

- Productos innovadores y sostenibles para beneficiarse de la globalización 4.0
- El coche eléctrico, ¿evolución o revolución?
- El pulso por el control del Mercado de Valores



Cómo las inversiones se están transformando a través de las  
**megatendencias**



Vontobel

Asset Management

# Buscando sostenibilidad en los mercados emergentes.



[vontobel.com/em](http://vontobel.com/em)

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

# Las megatendencias que moverán el mundo

**L**as megatendencias como opción de inversión y elemento transformador de la sociedad y la economía a largo plazo. Los expertos consideran que, aunque no hay un concepto oficial a la hora de definir este tipo de inversiones, sí es importante saber que son grandes temas que afectan a compañías de distintos sectores y países a nivel global. Un factor en el que, en muchas ocasiones, se puede llegar a caer en la presuntuosidad de intentar adivinar hacia dónde va el mundo.

Si se pudieran ver qué tendencias son las que tienen más capacidad de desarrollo en el momento actual lo cierto es que geografías como la emergente – por el incremento de la clase media y el paso del campo a la ciudad – y temas como la tecnología, con todas sus derivadas (blockchain, ciberseguridad, comercio electrónico...) son dos de las temáticas que a día de hoy se podrían considerar ganadoras. Los expertos además añaden temas basados en la sostenibilidad derivados del crecimiento demográfico, el incremento de la riqueza del mundo desarrollado, la escasez de recursos naturales o el cambio climático.

Una temática que, aunque residual, cuenta con una demanda creciente en el mercado español. La industria considera que, como cualquier otra inversión en renta variable, el horizonte siempre debe ser largo plazo y siendo consciente de que, para cada temática, hay perfiles de rentabilidad/riesgo muy distintos. Además, en muchas ocasiones, la línea que delimita qué es temático y qué no, es fina y está abierta a interpretaciones.

Que disfruten estas páginas. Silvia Morcillo



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

**Editor:** Juan Ángel Hernández

**CEO:** José Ignacio Serres

**Directora:** Silvia Morcillo

**Coordinación:** Raquel Jiménez

**Redacción:** Pablo Gallén, Laura Piedehierro, Eva Pla

**Agencias:** Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF

**Dirección de arte:** Javier López

**Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:**

Juan Ramón Peña

[jpena@estrategiasdeinversion.com](mailto:jpena@estrategiasdeinversion.com)

91 574 72 22

## ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

**Edita:** PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

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

[info@estrategiasdeinversion.com](mailto:info@estrategiasdeinversion.com)

**Imprime:** Scorgia & Fiesco

# Sumario



## Vientos de cola que podrían impulsar al Ibex 35 al objetivo 9.900

18

*Macroeconomía por Ramón Bermejo*



## Cómo las inversiones se están transformando a través de las megatendencias

6

*Reportaje por Silvia Morcillo*



## Ranking de fondos 26

*Los mejores y peores del mes de febrero*

## Entrevista a la gestora 28

*Abante*

## El fondo del mes 30

*Abante Biotech*

## Una hora con... Christian Schmitt 36

*Gestor de Ethenea*

## Psicología inversora 46

*Munesh Melwani, Socio Director General y CIO de Cross Capital EAFI*

## Selectores 48

*Megatendencias, inversiones de presente y futuro*

## Más allá del Ibex 56

*Isabel Lozano, Consejera Delegada de Atrys Health*

## Tecnología e Innovación 60

*Por Olivia Cabezas / IDNet Noticias*

## Entrevista final con Tomás Diago 74

*CEO y Cofundador de Danel Capital*



# Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

## BUSCAMOS LA EXCELENCIA EN LA INVERSIÓN

En **Amiral Gestion** co-invertimos junto a nuestros inversores siguiendo la filosofía value desde hace 15 años. Nuestra independencia, nuestro foco en la gestión usando el análisis fundamental de compañías y nuestro amplio equipo de gestión nos han permitido ofrecer a nuestros clientes excelentes rentabilidades.

