación.

Con los datos del tercer trimestre, tenían una exposición del 71% en renta variable. ¿Cuál es la rotación del fondo?

Tenemos una rotación muy baja, principalmente motivada por la entrada o salida de

fondos y para mantener un balance adecuado de exposición en los diferentes sectores en los que participamos.

El objetivo que tienen es no superar una volatilidad del 15% anual. ¿Cómo han conseguido cerrar el año y cómo capea un entorno en el que se habla de que volatilidad del +/- 20% ha venido para quedarse?

Nuestro fondo está muy diversificado por sectores, lo que nos otorga una importante resiliencia a la volatilidad. Por ejemplo, los sectores Salud y Defensa/aeroespacial representan conjuntamente un 25% de la cartera, lo que nos otorga un componente de cartera defensiva que a la vez se beneficia de buenos crecimientos.

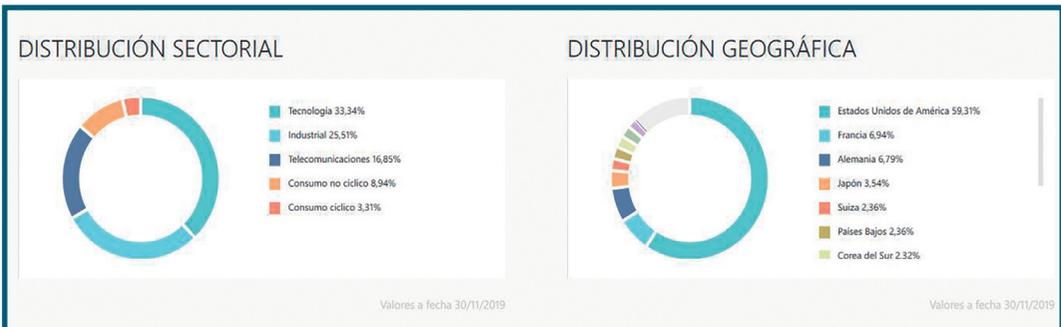
“No tenemos ningún valor español y el 20% de nuestra cartera está en valores europeos”

El fondo tiene una rentabilidad en 2019 del 36,28% ¿Se han planteado algún objetivo en este sentido?

Nuestro objetivo a largo plazo es conseguir un 10% anual. Las variaciones de un año particular no son importantes para el horizonte de inversión de 5 a 10 años que es el ideal de este fondo.

El año pasado cuando le entrevistamos nos dijo que “si tuviera que poner todo su dinero en una sola empresa y no tocarla durante 20 años seguramente sería Amazon”. ¿Sigue pensando lo mismo?

Si, Amazon sigue siendo nuestra apuesta más sólida. ■

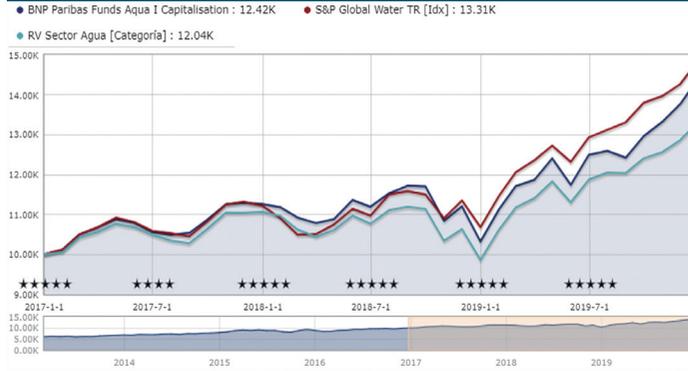




Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero (CISI)

BNP Paribas Funds Aqua

Cómo se ha comportado este fondo



Distribución activos (Datos a 31/10/2019)



Rentabilidad anual (Datos a 30/11/2019)

	2014*	2015*	2016	2017	2018	30/11
Rentabilidad %	15,79	12,25	13,08	12,63	-8,32	33,25
+/- Categoría	2,40	4,45	2,64	2,31	2,38	3,85
+/- Índice	-3,29	2,02	2,50	0,43	-3,55	-0,16
% Rango en la categoría (sobre 100)	30	20	21	29	20	17

Principales posiciones

Nombre del activo	Sector	País	% de activos
Georg Fischer AG	Industria	Suiza	3,04
Agilent Technologies Inc	Tecnología	Estados Unidos	2,85
Pentair PLC	Industria	Estados Unidos	2,79
Xylem Inc	Industria	Estados Unidos	2,68
Veolia Environnement SA	Industria	Francia	2,65
Rexnord Corp	Industria	Estados Unidos	2,64
Ferguson PLC	Industria	Estados Unidos	2,62
Aalberts NV	Industria	Holanda	2,57
Suez SA	Industria	Francia	2,51
Sekisui Chemical Co Ltd	Industria	Japón	2,49

Nuevo trinomio: Rentabilidad – Riesgo – Sostenibilidad

Hoy más que nunca, palabras como sostenibilidad y cambio climático son “trending topic” en cualquier conversación.

A pesar de que muchas empresas ya lo incorporan en su ADN de gobierno corporativo, supone un gran esfuerzo ganar credibilidad hacia el cliente. Como venimos exponiendo en últimas publicaciones, el binomio rentabilidad - riesgo se está convirtiendo en un trinomio; Rentabilidad – Riesgo – Sostenibilidad. Por ello, la mejor recomendación para este tipo de inversiones está en la selección de fondos con gestores muy especializados.

BNP Paribas Aqua cumple a la perfección con los baremos que buscamos para nuestros clientes. Uno importante para este tipo de fondos es el histórico, ya que no todos los existentes en esta categoría pueden presumir de 3 o más años de recorrido.

Una volatilidad en torno al 11% y un retorno muy consistente contrastan con alfa negativo, posiblemente causado porque nos encontramos con un fondo bastante correlacionado. Esto no siempre supone punto en contra, ya que hay relativizar y analizar el sector en el que nos encontramos, la tendencia del mismo y la diversidad de activos que podemos rastrear en el mercado.

Fondos como este, cuya estrategia se diseña para aprovechar el desequilibrio entre la oferta y la demanda de agua, invirtiendo en valores que cumplan con un desarrollo sostenible, una calidad en su estructura financiera y un potencial de crecimiento... y además ofrezca rendimientos tan buenos, debe ser casi un compromiso ético con nuestros inversores. ■

**Investigamos
para crecer en salud**



www.rovi.es



Renta variable emergente: el año que nos espera

Sería incorrecto afirmar que el futuro de los mercados emergentes está asegurado: se trata de una clase de activo volátil que es adecuada para los inversores dispuestos a adoptar una visión a largo plazo. Pero si los miramos desde una perspectiva diferente encontramos razones para el optimismo de cara a la próxima década, que comento a continuación.

No debe subestimarse la importancia de la política monetaria

Las autoridades monetarias de los países desarrollados realizaron durante 2019 pequeños recortes de tipos, mientras que sus homólogas en los mercados emergentes los recortaron de forma contundente, apoyadas por unos tipos reales elevados. Y se podrían producir nuevos recortes en 2020. Aunque no deberían percibirse como una panacea, los tipos más bajos podrían estimular la actividad e impulsar la demanda: la financiación más barata puede reducir el lastre que supone la devolución de la deuda y, a su vez, ayudar a las empresas a financiar la inversión productiva. En cuanto a las consecuencias

de los recortes de tipos de la Fed, con el tiempo estos deberían reducir la presión sobre el dólar, sobre todo si consideramos los efectos perniciosos del proteccionismo, del déficit doble que no deja de crecer y de la incertidumbre política que se deriva de las elecciones estadounidenses (mientras que en otras partes del mundo se observa una mayor claridad).

El cambio está en marcha, pero Roma no se construyó en un día

El cargado calendario electoral de los mercados emergentes en 2018 y 2019 ha comenzado a dar pistas a los inversores sobre la evolución futura de las políticas de los gobiernos. Eso no quiere decir que todos los gobiernos apuesten por una agenda favorable al sector privado, pero sí se aprecia que algunos mandatarios desean tomar medidas valientes y decisivas para apuntalar las finanzas públicas y colocar a sus países en una senda de crecimiento más sostenible. En este sentido, se necesita paciencia, ya que sabemos que los mercados suelen penalizar a la bolsa o celebrar apresuradamente el éxito, mientras que los progresos reales llevan tiempo.

La agitación geopolítica ha asestado un fuerte golpe a la confianza y los mercados emergentes se han llevado la peor parte de las malas noticias con el deterioro de las relaciones entre países. La guerra comercial (o tecnológica, como muchos la han denominado) está enquistada y no debería desdiseñarse como algo irrelevante. Sin embargo, en otras áreas del mundo emergente hemos visto pruebas de que las disputas prolongadas pueden solventarse, y un buen ejemplo es el conflicto entre EE.UU. y México.

A medida que EE.UU. y China van dando pequeños pasos hacia una solución (como el acuerdo comercial de "Fase 1"), sigue habiendo oportunidades para que las bolsas emergentes reduzcan su desventaja tras un periodo caracterizado por un comportamiento relativo marcadamente inferior.

Cuidado con la brecha

La brecha de valoración entre los mercados emergentes y los desarrollados se encuentra en su punto más alto en 15 años: -35% atendiendo al ratio precio-valor en libras. Si consideramos lo anterior junto con las perspectivas de beneficios, existen buenas razones para pensar que los mercados emergentes podrían atraer a los inversores. Las estimaciones de consenso colocan el crecimiento de los beneficios de los mercados emergentes por encima de los mercados desarrollados; así, los cálculos oscilan entre el 11% y el 13% en 2020 y entre el 12% y el 13% en 2021 (en dólares), lo que brinda motivos reales para encarar el próximo año con optimismo.

2020 es un año para ser estructuralmente optimistas

Los mercados emergentes no han eludido y no eludirán la desaceleración del crecimiento y varias de las economías más grandes, como la India y China, nos darán pruebas de que las tasas de crecimiento hace tiempo que tocaron techo y giraron a la baja. Sin embargo, muchos países emergentes siguen mostrando los mayores niveles de crecimiento económico del mundo y algunas de las incertidumbres y dificultades que han afectado a esta clase de activo a lo largo de los últimos años podrían estar disipándose.

Sostenemos desde hace tiempo que, a pesar de las noticias, los mercados emergentes ofrecen abundantes oportunidades de crecimiento estructural que sostienen una visión positiva sobre esta clase de activos. Existen áreas con trayectorias de crecimiento de larga duración que justifican una postura estructuralmente optimista y albergan empresas que operan en categorías con unas tasas de penetración considerablemente bajas. ■



Nick Price

Gestor de fondos de
renta variable emergente
en Fidelity International

GUILLERMO SANTOS ARAMBURO |

Socio y Director de estrategia de iCapital AF EAF

«España es nuestro mercado, pero no descartamos dar el salto a países extranjeros»

iCapital AF EAF cuenta con 350 clientes, buena parte de ellos institucionales, con un patrimonio medio algo superior a tres millones de euros, y todos nacionales aunque muchos con intereses económicos en diversos países. **Por Isabel Delgado.**

Centrada en clientes institucionales y grandes grupos familiares, iCapital AF EAF es una empresa de asesoramiento especializada en asesoramiento financiero y patrimonial. No tienen producto propio, puesto que consideran que el no tenerlo es garantía de independencia al evitar así todo tipo de conflictos de intereses.

Tipología de clientes

Ante el descenso de los tipos de interés, Guillermo Santos, Socio y Director de estrategia de iCapital AF EAF, explica que “el cliente de depósito tradicional es ya residual, antes mayoritario, y se ha convertido en cliente de fondos de inversión y, en menor medida, de otros vehículos de inversión como inmobiliarios, economía real, etc.”

El servicio más demandado por los clientes de iCapital es el asesoramiento global de las posiciones financieras de un cliente con independencia de los bancos en los que están depositadas, agregando y desagregando los activos financieros y calculando todo tipo de ratios de rentabilidad y riesgo. Es así como desde iCapital logran una “visión de helicóptero” de una cartera de inversión que puede estar distribuida en diferentes entidades.

Además, aportan una visión macro y una selección de tipos y subtipos de activos para acabar en la selección de productos específicos que consideran mejores en el mercado, y su ponderación en cartera en función de la

expectativa de rentabilidad deseada por cada cliente ligada a su nivel de aversión al riesgo, lo que analizan y miden de manera rigurosa y constante.

En iCapital, el cliente elige la fórmula con la que más cómodo se encuentra: pago explícito, fijo y/o variable sobre resultados con devolución de cualquier retrocesión que pueda existir, o bien un pago basado en las retrocesiones de los distribuidores, o bien una fórmula mixta de ambos sistemas descritos. Lo que tienen muy claro es la necesidad de adaptar el nivel de comisiones al entorno de tipos al cero por cien y a la complejidad del servicio o servicios que el cliente demanda.

En cuanto a esos inversores más jóvenes que cada vez están cobrando mayor importancia, Guillermo Santos matiza que “no es nuestro público objetivo por patrimonio normalmente reducido, pero lo que sí intentamos es formar bien a los hijos de nuestros clientes para que entiendan el funcionamiento financiero de una cartera de inversión así como la planificación financiera, cuestión decisiva para ellos. Los jóvenes deben conocer cuanto antes las ventajas del emprendimiento y del ahorro, lo que les permitirá ir construyendo un buen patrimonio si hacen las cosas bien”.

Para los clientes más conservadores, iCapital les ofrece diversificar en productos alternativos como inmobiliarios, capital y deuda privados, *secured loans*, etc., que aunque tengan cierta iliquidez doten a las carteras de estabi-

iCapital

FICHA TÉCNICA

- Número de gestores: **28**
- Número de fondos seleccionados: **90**
- Número de clientes: **350**
- Patrimonio total gestionado: **1.380 millones euros en activos financieros**
- Patrimonio mínimo para ser cliente: **2,5 - 3 millones de euros**
- Plazas en España: **6**
- Director de inversiones: **Guillermo Santos Aramburo**



lidad en su valoración y de una expectativa de rentabilidad favorable.

Por último, en la personalización de las inversiones de sus clientes dan un enfoque totalmente individualizado, es decir, cada cliente tiene su calificación de riesgo y orientación específica para que la evolución de su patrimonio sea lo más previsible y cumpla sus deseos de rentabilidad, lógicamente dentro de las posibilidades que ofrecen los mercados.

España y la selección de fondos para iCapital

“España es nuestro mercado, tenemos ya seis oficinas repartidas por toda la geografía, pero no descartamos dar el salto a países extranjeros como pueden ser algunos latinoamericanos y Miami”, afirma Guillermo Santos.

Consideran a España un buen mercado para el asesoramiento financiero. La excesiva bancarización y los permanentes conflictos de intereses de las entidades obligan a los clientes que quieren subir un escalón en asesora-

to e independencia a buscar interlocutores de primerísimo nivel como son muchas de las EAF que existen en el país.

Por otro lado, “mirar demasiado a las estrellas fugaces en lugar de centrarse en los fondos consistentes, con históricos suficientes y contrastada calidad en su gestión”, es para Guillermo Santos uno de los errores que con mayor frecuencia se cometen en la selección de fondos.

También, observan que otro de los grandes fallos del sistema de selección de fondos son las campañas de colocación de muchas entidades, ya que esto puede llevar al cliente a comprar un producto inadecuado.

En iCapital seleccionan las gestoras con las que trabajan gracias a un trabajo constante de búsqueda de entidades con resultados con- →

“iCapital AF EAF está centrada en clientes institucionales y grandes grupos familiares”



→ sistentes, equipos de gestión estables y accesibles y capacidad de comunicar con transparencia lo que existe en sus carteras.

Tecnología y sostenibilidad

“La tecnología es un elemento nuclear y contar con buenas herramientas tecnológicas es indispensable para ofrecer un servicio de calidad y poder acceder a todos los mercados y productos que puedan convenir a los clientes, además de lograr la necesaria claridad en el reporting al cliente que tanto se echa de menos en las entidades tradicionales”, afirma Guillermo Santos.

En cuanto a la sostenibilidad en las inversiones, en iCapital consideran que debería ser más que una moda. Es obligado filtrar los activos que entran en una cartera en base a criterios ligados al concepto de sostenibilidad pero siempre que éste se analice desde el rigor y el verdadero fin social que las empresas deben compatibilizar con sus objetivos de rentabilidad.

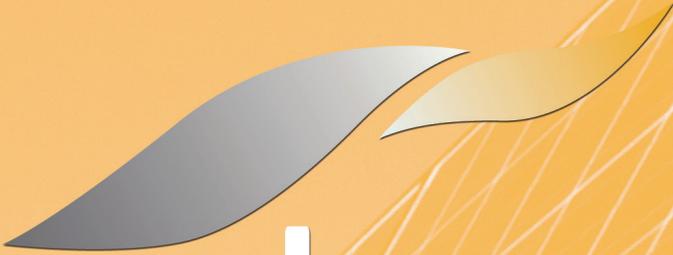
Perspectivas del sector

2020 llega repleto de dudas ligadas a los factores de riesgo geopolítico que han caracterizado al ejercicio 2019 y nadie se atreve a apostar de verdad por un retorno de la confianza empresarial y de los consumidores en los países desarrollados que reimpulse los beneficios de las empresas. “Todo ello, no es obstáculo por ahora para considerar que la recesión de la economía global dista mucho de ser una realidad y que en 2020, salvo sorpresa especialmente negativa, no asistiremos a ella”, opina iCapital.

Guillermo Santos espera una mejora de los beneficios en 2020 y considera que previsiblemente se asistirá en la primera mitad del año a un cierto rebote de los datos de crecimiento y también de los activos de riesgo. En ese marco, las bolsas podrían seguir subiendo, especialmente los valores ligados al *value investing* que han sido los grandes olvidados en los mercados de acciones en 2019.

Tras Mifid II, el escenario de las EAFIS frente a las bancas privadas está todavía evolucionando pues el sector del asesoramiento va a experimentar un proceso “filtrado” que irá dejando fuera a entidades que no pueden asumir las obligaciones legales por no lograr un nivel de ingresos que les permita contar con suficiente estructura de medios. Guillermo Santos concreta que “nos hemos adaptado perfectamente a Mifid II, pues tenemos a gala contar con una unidad de control de máximo nivel, desde la que se monitoriza la actuación de todos los asesores, desde su formación hasta las recomendaciones de productos financieros a clientes, habiendo ya llevado a cabo la comunicación individualizada a cada cliente de cualquier ingreso recibido por la EAF”.

“Las perspectivas que tenemos para el futuro del sector no son muy favorables dado lo difícil que es lograr en España entrar en las redes de distribución de productos financieros que tienen los bancos, a lo que se añade el reducido número de plataformas y el incumplimiento permanente de la normativa Mifid II por parte de los citados distribuidores”, concluye Guillermo Santos. ■



audax

renovables

Audax Renovables: “El valor que ha subido un 60% en 2019 y que triplicó su valor a lo largo de 2018”

Audax Renovables sigue batiendo récords y presenta grandes perspectivas de revalorización para 2020 gracias al impulso de las energías renovables.



Pequeñas compañías: conozca los riesgos

La rentabilidad y el riesgo son dos caras de la misma moneda. Diferentes estudios académicos han intentado identificar los riesgos específicamente vinculados a la inversión en pequeñas compañías que justificarían la demanda de rentabilidades más altas por parte de los inversores. Pero también existen ciertos riesgos que son más bajos en el caso de dichas empresas con respecto a las grandes, un aspecto al que no se le suele prestar tanta atención. Los inversores deben conocer además otros riesgos que no son ni más altos ni más bajos, sino simplemente diferentes, y que representan una fuente de diversificación. Por último, hay que tener en cuenta los factores de riesgo que son comunes a todas las empresas, con independencia de su tamaño.

¿Por qué un mayor riesgo se traduce en una capitalización de mercado más baja? Los inversores deben aplicar una tasa de descuento más alta a los flujos de caja futuros de las empresas que presentan un mayor nivel de riesgo. Una tasa de descuento más alta implica una valoración más baja.

En general, los expertos consideran que la prima de rentabilidad que ofrecen estas empresas sirve para compensar el mal comportamiento que pueden registrar en periodos de estrés del mercado. Los inversores activos deben decidir si la recompensa por asumir ese riesgo resulta adecuada. También pueden optar por controlar esos riesgos, por ejemplo, orientando sus carteras hacia empresas de mayor calidad.

Invertir en un índice de pequeñas empresas entraña más riesgo que hacerlo en el índice de grandes empresas equivalente, pero invertir en una cartera de pequeñas compañías no tiene por qué.

Mayor riesgo

1. Riesgo de liquidez. Las acciones de pequeñas empresas son menos líquidas. Además, estas empresas suelen estar muy participadas por los propietarios o los empleados, lo que reduce el free float. Este riesgo puede mitigarse en el contexto de una cartera de inversión, aunque conlleva mayores costes transaccionales asociados a la apertura y el cierre de posiciones.