Contamos con **6 fondos de inversión** comercializados bajo la denominación Sextant:

- Sextant Grand Large
- Sextant PME
- Sextant Autour du Monde
- Sextant Europe
- Sextant PEA
- Sextant Bond Picking



**Telf.:** 910 882 806

**Mail:** [inversores@amiralgestion.com](mailto:inversores@amiralgestion.com)

[www.amiralgestion.com/es](http://www.amiralgestion.com/es)

Suscríbese a **nuestro newsletter** en:  
[www.amiralgestion.com/es/newsletter](http://www.amiralgestion.com/es/newsletter)



# Cómo las inversiones se están transformando a través de las megatendencias

Las megatendencias como elemento transformador de compañías de distintos sectores y, por ende, de la economía a nivel global con un impacto a largo plazo. Aunque no hay definición que venga dada por la RAE, los expertos tienen claro que las megatendencias son un elemento transformador y disruptivo de la sociedad, tal y como hoy la conocemos. Y es aquí donde se encuentran las principales oportunidades. **Por Silvia Morcillo**

**L**a ONU estima que en 2050 habrá 9.000 millones de personas en todo el mundo y cerca de 11.000 millones para final de ciclo. Un crecimiento que derivará en cambios de los patrones de consumo, que tendrá impacto directo en la economía, política e inversión y que traerá consigo retos y oportunidades.

La primera la que vendrá derivada del paso del campo a la ciudad. De hecho, las esta-

dísticas hablan de que en 2050 el 77% de la población (frente al 55%) pasará del campo a la ciudad, con lo que las ciudades tendrán que cambiar para adaptarse a esta nueva situación. **Lorenzo González, responsable del negocio institucional de Nordea AM en Iberia**, cree que en los países emergentes “la gente que accede del campo a la ciudad necesita nuevos desarrollos urbanísticos y, la pirámide de consumo sería ascendente”. De este modo, los nuevos consumidores ur-

banos irán desde aquellos que consumirán pasta de dientes a los que demandarán nuevas tarjetas de crédito desplazando “a los que estaban ahí por una mayor aspiración, como casarse, tener vacaciones... y servicios que hasta ahora no tenían”. Lo que haría incrementar la demanda del sector del lujo.

En este punto, **Faris Hamadeh, director de desarrollo de negocio de Aberdeen Standard Investment**, cree que en este punto un caso interesante es la India o China “que más que una megatendencia han desarrollado revoluciones a nivel social y demográfico”. Este experto cree que lo que ha ocurrido en las últimas décadas en China es increíble, sobre todo en lo que respecta a la evolución de la esperanza de vida, y habla de una economía que hoy es la segunda a nivel mundial pero que en “2050 podría llegar a ser el 50% del PIB global”. Una economía que, a pesar de su peso, ni siquiera alcanza el 4% del MSCI World.

En el lado contrario de la balanza, **Patricia Justo, directora de selección de fondos de A&G**, cree que uno de los retos que se da ahora mismo es el crecimiento de los populismos. “Que todo sea global hace que todo el mundo quiera lo mismo, que eso se encarezca, que cada vez sea más difícil vivir en la ciudad o que sea inaccesible para determinadas