2. Riesgo de recesión. Históricamente, las small caps se han comportado peor en periodos de recesión. En el caso del mercado de renta variable estadounidense, este peor comportamiento ha sido del 5%, en media, durante las cinco recesiones registradas desde 1980.

3. Riesgo de crédito. El coste de financiación es más elevado para las pequeñas empresas (de hecho, el coste de capital también es más alto, puesto que unas menores valoraciones medias para los compradores de acciones se traducen en un mayor coste para las empresas que emiten esas acciones). Este hecho es coherente con el mal comportamiento relativo que exhiben las acciones de pequeñas empresas cuando las cosas se ponen feas. La prima de rentabilidad que ofrecen las pequeñas empresas es más alta cuando los tipos de interés están bajos que cuando están altos y al contrario.

4. Riesgo de inflación. Las valoraciones del mercado de renta variable suelen ser más altas cuando la inflación se sitúa cerca del nivel objetivo y más bajas cuando la inflación es elevada, cuando cae hasta prácticamente el 0% o cuando se vuelve negativa (deflación). Esta tendencia es aún más acusada en el caso de las pequeñas empresas.

5. Volatilidad de precios. Los riesgos descritos hasta ahora provocan que las rentabilidades de un índice de empresas de pequeña capitalización registren un mayor nivel de volatilidad que en el caso de las empresas más grandes.

Menor riesgo

6. Complejidad. Las grandes empresas son organizaciones complejas. Por ejemplo, las ventas de televisores Trinitron y del Walkman impulsaron el rápido crecimiento de Sony durante la segunda mitad del siglo XX. En la década de los noventa, la empresa se había convertido en un auténtico mastodonte con una plantilla de 160.000 personas. La enorme presión sobre los beneficios llevó a la empresa a dividirse en unidades más pequeñas a las que se les pidió que intentasen ser rentables por sí mismas. En 1999, Sony presentó en una feria comercial de Las Vegas su primer reproductor digital portátil. A continuación, otra unidad de negocio de la propia Sony presentó →

> Invertir en un índice de pequeñas empresas entraña más riesgo que hacerlo en el índice de grandes empresas equivalente, pero invertir en una cartera de pequeñas compañías no tiene por qué



Álvaro Antón Luna

Country Head de Aberdeen
Standard Investments para Iberia



→ otra versión del mismo producto. Lógicamente, los consumidores no lo entendieron y ambos productos fracasaron. La complejidad de las grandes empresas dificulta el control por parte del equipo directivo.

7. Concentración del índice. La composición de los índices de mercado refleja los éxitos del pasado. A veces, el mercado se ve dominado por un tema, lo que provoca una concentración de valores en la parte alta de la lista. Al cierre de 2017, cinco empresas tecnológicas estadounidenses lideraban el índice MSCI World: Apple, Microsoft, Alphabet (matriz de Google), Amazon y Facebook. En conjunto, representaban un 7,5% del índice.

El grado de concentración aumenta en las carteras regionales y es aún más pronunciado en las carteras que invierten en un solo país.

Riesgos diferentes

8. Exposición al riesgo de divisa. Las pequeñas empresas concentran un mayor porcentaje de sus ventas en sus mercados locales mientras que las grandes empresas

tienden a ser más internacionales. Por eso, las variaciones en los tipos de cambio afectan de forma diferente a las pequeñas y a las grandes empresas.

9. Riesgo específico. Los riesgos que afectan de forma específica a un valor (riesgos específicos, propios, idiosincrásicos, no sistemáticos o diversificables) influyen mucho más en la rentabilidad de las empresas pequeñas que en la de las grandes. Por el contrario, las empresas más grandes son más sensibles a otros factores como el país, el sector o el estilo.

10. Diversificación. Las empresas que forman una cartera de pequeñas compañías son diferentes de las que se incluyen en una cartera de grandes cotizadas. Aunque este dato puede parecer trivial, el auge de las carteras basadas en factores de inversión (o smart beta) está provocando que los mismos valores se incluyan en más de una subcartera.

11. Rentabilidad a lo largo del ciclo. Estas diferencias en cuanto a los riesgos ayudan a explicar por qué capturar la prima de rentabilidad de las pequeñas empresas implica periodos de rentabilidad superior e inferior. Los ciclos de liderazgo de las pequeñas y las grandes empresas son diferentes en los distintos países y pueden durar varios años.

Riesgos comunes

12. Parámetros de riesgo tradicionales. Independientemente del tamaño de la empresa, los gestores deben tener en cuenta las exposiciones por país, sector e industria, así como su exposición a factores de estilo como la calidad, el momento o el valor. Además, deben prestarle especial atención a los riesgos específicos de cada valor, para lo que resulta particularmente útil el análisis fundamental.

En resumen, los inversores deben conocer el complejo conjunto de riesgos que presenta la inversión en pequeñas empresas, puesto que este conocimiento genera oportunidades para que los gestores activos puedan generar rentabilidad. ■



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

Pequeñas compañías. Grandes oportunidades.

Creemos que la oportunidad de conseguir resultados atractivos invirtiendo en pequeñas compañías es muy grande como para ignorarla y además ofrece una prima de retorno a los inversores a largo plazo. Asimismo, pensamos que nuestras carteras activas de pequeñas compañías ofrecen beneficios de diversificación al proporcionar una exposición muy diferente a la del mercado general. Según nuestro análisis, para los gestores activos, este universo de compañías, amplio y menos analizado, presenta muchas oportunidades para identificar activos incorrectamente valorados y para añadir valor por encima del retorno del índice.

aberdeenstandard.es/smallcaps

El valor de las inversiones y los ingresos que se deriven de ellas puede bajar y subir y los inversores podrían recuperar un importe menor que el invertido.

AberdeenStandard
Investments



2019, un año con luces y sombras para el sector del asesoramiento

2019 ha sido un buen año para los que nos dedicamos al asesoramiento financiero y patrimonial. Lo digo desde la perspectiva del asesor que está en la trincheras, el que se sienta periódicamente con sus clientes y reporta sobre la evolución de la cartera.

El ejercicio anterior fue el peor en muchos años. De hecho, yo no había conocido uno igual en más de 25 años de carrera profesional, incluso peor que 2008. Fue un año en el que los inversores no se pudieron refugiar en ninguna clase de activo para mitigar las pérdidas, un año en el que las carteras conservadoras arrojaron rentabilidades negativas en torno al -5%. Lo único que se salvó fue el bono alemán, al actuar como refugio.

Sin embargo, 2019 ha sido todo lo contrario. A pesar de tener dos meses, mayo y agosto, en los que aumentaba la volatilidad y las carteras sufrían, en líneas generales, los inversores han obtenido rentabilidades muy altas, compensando la mala evolución del año anterior. Eso para el que no hubiera cambiado de perfil de riesgo, claro. Circunstancia que se suele producir si un cliente no está asesorado convenientemente.

Cuando las cosas van mal, el inversor tiende a llevarse por las emociones y a bajar la exposición, cosa que un buen asesor debería evitar. Como dice un compañero de profesión: "la labor de un buen asesor es ayudar al cliente a luchar contra sí mismo". No puedo estar más de acuerdo con esa expresión.

En realidad, lo que debe determinar el perfil de un inversor no es la evolución de los mercados, eso es un error muy común que cometen muchos inversores y muchos profesionales del sector. El perfil de un inversor tiene que estar determinado por sus circunstancias personales, es decir, por sus conocimientos y experiencia financiera, por su situación económica y por sus objetivos de inversión. Si estos cambian, cambia el perfil.

Por otro lado, 2019 no ha sido tan buen año para el sector del asesoramiento, estoy refiriéndome, en este caso, a las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAF) y al resto de entidades que lo prestan.

Debido a los cambios que conlleva la implementación de MiFID II el sector está sufriendo. Actualmente hay unas 140 EAF activas, y una

parte importante son microempresas, ya sean personas físicas o jurídicas. Estas son las que más están sufriendo, ya que, debido al pequeño tamaño, no tienen ingresos suficientes como para poder invertir en tecnología que les ayude con el cumplimiento normativo ni contratar a un buen despacho para que les ayude a hacer la necesaria adaptación a MiFID II. Además, ese cumplimiento normativo tiene un coste muy alto en tiempo, horas que un asesor debería dedicar a sus clientes.

Es duro decirlo, pero está claro que a este tipo de entidades no les quedará otra opción que desregularse y pasar a ser agente de una entidad financiera, fusionarse con otra EAF o integrarse en una entidad más grande. A lo largo de 2019 se han producido escasas operaciones de integración o fusión entre EAF; creo que en 2020 habrá más, y desde aquí animo a integrarse con iguales o con entidades más grandes a aquellos que vean que no es posible la viabilidad de su negocio por tener un tamaño insuficiente. Es mejor integrarse que desaparecer. El regulador consideró en su día que las Empresas de Asesoramiento Financiero fueran Empresas de Servicios de Inversión y la pertenencia a ese club tiene un coste muy alto para el sector.

Por otro lado, las empresas que tienen un tamaño medio o grande sí gozan de buena salud, aunque también realizan un esfuerzo considerable por el cumplimiento normativo. Desde ASEAFI siempre hemos demandado una aplicación proporcional de la norma, para que nuestro sector sufra menos, pero vemos que eso no se va a producir nunca, por tanto, nos tendremos que adaptar a las circunstancias.

Espero que 2020 sea un buen año, para los clientes, en términos de rentabilidad, y para que nuestro sector se vaya fortaleciendo y consolidando. ■

> Animo a integrarse con iguales o con entidades más grandes a aquellos que vean que no es posible la viabilidad de su negocio por tener un tamaño insuficiente. Es mejor integrarse que desaparecer



Carlos García Ciriza

Presidente de ASEAFI



A S E A F I

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

ASEAFI desde su creación ha luchado por representar al sector de las EAFIS bajo el concepto de la unión hace la fuerza, buscando mostrar esa unidad frente al mercado y el regulador (CNMV). Actualmente la asociación tiene 52 asociados, Eaf's activas - Para más información contactar: info@aseafi.es / telf. 633 653 412.

NORMAN MARTEL | Director ejecutivo de A&G Banca Privada

“Si mis clientes no confían en mí, estoy fuera del sector”

En banca privada, los clientes basan su relación con la entidad en su persona de confianza: el banquero privado. “Él es el eslabón de la cadena que debe concentrar conocimientos, excelencia y los valores por los que queremos ser reconocidos”. Hablamos con Norman Martel, Director ejecutivo de A&G Banca Privada. **Por Silvia Morcillo.**

¿Qué previsiones tenéis para la economía en este 2020?

Creemos que habrá desaceleración pero no demasiado profunda. La desaceleración ya se está dando en los últimos 18 meses y creemos que sí dependerá mucho del consumidor americano, que será el que nos diga si llegamos a una recesión más profunda o no.

¿Cómo os está afectando el entorno de bajos tipos de interés, que se está dejando sentir en casi toda la industria?

A la banca la afecta totalmente porque los ingresos le venían de la financiación. Eso se está recortando y ahora tienen que volver a un segmento como el de los fondos de inversión o la gestión que les dé un retorno. Con Mifid 2 ¿Qué nos encontramos? Que es una regulación demasiado extremista. Yo llevo la cartera de clientes en terceros bancos. Si hace unos años nos sentábamos el gestor del banco y yo como asesor independiente con el cliente para ofrecerle un abanico de productos hoy, este se ha perdido. Hay fondos que no se pueden comercializar y terminamos en el 80% de los casos con una lista muy restringida donde volvemos al mismo sitio que hace unos años: productos propios de las entidades que necesitan esos ingresos. Mifid se ha convertido en algo para lo que no venía. Otro ejemplo es la banca de inversión: los inversores ingleses o americanos están desregularizando porque se encontraron con las manos atadas y aquí las acabamos de atar. Nos dejan un sistema donde los clientes de menos de 500.000 euros quedan fuera y hay mucho cliente de este tipo.

¿Cómo cree que afectará esta regulación a las carteras de los clientes?

El cliente en fondos hoy empieza a notar esta situación porque se le cobra de forma explícita y, mientras los resultados sean positivos, lo aceptará. Pero cuando se dé la situación contraria y el cliente llegue a perder un 8% y se le siga cobrando será cuando la situación sea crítica. Yo a mis clientes les pregunto si prefieren pagar una comisión explícita o nos vamos a una serie de banca privada, que es la más baja, y en el 80% prefieren el sistema de comisión implícita con rebate.

¿Y a la industria?

Yo llevo desde 1993, soy un gestor independiente y, si mis clientes no confían en mí, estoy fuera. Si el regulador me pide formación me viene bien pero si no me he formado antes ¿cómo voy a seguir llevando a mis clientes? A nosotros no solo nos piden una gestión financiera, llevamos temas inmobiliarios, búsqueda de rentas alternativas en distintos productos, fiscalidad... somos las personas de confianza. El banquero que trabaja para una entidad es más complicado porque tiene unos objetivos, unos horarios...esto me lo marco yo si quiero seguir estando dentro del mercado.

¿Cómo se vende a un inversor conservador que tendrá que pagar un retorno casi en negativo en un producto de bajo riesgo, en el actual entorno de tipos?

Tengo clientes que llevan varios años conmigo, tienen buenos negocios, no quieren arriesgar su dinero y lo único que me piden es no perder. Con ese cliente ya hemos trabajado para decirle que, en el entorno en el que nos



encontramos de tipos bajos, una inversión de bajo riesgo nos hará perder dinero. Necesitamos alternativas en fondos con volatilidad por debajo de uno. El cliente lo está aceptando porque no tiene otra alternativa aunque también si ese cliente antes dedicaba parte de sus ganancias a la gestión de activos, ahora las ha ido pasando al sector inmobiliario.

**¿Cómo estáis atrayendo el capital joven?
¿Crees que es un reto para el sector?**

Si hablamos de A&G cada banquero es un mundo. Somos banqueros independientes, te-

nemos una casa que nos provee de información, de análisis pero luego cada uno decide, con su tipología de cliente, como actúa. Mis clientes más mayores, que son los que tienen el patrimonio, en muchas reuniones van incorporando a sus hijos y éstos para muchas cosas nos van llamando de forma particular. Hoy en día, son operaciones pequeñas, les gusta operar en bolsa y ser más arriesgados. A ellos les recomiendo gestores que son más agresivos y que participan en los fondos con su capital para que sean conscientes de que podemos llegar a un espectro de mercado tan amplio que puede cubrir sus necesidades. También es cierto que en Sevilla no hay mucho high tech, que es el tipo de cliente que probablemente tenga unos recursos para estar en banca privada.

¿Cuál es el papel que tiene la tecnología dentro de la industria?

Cuando hay un patrimonio de cierto tamaño me parece que las fintech son correctas pero cuando el volumen es más alto, los clientes no solo quieren que se hable de sus inversiones sino que quieren tratar muchos temas: situación de su empresa, jubilación, familia...donde el banquero es un confesor. Muchas veces buscan alguien honesto al frente y en muchas otras la rentabilidad no es lo primero.

¿Cuál es el perfil de sus clientes?

Tradicionalmente mi cliente era masculino, en muchos casos no era su dinero sino de su esposa pero era él quien los administraba. El que estaba en esa situación se mantiene igual. Tengo mucha clientela que se ha incorporado hace años al mercado laboral, hoy es profesional independiente, genera mucho dinero y yo soy su administrador. Además, tengo viudas que no se fían mucho de sus hijos, llevan su patrimonio con mano de acero y les va bien porque son bastante estrictas a la hora de llevar todas sus cosas. En Andalucía el cliente es más conservador pero si hace unos años su exposición a renta variable estaba entre el 30-35%, con la bajada de tipos ese cliente está en el 50%. Pero también tengo clientes extranjeros que, cuando los españoles estaban expuestos al 30% a mercados, ellos estaban en el 60%. ■



De izquierda a derecha: **Juan Andrés Romero** (Clerhp); **Diego Cabezudo** (Gigas); **Javier Amo** (IEB); **Susana Burgos** (Ei); **Pedro Gómez** (Colectual); **Xavier Casajona** (VozTelecom); **Pablo Martín** (Izertis); **Jesús Muela** (GVC Gaesco) y **Carlos Ruiz** (CEPYME).

MAB: ventajas de las empresas al cotizar en Bolsa

Las pymes son actrices protagonistas de la economía española. Sólo alguien que no sepa de economía las consideraría actrices de reparto, ya que emplean al 80% de nuestra fuerza laboral y representan el 65% de nuestro PIB. Cuando necesitan financiación, visibilidad, liquidez, y el resto de ventajas que conlleva cotizar, disponen de una plataforma hecha a su medida: el Mercado Alternativo Bursátil (MaB). Sus integrantes volverían a dar el salto sin dudarlo, pero se quejan de que le siguen faltando tamaño y, por ende, liquidez. **Por Susana Burgos.**

Gigas Hosting se estrenó en el MaB en noviembre de 2015. Según dijo el CEO de la empresa de *cloud computing*, **Diego Cabezudo**, en un desayuno de trabajo organizado por Estrategias de Inversión, “ser una empresa cotizada te abre muchas puertas. Te añade un punto de credibilidad y reputación muy interesante, sobre todo en Latinoamérica, donde dices que cotizas en Madrid y te ponen a la altura de Telefónica. A nosotros el MaB nos sirvió para financiar el plan de crecimiento orgánico y también la emisión de bonos convertibles, así que conseguimos los objetivos que nos fijamos. Lo único negativo está en el capítulo de las inversiones: cuando tienes que presentar resultados trimestrales no tomas decisiones

drásticas. Ahora somos más conservadores y eso no siempre es bueno”.

Para la empresa murciana de ingeniería **Clerhp Estructuras**, la fecha que aparece subrayada en rojo en el calendario es el 10 de marzo de 2016. Su presidente, **Juan Andrés Romero**, todavía recuerda lo solos que se sintieron desde que adoptaron la decisión, dos años antes, hasta que salieron al mercado. “Nos consta que en la actualidad se ayuda más a las empresas nuevas; afortunadamente, porque para nosotros el *road show* fue difícil, aunque nos dimos cuenta nada más empezar a cotizar, de que la apuesta había sido la correcta. Bancos e inversores dejaron de vernos como una empresa del sector construcción y entendieron el modelo de

negocio. Nuestra cartera comercial pendiente de contratos se multiplicó por diez, y de ahí ha venido un crecimiento importante a través también de Inverready y el fondo Smart del Banco Santander. Este tipo de instrumentos se fijan en ti porque cotizas”.

Más casos de éxito

Cuatro meses después de que lo hiciera Clerhp, iniciaba su andadura en el MaB **VozTelecom**. Su CEO, **Xavier Casajona**, explica que “por aquel entonces facturábamos 10 millones de euros y nos planteábamos un plan de expansión comercial por toda España, fuera de Cataluña y Madrid. Estábamos desplegando un modelo de distribución vía franquicias, que requería financiación porque los fondos de inversión que nos apoyaban estaban ya en su final de ciclo. Colocamos tres millones de euros y buscábamos nuevos accionistas para consolidar nuestro nicho de mercado y liderar el mercado nacional. Además de lograrlo, hemos llevado a cabo una inversión de bonos convertibles que nos ha permitido financiar la compra de dos compañías en 2019, una en el País Vasco y otra en Sevilla. Nuestra valoración es muy positiva dentro de las dificultades, porque el MaB es un mercado que todavía no atrae suficiente capital. Por eso celebramos tanto cada incorporación. Ojalá 2020 sea un buen año en este sentido. Necesitamos más empresas que las ciento y pico ac-

tuales. Y de todos los sectores, porque las soci-mis siguen dominando este mercado nuestro”.

Izertis se incorporó a “la Bolsa de las pymes”, como muchos la siguen llamando coloquialmente, el 25 de noviembre de 2019. “La motivación principal, dice el presidente de la consultora, **Pablo Martín**, no es que los bancos no nos apoyen después de 23 años de andadura, sino que ahora tenemos un plan de crecimiento mucho más ambicioso. Nos parecían importantes la posibilidad de diversificar las fuentes de financiación, lo que supone cotizar para la reputación y creación de la marca, o las herramientas que puede proporcionarnos el MaB a la hora de atraer talento de alto nivel. Igual que pensamos que también podremos cerrar algunas operaciones corporativas con más facilidad... Estar cotizados nos permite abrir rondas de financiación de una forma más sencilla o acudir a otros mercados como el de deuda”.

> “El MaB es un mercado absolutamente necesario, más en un país como en España, donde falta claramente una clase media empresarial”



→ Gaesco está en este mercado desde el primer día y ha trabajado para las tres cuartas partes de las empresas que lo integran, como recuerda **Jesús Muela, Subdirector General de GVC Gaesco Beka y Responsable de Corporate Finance y Mercado de Capitales de GVC Gaesco**. “Las compañías se han dado cuenta de que es muy importante mantener una vía abierta con el inversor”, señala. “Y los inversores también han evolucionado. Cuando una operación tiene cierto tamaño, ahí están los profesionales, los *family office*, la banca privada y los internacionales. En 2019 se han hecho un par de operaciones donde a la vez, se ha captado capital para la compañía y algunos accionistas han vendido un trocito de la empresa. Esto antes no pasaba”.