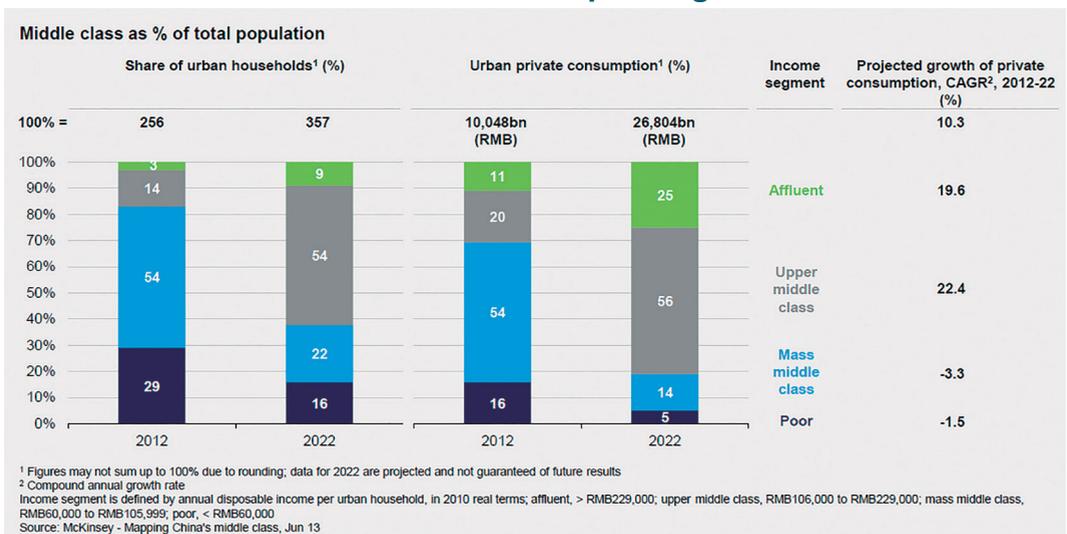
partes de la sociedad, y eso lleva a desequilibrios y populismos”. Es un reto que hay que plantearse y atajar.

Sin embargo, cuando se habla de la región emergente, lo cierto es que hay otros retos (a su vez tendencia) como es el de la contaminación. El experto de Nordea pone la situación de Pekín de ejemplo, cuya calidad del aire pasa del puesto 17 al 500 a nivel mundial según sea fin de semana o día de diario. “Esto ha provocado que la gente demande medidas, el Gobierno ha cogido el guante y sólo en 2017 destinó más de 8.000 millones de dólares a reducir la contaminación de su país, en el que más de 600.000 chinos morían al año por enfermedades relacionadas con la contaminación”.

» Los nuevos consumidores urbanos irán desde aquellos que consumirán pasta de dientes a los que demandarán nuevas tarjetas de crédito

¿Y qué ocurre en el mundo desarrollado? La situación es bien diferente, con un envejecimiento secular de la población, populismos en ciernes y problemas geopolíticos como →

## Urbanisation lies behind expanding middle clas





Han participado (de izda a dcha): Fernando Hernández (AndBank WM), Faris Hamadeh (Aberden SI), Carlos Farrás (DPM), Lorenzo González (Nordea AM), Victoria Torre (Self Bank), Silvia Morcillo (Ei) y Patricia Justo (A&G).

→ tarjeta de presentación. Y sin embargo, “a día de hoy el desarrollado le vende mucho al emergente con lo que, si hay crecimiento en estas regiones, hay muchas compañías montadas y que han tomado decisiones estratégicas para aprovecharse de ello”, asegura **Carlos Farrás, fundador de DPM**. Una situación diferente a la de los emergente, “que crecen a nivel población, la edad media es menor y tienen más potencial de crecimiento. Nosotros tenemos que mirar qué queremos en el futuro”. En este punto, la experta de A&G cree que “a medida que seamos capaces de hacer más eficiente la inmigración, esas barreras se irán dispersando”. A su juicio, el problema del envejecimiento de la población se puede suplir con gente joven y productiva de los emergentes importando inflación y haciendo que nuestro conocimiento del producto se traslade a esas economías.

### Identificando los ganadores

A la hora de tratar de identificar cuáles serán los grandes ganadores de estas “megatendencias del futuro”, lo cierto es que estos expertos creen que no basta con quedarse en la parte más superficial como querer combatir el cambio climático invirtiendo en bancos, que contaminan poco. El experto de Nordea cree que hay que ir más allá y pone el ejemplo de la industria de

carsharing, que no sólo está incrementando su flota de vehículos sino que utiliza el doble componentes, “con lo que invertir en la compañía que hace semiconductores y se beneficia de los coches eléctricos, independientemente de si es rentable o no, tiene una demanda interesante y nos parece bueno”.