“Otra cosa es que este tipo de empresas tengan una información clara y precisa de lo que significa cotizar en el mercado”, puntualiza **Carlos Ruiz, director de Economía de Cepyme**. “Éste es uno de los hándicaps con que nos topamos hace 10 años cuando se produjo una crisis de crédito brutal. Lamentablemente, ahí nos dimos cuenta de la dependencia de la banca de tantas y tantas pymes. La crisis financiera internacional no sólo condicionó muchísimos

proyectos de inversión sino la propia solvencia y supervivencia de todas estas compañías. Calculamos que hay alrededor de 200.000 empresas españolas susceptibles de estar en los mercados -en general, no sólo en el MaB-, pero muchas de ellas, habiendo tenido incluso experiencia de financiación extrabancaria, no están familiarizadas con la idea de poder cotizar. Visto el déficit de información y formación de los empresarios, nos hemos puesto a trabajar porque tenemos claro que la capacidad de determinar cuál debe ser la fuente de financiación, es algo que pertenece al poder empresarial. No conviene delegarlo”.

Un mercado necesario

Javier Amo, Director del Máster en Bolsa y Mercados Financieros del IEB, considera que el MaB “es un mercado absolutamente necesario, más en un país como en España, donde falta claramente una clase media empresarial. Tenemos en todos los sectores de la economía un top five: el Santander, Ferrovial, Inditex... pero nos falta la típica empresa alemana de 300 ó 400 empleados. En este sentido, el MaB es bastante facilitador, teniendo en cuenta, además, que el 80% de la financiación en Estados Unidos →



Adaptamos las *comunicaciones* a tu empresa y sector



VozTelecom es líder en servicios de comunicaciones en la nube para empresas en España



Centralita en la nube con prestaciones sin límite

Mejora la atención telefónica y la gestión de las llamadas con los mensajes de bienvenida, colas de espera, grupos de salto, grabación, analytics y mucho más.



Telefonía fija, móvil con llamadas ilimitadas y acceso a Internet

Disfruta de llamadas nacionales ilimitadas desde fijo y móvil, con planes de datos hasta 20GB, ampliables. También, disponemos de Internet con Fibra hasta 600Mb.



Integra la centralita en tus aplicaciones de usuario

Integra la telefonía de VozTelecom con los principales CRM del mercado con Gmail. Además, con nuestra API podrás realizar la integración con tus propias aplicaciones de negocio.

Miles de empresas confían en VozTelecom

Ocio y consumo

- BlueSpace
- Grupo MGA
- Joyería Zapata
- Mr. Wonderful
- Restaurantes Nueve Reinas
 - Softonic
 - Superdry

Educación

- UPC

Comunicación

- Producciones del Barrio

Arquitectura

- Bofill Arquitectura

Automoción

- Certio ITV
- Grupo Mundomovil
- Suzuki Motor
- y más de 30 concesionarios Renault, Seat, Volvo...

Inmobiliaria

- Housfy
- La Casa
- Prestige Real State

Organizaciones

- Ayuntamiento de Cervelló
- Colegio de mediadores de seguros de Barcelona
 - Colegio oficial de Ingenieros industriales de Cataluña
- Consejo general de los colegios de mediadores de seguros de España
- Consulado General de Brasil en Barcelona

RRHH

- Epos Spain ETT
- Seeliger y Conde
- Talent Search and people

Electrodomésticos

- Calbet
- Taurus

Informática y electrónica

- Beep
- Prink

Asesorías y consultorías

- Baker Tilly
 - Ejaso
- Grupo Preving - Egarsat
 - Inveready
- Nuclio Venture Builder
 - RSM



→ ya no se hace vía préstamo bancario cuando aquí ocurre exactamente lo contrario. Para las empresas que ya han dado el salto, cotizar en este mercado supone también una preparación importante de cara al futuro, por las relaciones que han de entablar con inversores y analistas. Claro que tienen que abrir la puerta y dejar que entren hasta la cocina, y eso es algo a lo que no están dispuestos todos los empresarios”.

La aspirante

Colectual nació hace algo menos de tres años y se dedica a la financiación no bancaria. Todavía no está en el MaB pero ambiciona conseguirlo a lo largo de 2010. “Ocurre que cinco entidades acaparan el 85% del negocio y esa concentración genera un problema potencialmente más grave del que se dio en 2009”, destaca **Pedro Gómez**, su presidente. “Como una compañía pequeña que somos, aspiramos a tener algo más de visibilidad, financiación y credibilidad, y pensamos que el Mercado Alternativo puede ayudarnos a conseguirlo. La transparencia y el buen gobierno corporativo deben estar en las empresas desde el principio, y eso es algo que nosotros tenemos y que puede contribuir a superar el escrutinio”.

Las asignaturas pendientes

Opina el CEO de Gigas que, a diferencia de lo que ocurre en el Reino Unido, en España faltan incentivos fiscales para que el MaB acabe de

despegar. “Y encima los pocos que hay dependen de dónde tenga la sede social la empresa y de dónde resida el inversor”, apostilla. “Y en términos de regulación también existen una serie de *gaps* que hay que hay que cubrir porque formalmente somos empresas no cotizadas y eso genera algunas anomalías del mercado. Ocurre, sin ir más lejos, cuando una junta aprueba un plan de *stock options* y resulta imposible ejecutarlo si la cotización ha cambiado”. Sea como fuere, todos coinciden en que la prioridad debería ser conseguir nuevos actores para que el mercado gane en tamaño y liquidez.

Javier Amo, del IEB, puntualiza que no es ése un problema inherente al MaB sino a la mentalidad empresarial española, que hace que compañías como Mercadona, Renfe o El Corte Inglés no quieran cotizar.

El presidente de Clerhp cree que en breve va a cambiar radicalmente la forma en que se financian las pymes. “Porque antes teníamos decenas de bancos y si le pedías 25.000 euros a cada uno, ya lo habías solucionado. Y ahora sólo puedes llamar a cuatro puertas y si no te dan dinero, se acabó el negocio”.

Ninguno de los ocho se atreven a poner fecha a ese momento, pero la expansión del Mercado Alternativo Bursátil tiene mucho que ver con esa gran revolución. ■

izertis

YOUR FUTURE, OUR CHALLENGE.



Líderes en procesos
de Transformación Digital.

www.izertis.com



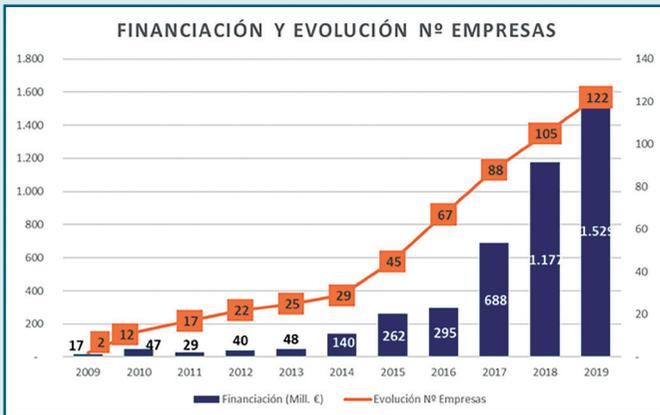
El MAB, el mejor aliado del crecimiento empresarial

En los diez años que han pasado desde la incorporación de la primera empresa al MAB, 122 compañías han confiado en este mercado de BME como una vía alternativa de financiación. En este tiempo se han realizado más de 200 ampliaciones de capital por un importe superior a los 2.400 millones de euros. Estos datos reflejan hasta qué punto el MAB se ha convertido en un aliado imprescindible del crecimiento empresarial, sobre todo, de las pequeñas y medianas compañías, que son las que más sufren en momentos de restricción del crédito.

En esta última década, la mentalidad de las empresas ha cambiado. La necesidad de diversificar las fuentes de financiación ha calado en los órganos de dirección de todas las compañías, independientemente de su tamaño. Atrás

quedan los tiempos en los que el acceso a los mercados se veía como una opción sólo al alcance de las grandes empresas. El MAB aporta a todo tipo de compañías visibilidad, acceso a los inversores, credibilidad y una valoración objetiva en todo momento. La notoriedad que ofrece el MAB ante clientes, proveedores e inversores repercute de forma positiva en el crecimiento de las empresas.

Como han experimentado las compañías de distintos tamaños que han decidido dar el salto al MAB, los requisitos de transparencia que exige este mercado suponen un esfuerzo y un cambio en la cultura corporativa en un primer momento, pero es algo que vale la pena. Todo cambio implica un reto, pero cuando trae de la mano tantas oportunidades, se afronta con mucha más convicción. Además, los trámites para la incorporación al MAB son muy ágiles, lo que aporta una gran flexibilidad a las com-



El número final de empresas en el MAB a cierre de 2019 es de 116, no de 122, después de que Grenergy subiera a la Bolsa y se excluyeran algunas SOCIMIs.

pañías, que va de la mano del máximo rigor en el control y la supervisión.

En BME estamos convencidos de que el crecimiento de la financiación a través de los mercados es positivo para las empresas y, por tanto, también para la economía española en su conjunto. Como quedó claro en la última crisis financiera, las economías menos dependientes de la financiación bancaria están más preparadas para escenarios de ralentización económica. Aunque aún queda camino por recorrer, la transformación del modelo de financiación de las empresas españolas ha sido muy significativa. Los mercados de valores españoles aportan ya el 40% de la financiación empresarial, diez puntos porcentuales más que en 2008. Son niveles propios del modelo anglosajón.

Tanto el MAB como el MARF, el mercado hermano en la renta fija, han contribuido desde su nacimiento a este cambio de paradigma. Al depender menos de los recursos financieros, los gestores de las empresas tienen más libertad para aplicar sus estrategias de negocio sin interferencias en la gestión diaria y sin un coste financiero que lastre los resultados de la compañía.