E incluso con el envejecimiento de la población es posible hacer una temática más allá de la inversión en hospitales y medicamentos. **Victoria Torre, responsable de contenido, productos y servicios de Self Bank**, cree

que hay temas “relacionados con el consumo (cremas antiedad, implantes dentales, ocio... ) que van más allá de la parte de la salud”.

» Lo que ha ocurrido en las últimas décadas en China es increíble, sobre todo en lo que respecta a la evolución de la esperanza de vida

**Fernando Hernández, director de Andbank Wealth Management**, cree que cuando se habla de megatendencias y demografía en particular “en muchas ocasiones no se habla de compañías cotizadas con lo que beneficiarte financieramente de esto es pasar a un escalón distinto y no das posibilidad a →



"Especialistas en Inversión Pasiva"

# Tu nuevo banquero privado

**Menos Comisiones**  
**Más Rentabilidad**



 **Carteras Altamente Diversificadas**

 **Los mejores Fondos de Inversión Indexados**

 **100% Digital e Independiente**

**finizens.com**

 **910 48 30 04**

 c/ Sagasta 18, planta 3, 28004 Madrid

 [info@finizens.com](mailto:info@finizens.com)

Utilizamos los mejores Fondos de Inversión:



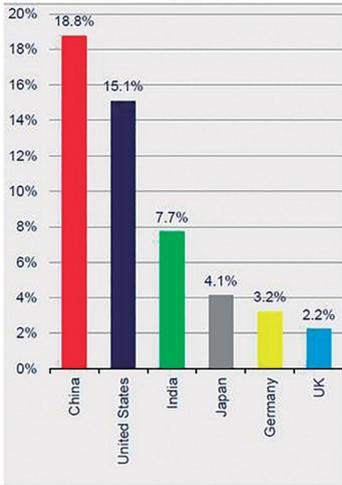
**Vanguard**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

**BLACKROCK**

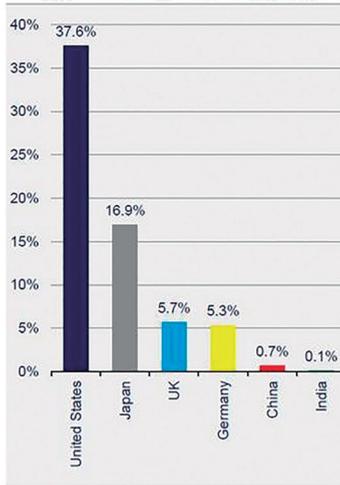
Axon Wealth Advisory Digital A.V., S.A.U., Calle de Sagasta 18, Piso 3, 28004, Madrid. Agencia de Valores autorizada y supervisada por la CNMV inscrita con el número 267. Agente de Seguros Exclusivo de Caser (Caja de Seguros Reunidos, Compañía de Seguros y reaseguros, S.A.) sujeto a la supervisión de la DGSFP inscrito con el número C0031B90217233.

Global Share of World PPP GDP



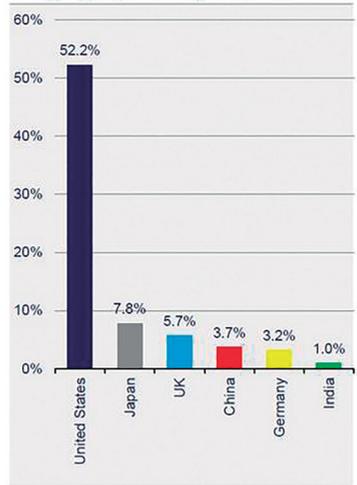
For illustrative purposes only  
Source: IMF, Mar 2018, figures are based on IMF 2018 estimates

Weights in Barclays Global Agg Index



For illustrative purposes only  
Source: Barclays, 31 Jan 2018

Weights in MSCI AC World Index



For illustrative purposes only  
Source: MSCI, 31 Jan 2018

→ todo el mundo para que pueda entrar ahí”. A juicio de González, el universo de compañías que se benefician de estas megatendencias con “grandes, capitalizan por más de 5 trillones de dólares y están fuera de los índices tradicionales”.