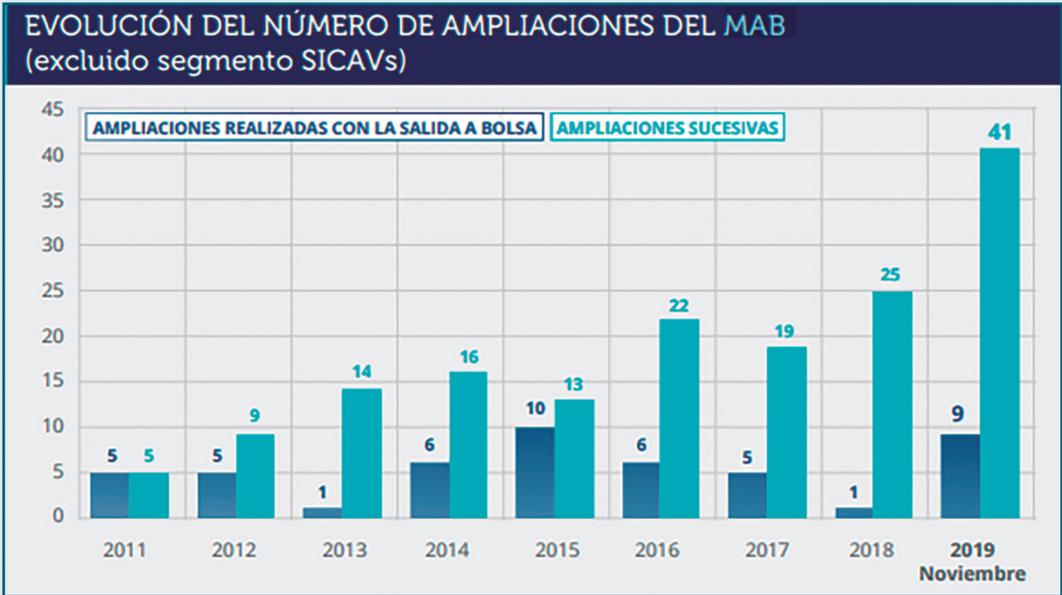
En el año 2019 se incorporaron 21 compañías al MAB, con un valor de mercado cercano a los 1.900 millones de euros. Solo en el último trimestre las 12 ampliaciones de capital realizadas por empresas del MAB superaron los 360 millones de →

> Los valores del MAB suelen pertenecer a sectores y negocios menos conocidos por el gran público, lo que permite diversificar la cartera



Jesús González-Nieto

Vicepresidente y director gerente del MAB



→ euros. Por ejemplo, la salida de Holaluz a este mercado estuvo acompañada de una colocación por importe de 40 millones de euros en la que participaron más de 200 inversores institucionales tanto españoles como extranjeros. La operación demostró una vez más que hay demanda de inversores para empresas que se dirigen al MAB. Proeduca es otro ejemplo de empresa consolidada y con capacidad de crecimiento, cuyo valor de mercado supera ya los 300 millones de euros.

Más opciones para el inversor

La llegada de nuevas empresas al mercado es también una buena noticia para los inversores, que pueden acceder a través del MAB a compañías de distintos sectores en fase de crecimiento. Dejando a un lado al segmento de las Socimi, las empresas de tecnologías de la información suponen una cuarta parte del MAB; el sector farmacéutico y biotecnológico, un 20%; y las compañías de ingeniería y renovables, un 15% cada uno. Más de un 70% de las empresas del MAB son intensivas en innovación, algo cada vez más valorado por los inversores.

Los valores del MAB suelen pertenecer a sectores y negocios menos conocidos por el gran público, lo que permite diversificar la cartera. Es algo especialmente relevante en

un contexto como el actual, en el que a los gestores de fondos les resulta más complicado diferenciarse del mercado, y en el que han crecido con fuerza los fondos indexados y ETF que replican índices. El MAB es un buen caladero en el que encontrar nuevas ideas para las carteras y distinguirse así del resto de competidores.

Por lo general, los inversores que confían en el MAB tienen una visión a largo plazo, ya que las compañías de este mercado están en fase de crecimiento. Como toda inversión, implica un riesgo, pero también ofrece la posibilidad de obtener una elevada rentabilidad. En el conjunto de 2019, el índice Ibex MAB 15, que reúne a las 15 empresas más líquidas del MAB, se revalorizó un 65,4%.

En ocasiones, las empresas necesitan ayuda para dar el salto al mercado, sobre todo, cuando son compañías que están empezando su andadura. Para eso, en BME contamos con el Entorno Pre Mercado, una iniciativa que busca que las startups conozcan el funcionamiento del mercado y puedan acceder a nuevos inversores. Un primer paso, que es como empieza todo gran camino, en la senda hacia el mercado, el mejor aliado para el crecimiento de las empresas y de la economía. ■

¿Necesitas recertificación de los créditos EFPA?

Completa 22 horas de formación anuales para tu recertificación

Estrategias de Inversión y **EFPA España** tienen un acuerdo de colaboración que permite a los asociados de EFPA avanzar en su formación continua.

¿Dónde encontrar el Test de EFPA?

Cada mes en la revista **Estrategias de Inversión**, en el PDF Premium y en la intranet de la web efpa.es. El asesor deberá leerse la revista para poder complementar el Test.



Solicita información
llamando al
91 574 72 22

ALBERT PÉREZ | CFO Coca-Cola European Partners Iberia

«El dividendo anual que perciben nuestros accionistas se incrementa en un 17%»

Coca-Cola European Partners, embotellador de The Coca-Cola Company para Europa Occidental y mayor embotellador independiente de Coca-Cola en el mundo por ingresos, combina un total de ocho plantas en el mercado ibérico y más de 4.000 empleos, directos e indirectos. Una compañía que está construyendo unas sólidas bases hoy para “asegurarnos el mañana”. Hablamos con Albert Pérez, CFO Coca-Cola European Partners Iberia, acerca de las previsiones de la empresa. **Por Raquel Jiménez y Silvia Morcillo.**

¿Cómo valoran los resultados de los nueve primeros meses de 2019 y cómo prevén cerrar el año?

En CCEP nos sentimos muy satisfechos con el buen rendimiento durante el tercer trimestre, y también en el conjunto de los nueve primeros meses del año. Los buenos datos reflejan que estamos cumpliendo nuestros objetivos gracias a tanto a la política de precios y mix que hemos aplicado, como a la ejecución en el mercado y la buena acogida que están teniendo nuestros nuevos productos. Y tal y como ha señalado nuestro CEO Damian Gammell, estamos construyendo unas sólidas bases hoy para asegurarnos el mañana al tiempo que aumentamos nuestra gama de innovaciones, y establecemos unos objetivos de sostenibilidad claros, así como con un alineamiento pleno con The Coca-Cola Company.

¿Se confirma la previsión de acabar el ejercicio 2019 con un incremento del 17% en el dividendo anual a pagar a sus accionistas?

Por supuesto. Mantenemos nuestras previsiones para el cierre del ejercicio, como anunciamos en nuestro trading update del pasado octubre. El dividendo anual que perciben nuestros accionistas se incrementa en un 17%. De la misma forma, prevemos lograr un crecimiento de ingresos y de flujo de caja libre, así como un crecimiento de los bene-

ficios al final del ejercicio. Todo ello, junto con la finalización del programa de recompra de acciones por 1.500 millones de euros que tenemos en marcha, es un claro ejemplo de nuestro compromiso de generar valor añadido para nuestros accionistas de forma sostenible.

Acumulan un 21% de revalorización en el año. Desde enero, de hecho, las subidas han sido prácticamente progresivas. ¿A qué se se debió la brusca caída de la acción los días 24 y 25 (bajaron más de 4 euros)?

Como he mencionado anteriormente, CCEP hizo público su trading update del Q3 el pasado 24 de octubre. Los datos en general son positivos, ya que continuamos ganando cuota en los 13 mercados donde operamos y las ventas acumulan un crecimiento del 4% en lo que va de año. No obstante, también señalamos que hemos experimentado un inicio de cuarto trimestre algo más lento de lo previsto, ya que vemos alguna señal de que las condiciones del mercado son algo más débiles -especialmente en Francia y Gran Bretaña-, así como una climatología adversa en octubre en la mayoría de los mercados. El beneficio al final de 2019 crecerá, aunque en la banda baja de las cifras previstas, el crecimiento de los ingresos será de un 3% y el beneficio operativo crecerá en torno a un 6%.



DATOS FUNDAMENTALES

- Ventas (a sept. 2019): **9.084 millones de euros**
- FREE FLOAT (a sept. 2019): **43% aprox.**
- Capitalización (a sep 2019): **21.700 millones euros**
- BPA: **10% aprox.**

¿Cuál es la zona que más ventas genera respecto al resto de áreas geográficas donde opera la embotelladora?

En los nueve primeros meses, Iberia (España, Portugal y Andorra) ha sido la Business Unit (BU) que ha obtenido unos mayores ingresos: 2.160 millones de euros, lo que supone un 4,5% más que entre enero y septiembre de 2018. Esta cifra representa aproximadamente el 24% de las ventas globales. A continuación, se sitúan la BU del Norte de Europa (Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, Suecia e Islandia), con unos ingresos de 1.888 millones; Alemania, con 1.821 millones; Gran Bretaña, 1.777 millones; y Francia (incluyendo Mónaco), 1.438 millones.

Los impuestos sobre las bebidas con azúcar han ganado terreno en poco tiempo en varios países de la UE como instrumentos al servicio de la política fiscal y de la salud. ¿Qué opinan de esto? ¿Se siente discriminados frente a otros sectores?

En los nueve primeros meses de 2019, CCEP ha obtenido unos ingresos de 9.084 millones de euros, lo que supone un incremento del 3,5% de los ingresos por caja unidad y un aumento del 4% de los ingresos con respecto al mismo periodo del año anterior. Ambos porcentajes incluyen el impacto del aumento de un 1% de impuestos a las bebidas no alcohólicas en Francia y Gran Bretaña. Hemos tomado medidas para ofrecer a los consumidores mayor variedad de bebidas para que elijan la que más se adecua a sus gustos y estilo de vida y facilitarle al máximo la información para que puedan conocer la cantidad de azúcar que ingieren con nuestras bebidas. Hemos reformulado algunos de nuestros productos y hemos innovado en nuevas categorías de bebidas sin azúcar añadido. Gracias a esto hemos conseguido reducir en un 47% la cantidad de azúcar por litro en el total de las ventas de bebidas desde el año 2000.

Recientemente han anunciado que desde 2020 dejarán de unir sus latas con anillas de plástico. ¿Qué otras medidas en materia de sostenibilidad tiene en marcha?

Con nuestra estrategia 'Avanzamos', seguimos implementando medidas también en el área de envases. Además de la eliminación del *hi-cone* (anillas de plástico que unen las latas) en todos los envases en los que sea posible técnicamente, hemos anunciado recientemente el cambio de plástico a cartón en nuestros *multipacks* y el adelanto de nuestro objetivo de usar un 50% de PET reciclado en 2023, dos años antes de lo previsto. A través de todas estas medidas, pretendemos eliminar un total de más de 11.000 toneladas de plástico al año en Europa Occidental, de las que 2.600 toneladas corresponden a Iberia (España, Portugal y Andorra). Adicionalmente, CCEP Iberia dejará de usar en los próximos años 20.000 toneladas de plástico virgen. ■



Izertis, el socio de referencia para cualquier entidad en proceso de transformación digital

Este 2020 Izertis vivirá su primer año como cotizada. La consultora tecnológica arranca un ejercicio en el que prevén seguir creciendo en entornos cercanos al 20%, tanto de ingresos como de EBITDA. En términos cualitativos, la compañía quiere seguir creciendo como una entidad diferente y que la conozcan por ese valor distinto que es capaz de aportar, tanto internacional como nacionalmente.

¿Cuáles son las primeras impresiones en el MAB? Y, ¿qué expectativas de cotización tienen a medio plazo?

Muy positivas. Hemos visto un fuerte respaldo por parte de todo tipo de inversores y hemos logrado añadir varios cientos de nuevos accionistas en poco más de un mes en el mercado.

Izertis es una empresa consolidada con 23 años de vida, pero a la vez con una historia de fuerte crecimiento sostenido durante muchos años. Para los próximos años seguiremos apostando por un fuerte crecimiento de los ingresos y los resultados que deberá verse reflejado en la cotización. Tenemos expectativas muy elevadas sobre la evolución del valor a largo plazo.

Esta es una empresa adecuada para inversores que quieran invertir a largo plazo, entre

tres y cinco años, tiempo en el que se desarrollará nuestro actual plan de negocio 2020-2023.

¿Cuáles son los próximos retos de Izertis y cómo están trabajando para lograrlos?

Nuestros objetivos corporativos de largo plazo son:

- Crear una cultura corporativa radicalmente distinta que se convierta en una ventaja competitiva de la empresa.
- Seguir creciendo a ritmos muy elevados manteniendo un perfil moderado en nuestro balance sin asumir riesgos demasiado elevados.
- Crear una organización muy sólida capaz de digerir el fuerte crecimiento proyectado.
- Foco absoluto en el crecimiento y la rentabilidad de las operaciones.
- Actividad fuertemente innovadora que nos permita posicionarnos como un proveedor de tecnología con capacidades distintas.

Para lograrlos estamos trabajando fundamentalmente en tres líneas:

- Desarrollo de nuestra cultura corporativa y de una estrategia nueva de Talento. Hemos creado un departamento nuevo de People & Culture que trabajará con muchos más recursos en esta área.

- Foco de nuestra oferta en el paradigma de la transformación digital con una oferta de consultoría y tecnología totalmente disruptiva sobre otros competidores.
- Estamos fusionando áreas, creando otras nuevas, incorporando talento y apostando por tecnologías emergentes para poder cumplir con las más altas expectativas de nuestros clientes.

¿Por dónde pasan sus vías de crecimiento y cómo piensan financiarlo?

Nuestro principal foco para el periodo 2020-2023 es la región EMEA (Europa , Middle East & Africa) donde queremos apostar por mercados cercanos estables dentro de Europa y diversificar en países en crecimiento de África y Oriente Próximo). Continuaremos con nuestra apuesta en Latam, pero debido a las fuertes turbulencias sociales y económicas de la región seremos muy prudentes con la inversión en la zona. El crecimiento inorgánico se centrará especialmente en nuestro mercado de origen y creceremos fuera de él mediante alianzas, actividad comercial y representantes comerciales.

Nuestra empresa es rentable desde sus inicios y actualmente genera fuerte caja que utilizaremos para financiar inversiones, de igual forma, seguiremos contando con nuestros bancos que siempre han apoyado nuestro crecimiento. Estudiaremos nuevas vías de financiación a largo plazo mediante la emisión de deuda a largo plazo y posiblemente acudiremos al mercado para seguir captando capital.

¿Qué papel juega Izertis en un entorno cada vez más digital?

Izertis es un socio de referencia para cualquier organización en proceso de transformación digital. Pocas empresas como Izertis han desarrollado las capacidades y la experiencia que ponemos a disposición de nuestros clientes. Somos expertos en ayudar a nuestros clientes a implantar nuevos modelos de negocio digitales y a sacar todo el provecho que algunas tecnologías ofrecen en un ecosistema digital.

¿Cuáles son las empresas que más están demandando sus servicios?

Todas las empresas de todos los sectores. En estos momentos muchas de las grandes empresas de sectores como la banca, seguros, comercio, transporte, turismo, telecomunicaciones, energéticas e industria trabajan con nosotros en proyectos en este ámbito. Los principales retos son acelerar ese proceso de transformación, ampliar su alcance y hacer que las medianas empresas y los gobiernos participen más activamente. ■



Pablo Martín

CEO y Fundador de Izertis



Audax Renovables

El grupo energético independiente que integra la comercialización de luz y gas y la generación de electricidad 100% renovable

Audax Renovables es un grupo energético resultado de la fusión entre la propia Audax Renovables y su matriz, Audax Energía, dando lugar a un grupo energético cuyas actividades se centran en el suministro de electricidad y gas, así como en la producción de energía 100% renovable.

En 2009 Jose Elías fundó la comercializadora de luz y gas Orus Energía, tras la liberalización del mercado eléctrico en España. Fue un inicio desde cero, en los años más duros de la crisis y con una estructura muy pequeña, donde las facturas se imprimían, se doblaban y se enviaban a mano. Gracias a la adaptación al cambio, a la visión comercial y al esfuerzo constante consigue dar la vuelta a un mercado eléctrico estancado y dominado por grandes empresas tradicionales. Se llevaron a cabo políticas innovadoras orientadas a

agilizar los procesos y facilitar la venta a los canales comerciales, invertir en formaciones continuas y lanzar nuevos productos orientados al cliente. En 2011 se consiguen alcanzar tasas de crecimiento de 3 dígitos, lo que permite adquirir en 2012 la comercializadora Audax Energía y lograr un crecimiento exponencial. El desarrollo y la evolución de Audax Energía ha sido la base de lo que hoy en día es el Grupo Audax Renovables.

Audax Renovables opera en dos actividades de negocio diferenciadas: comercialización y generación. A nivel de comercialización, es líder en el segmento PYME en España y está también presente en Portugal, Italia, Alemania, Polonia y Holanda. La integración vertical de los negocios de comercialización y generación de energía renovable garantizan un suministro eficiente de la energía comercializada con una sólida posición financiera

y preparado para encabezar la transición energética en el mercado europeo. Por otro lado, la división de generación gestiona una cartera total en explotación de 127 MW en España, Francia y Polonia en parques eólicos. Además, cuenta con un proyecto en construcción en Panamá de 66 MW y ha adquirido plantas fotovoltaicas en promoción de 320 MW en España. Dentro de la generación, Audax Renovables apuesta por dos líneas de crecimiento: los PPA (Power Purchase Agreements) para la compra a largo plazo de la energía generada por distintas instalaciones fotovoltaicas y el crecimiento orgánico en plantas propias, sobre todo de fotovoltaica, orientado a obtener la energía de origen renovable a un coste menor para potenciar la competitividad de la actividad comercializadora.

Todo esto se ha visto reflejado en los resultados que Audax Renovables ha presentado al cierre del tercer trimestre de 2019, en el que ya ha ganado más que en todo el 2018. El EBITDA acumulado a septiembre 2019 alcanzó los 58,2 millones de euros, un 71,5% más que en el mismo período de 2018 y ya ha superado los 53 millones de euros alcanzados en todo 2018. Esto ha facilitado que en la Asamblea de Bonistas celebrada el mes de noviembre se aprobara la posible distribución de dividendos entre sus accionistas con la intención de mantener un "pay out" (parte del beneficio destinado al dividendo) entorno al 50%.

La gran ventaja de Audax Renovables es que, al final del ciclo de valor dispone de clientes a los que les suministra luz, pero también eficiencia energética, autoconsumo, etc., y ahora es el momento adecuado porque hay muchos aspectos que cambiar en el mundo de la energía. Audax Renovables no es una generadora pura, sino que la línea de negocio de comercialización le permite tener 350.000 clientes en 8 países europeos y esos clientes demandan otros servicios que generan EBITDA, con lo cual la venta cruzada y el crecimiento orgánico permiten crecer en ingresos de una forma recurrente a doble dígito.

Por último mencionar la línea de negocio de autoconsumo y eficiencia energética de Audax Renovables. El autoconsumo es una tendencia en auge, una opción ecológica, económica y muy interesante, ya que permite utilizar espacios desaprovechados en cubiertas de edificios, solares o balsas mediante la instalación de placas fotovoltaicas que generan energía verde para el consumo propio. Una opción que permite obtener un ahorro económico y un ahorro energético desde el primer día. Una tendencia al alza en la que Audax Renovables aspira a ocupar una posición de liderazgo. ■



José Elías

Presidente de Audax Renovables

MARIANO ARENILLAS | Director General DWS Iberia

«Innovar y diseñar el futuro de la inversión»

Mariano Arenillas ha trabajado únicamente en dos entidades, lo que habla de su lealtad a las mismas. Lleva más 13 años en el Grupo DWS, pero acumula dos décadas en el sector financiero, desarrollando funciones que van desde análisis/selección de fondos, gestor de renta fija y renta variable, asesoramiento y ventas de soluciones de inversión a cliente institucional, hasta su actual posición como máximo responsable de la gestora de DWS Iberia. Un factor decisivo para su incorporación a DWS fue su alto conocimiento de las necesidades del cliente español, ya que en su antigua entidad (Bankinter) las vivía día a día. **Por Consuelo Blanco.**

Cursó en España la carrera Jurídico empresarial en la Universidad CEU San Pablo y posteriormente un master en finanzas en London South Bank University. Es asociado de MEFF y EFPA.

Presencia global y fuerte posición de mercado

En 2017 el grupo alemán decidió unificar todas las líneas de negocio de gestión de activos bajo la marca global DWS AM. Y dado el escenario que se vislumbraba entonces, de un fuerte apetito por este negocio generador de comisiones y con un consumo de capital bajo o casi nulo, **en marzo de 2018** (lo que hasta entonces era la división de gestión de activos del Grupo Deutsche Bank) **debutó en el parque alemán, con un free-float del 22%**. Así dejaban la puerta abierta para poder participar de las actividades corporativas por venir.

DWS AM es una gestora con **más de 752.000 millones de euros en activos gestionados** (datos a septiembre 2019) que la ubican **entre las Top 20 gestoras europeas** (datos de IPE cierre de 2018), con una plantilla de aproximadamente 3.600 a nivel mundial y con una experiencia promedio de 10 años. Su tamaño y alcance son fundamentales para sus pilares de **inversión activa** (donde gestionan c. **515.000 euros**), inversiones pasivas (con

c. de 145.000 millones de activos gestionados) y **alternativas** (c. **93.000 millones** de activos). A nivel europeo se ubican en los primeros lugares del ranking tanto en ETF/ETP e infraestructuras.