¿Y qué ocurrirá con las compañías que no tengan la innovación en el centro de su estrategia? El experto de DPM cree que las compañías que no apuesten o no vean los cambios a los que estamos asistiendo van a tener un problema. “De hecho, estamos viendo que en sectores que tenían barreras de entrada muy altas están apareciendo muchos jugadores (como el de automoción), en todas las industrias está habiendo cambios espectaculares y la compañía que no se suba al carro quedará atrás”. El experto de AndBank WM asegura que es importante al hacer descuento de flujos de cajas ver el CAPEX de las compañías “pues una empresa que no esté invirtiendo está fuera del futuro”.

Cuando se habla de innovación es inevitable echar un ojo a la tecnología, la gran ganadora de la última década. Una temática que evolucionará fuera de lo que pensamos tradicionalmente. A nadie se le escapan temas como la ciberseguridad, en un entorno en el que la ciberdelincuencia sigue creciendo, o la regula-

ción, que fuerza a las compañías a invertir. E incluso ya se habla de la digitalización del sector agrícola. Temas que suponen todavía retos pero que, sin duda, generarán oportunidades.

A nivel sector, la demanda de este tipo de productos aunque residual, es creciente. La experta de Self Bank reconoce que los clientes no piden fondos de megatendencias o fondos temáticos por su nombre pero, indirectamente, sí que lo demandan en especial con determinadas temáticas (como la contaminación o el buen gobierno) con el que la gente empieza a ser muy sensible. Y sin embargo, reinciden los expertos, es necesario separar el grano de la paja, aludiendo

» La situación es bien diferente, con un envejecimiento secular de la población, populismos en ciernes y problemas geopolíticos como tarjeta de presentación

a que no todo vale cuando se habla de fondos de megatendencias o temáticos. Una forma de diseccionar qué fondos son realmente válidos, arguye la experta de A&G, es “mirar la parte cualitativa y por poner el foco en una cosa, en el equipo de gestión, pues hay que ver en quién estás delegando la selección de com- →



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

# Más estrategias de inversión. Un objetivo. El tuyo.

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

Capital en riesgo

**Aberdeen Standard**  
Investments

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

→ pañías". Es importante analizar la experiencia del equipo, su experiencia en estas temáticas y posteriormente ver al detalle al que llegan.

### La gestión pasiva también es temática

A juicio de DPM lo importante en este caso es identificar cuál es el estilo y el proceso de inversión pues, dentro de la gama de fondos temáticos, puedes tener estilos de inversión totalmente diferentes. Este experto cree que es importante que el gestor sobre todo identifique no sólo las compañías que se benefician de una determinada temática sino la fase del ciclo en la que se encuentra y sus riesgos.

Un tema de inversión en el que también tiene hueco la gestión pasiva. Sin ir más lejos, BlackRock lanzó recientemente tres

fondos temáticos de gestión activa y un ETF temático. Algo que evidencia la capacidad de la gestión pasiva de llegar a todas partes. A juicio del experto de Andbank WM "si como gestor tienes algo que aportar, te llevarás al cliente pero si no aportas nada, la gestión pasiva te llevará por delante. En cierto modo, esto te obliga a estar al día de todo". Al final es una herramienta más en el menú aunque, a Farrás le cuesta "invertir en un índice que no discrimina por buenas o malas compañías. Yo pagaría porque un gestor me escoja lo bueno. Hay que dejar a los profesionales que tomen sus decisiones". La gestión activa, dice este experto, se tiene que ganar su razón para que tenga el peso que debería tener en las carteras. ■

## Han participado



#### DPM Finanzas (Entidad)

- **Presidente:**  
Carlos Farrás
- **Año de fundación:** 2013
- **Patrimonio bajo asesoramiento:**  
el patrimonio medio de nuestros clientes es superior al millón de euros
- **Número de fondos a los que asesora en España:**  
No asesoramos producto propio