Respecto a España y según últimos datos de Inverco, los activos gestionados ascienden a 769.4 millones de euros (datos a octubre 2019).

Entre los compromisos asumidos al salir a bolsa son: un crecimiento anual de los activos gestionados de entre el 3% y 5%; un ratio de cost / income cercano al 65% (en su reporte al tercer trimestre de 2019 era del 69,5%); y un payout ratio o reparto de dividendo del 65%.

Estrategia de DWS

Según Mariano, la **estrategia** es bastante clara. Quieren **ser el one-stop-shop**, y para ello cuentan con un **expertise** que va desde el año 1956, con una gama de soluciones que abarcan las tres tipologías de activos que hoy en día están teniendo mayor aceptación por parte de los inversores: la gestión activa, la gestión pasiva y la gestión alternativa. Y no menos importante, **la creciente demanda en inversiones ESG**, para lo cual DWS presentará un Grupo de Sostenibilidad, que garantizará un enfoque eficiente y holístico para satisfacer las necesidades y expectativas de sus clientes.

Arenillas comenta que "hay una mudanza abrumadora de todas las gestoras interna-

cionales y locales, donde ya no sólo son de importancia las rentabilidades, sino como se obtienen". Hay que saber cómo estamos influyendo en la gobernanza de las compañías, en el medio ambiente y en el mundo social. DWS ya no ve la inversión socialmente responsable como una oportunidad, sino como la licencia necesaria para poder operar en el mercado. La ambición de esta gestora es llegar a ser un líder en el mercado de ESG.



Respecto a gestión activa, la gestora alemana cuenta con gestores destacados y cuyo proceso de inversión está orientado a una **gestión generadora de alfa**, como es el DWS Technology Typ o el DWS Invest Brazilian Equities que superan el 110% de rentabilidad a 5 años.

En cuanto a los fondos multiactivo, son los que mayor crecimiento están teniendo en los últimos trimestres, impulsados en gran medida por mandatos institucionales y al DWS Concept Kaldemorgen.

Arenillas hace hincapié en la **gestión pasiva**, donde tienen un tamaño considerable en el mundo de la gestión pasiva, siendo el **número 1 en ETFs en Alemania y 2o mayor fabricante y promotor a nivel europeo**. Llevan en el mundo de los ETF más de 15 años, y de acuerdo al informe dado a conocer por esta gestora, al tercer trimestre de 2019 los Xtrackers habían superado la marca de los 100.000 millones de euros de activos gestionados a nivel mundial.

Respecto a la gestión alternativa, Arenillas considera que es una de las mejores alternativas en años venideros. En DWS esta gama de fondos invierte en empresas cotizadas cuya actividad es el desarrollo inmobiliario o de infraestructuras. Menciona como ejemplos el DWS Investo Global Real Estate Securities y el DWS Investo Global Infrastructure Equities.

DWS quiere innovar y diseñar el futuro de la inversión, creando soluciones específicas para sus clientes, apoyándose en una **experiencia de más de 60 años** que le ha llevado a un conocimiento profundo de temas ESG y a una consolidada gestión activa, pasiva y alternativa con equipos con presencia local y dimensión global. →



→ Entorno regulatorio y tecnológico

La introducción de MiFID II durante 2019 trajo varios cambios y algunas presiones en costes. Entre los que destaca el directivo son: ya no hay cobro de retrocesiones, lo que hace que los inversores ahora realmente perciban el valor añadido por parte de cada gestora; por otro lado, está el coste del análisis externo, que en el caso de DWS ha sido asumido por los resultados de la gestora y no por los fondos; el aumento de costes tecnológicos y de cumplimiento normativo, siendo cada vez más necesaria la automatización y digitalización de los procesos, y que “aun cuando los beneficios serán muchos, los costes iniciales en tecnología son muy fuertes, ya que tienen un compromiso alto de evitar cualquier tipo de riesgo o incidente no financiero”.

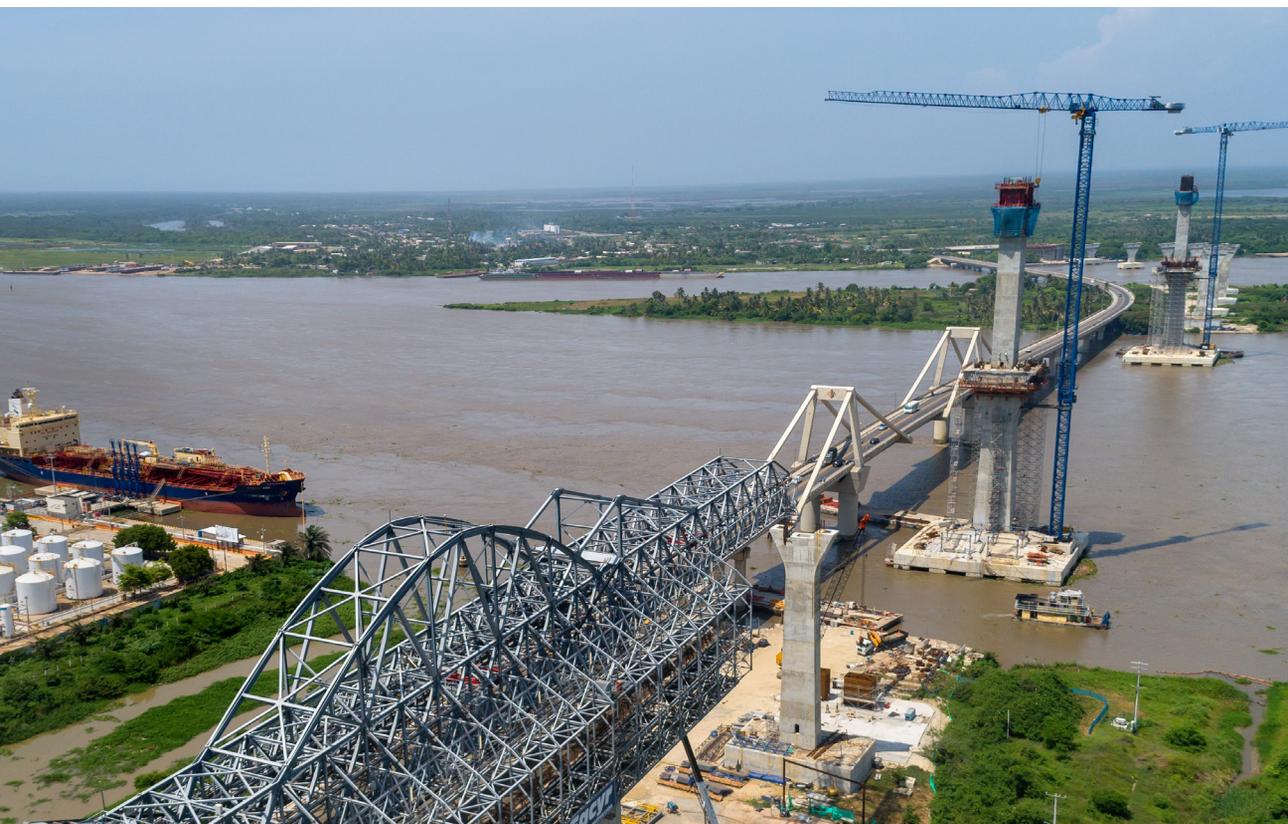
Con todo ello, Mariano comenta que, durante los últimos años, la entidad ha hecho un esfuerzo por reforzar el servicio al cliente, tanto a nivel de recursos tecnológicos como humanos.

Respecto a la distribución de productos, el equipo alcanza ya los 15 profesionales, integrados tanto por gente con experiencia como por talento joven, con la finalidad que éstos lleguen a crecer y hacer carrera dentro del grupo.

El cliente como centro de referencia

Arenillas refuerza la necesidad de que el inversor/ahorrador esté cada vez mejor informado y formado. Para ello, DWS ha hecho un enorme esfuerzo para poner en marcha la web **DWS Pro** -fuente de información sobre inversión en español- y, de este modo, acercar algunos conocimientos financieros al público de habla hispana. En este site, dirigido a inversores profesionales, se ofrecen conferencias donde se explican las estrategias más demandadas, con una visión de largo plazo. Los temas que actualmente se encuentran en el site, entre otros, son: “Estados Unidos: una nación dividida”; “Los ETFs han traído la democratización de las inversiones”; “Luz verde a la arquitectura sostenible”. También ahí se encuentra el DWS CIO View que se publica de manera periódica y donde, a diferencia de otras casas, es el propio Director de Inversiones quien da a conocer su visión del mercado.

Es necesario que todos los intermediarios financieros trabajen para lograr reducir el 40% de inversión en depósitos vía la formación financiera del público inversor/ahorrador. El directivo lanza una pregunta muy válida: “¿Qué razones puede haber para que la inversión en planes de pensiones en España no sea el principal vehículo de inversión a largo plazo que utilizemos los españoles?”. Y la respuesta sirve de reflexión para todos... ■



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos
nuestra sociedad.





Fondo Allianz Global Artificial Intelligence

El Futuro es Ahora

La inteligencia artificial ya está aquí
Descúbrala e invierta con nosotros

es.allianzgi.com

iberia@allianzgi.com

El fondo Allianz Global Artificial Intelligence es un subfondo perteneciente a la SICAV Allianz Global Investors Fund, supervisada por la CSSF e inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Puede obtener más información sobre los comercializadores en España del Fondo en www.cnmv.es. La sociedad gestora del Fondo es Allianz Global Investors GmbH con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M y está supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El presente documento no es una oferta o invitación a invertir en el Fondo ni forma parte de ni constituye un documento oficial y no ha sido registrado, verificado o aprobado por la CNMV. La suscripción de acciones o participaciones del Fondo debe hacerse sobre la base del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor, el folleto y los últimos informes económicos que pueden obtenerse gratuitamente de AllianzGI, cualquier comercializador español o la CNMV. Las inversiones en el Fondo conllevan riesgos y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Le recomendamos firmemente que obtenga asesoramiento de su asesor financiero en relación con la idoneidad de su inversión en el Fondo. El presente documento está sujeto a cambio sin previo aviso y es correcto en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación del mismo. En consecuencia, AllianzGI no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso del mismo o de errores u omisiones del mismo, salvo en caso de negligencia grave o dolo.

AdMaster 863035

Allianz 
Global Investors