#### Self Bank (Entidad)

- **Año de fundación:** 2000
- **Número de fondos registrados en la plataforma:** + 3000
- **Número de cliente en España:**  
+ 96.000



#### A&G Banca Privada (Entidad)

- **Presidente:**  
Alberto Rodríguez-Fraile
- **Año de fundación:** 1987
- **Patrimonio bajo gestión:**  
10.060 Millones de Euros (cierre de Septiembre de 2018)
- **Número de cliente en España:**  
más de 3.000



ASSET MANAGEMENT

#### Nordea Asset Management

(Gestora)

- **Presidente:**  
Nils Bolmstrand
- **Año de fundación:** 1954
- **Patrimonio bajo gestión:**  
204,8 billones de euros (31/12/2018)
- **Número de fondos registrado en España:**  
84 fondos de Nordea 1, SICAV



#### Aberdeen Standard Investments (Gestora)

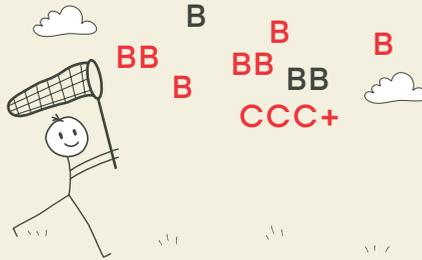
- **Presidente:**  
Martin Gilbert y Keith Skeoch
- **Año de fundación:**  
2017 (año de fusión entre Aberdeen AM y Standard Life Investments)
- **Patrimonio bajo gestión:**  
629.900 millones de euros a nivel global
- **Número de fondos registrado en España:** 84 fondos



#### Andbank España S. A. (Entidad)

- **Consejero Delegado:**  
Carlos Aso Miranda
- **Año de fundación:** 1930
- **Número de fondos registrados en la plataforma:**  
+ 10.000 fondos de 400 gestoras nacionales e internacionales
- **Número de clientes en España:**  
55.000 clientes

## ODDO BHF Haut Rendement 2025



El fondo está expuesto al riesgo de pérdida de capital. B, BB y BBB: calificaciones de crédito otorgadas por agencias de calificación.

## Escapar de los bajos tipos de interés gracias a nuestros nuevos fondos Target Maturity

Información del producto para inversores profesionales

Los inversores siguen haciendo frente a unos rendimientos de los de capitales en mínimos históricos. Para poder escapar de unos tipos de interés tan bajos, vale la pena prestar atención a los fondos con fecha de vencimiento que invierten principalmente en bonos high yield.

### ¿Por qué resultan interesantes los fondos con fecha a vencimiento?

- Los riesgos de crédito y de tipos de interés disminuyen generalmente conforme se aproxima el vencimiento, lo que puede reducir la rentabilidad al final del plazo.
- Posibilidad de beneficiarse de la curva de tipos pronunciada actual y del efecto de reducción (roll down) en los próximos dos o tres años.

### Nuestra solución

Con una gama continua de fondos con fecha de vencimiento lanzados desde 2009, ODDO BHF Asset Management somos pioneros y especialistas en la gestión de este tipo de productos. Actualmente gestionamos unos 1.800 millones de euros en esta clase de activos (a 31/3/2018).

Con ODDO BHF Haut Rendement 2025 nuestro décimo fondo con fecha de vencimiento está abierto a suscripción por parte de los inversores.

### Estrategia del fondo

El fondo invierte en una cartera diversificada gestionada de forma activa, compuesta por bonos high yield con vencimiento antes de julio de 2026. La calificación de los valores emitidos principalmente por empresas europeas se sitúa entre BB+ y CCC+ según S&P u otras agencias de calificación comparables.

Nuestro equipo compuesto por ocho especialistas identifica valores adecuados a partir de un proceso de análisis de crédito consolidado desde hace mucho tiempo y, por supuesto, supervisa las posiciones hasta su vencimiento. La gestión de la cartera recae principalmente en dos gestores de cartera veteranos, con una dilatada experiencia en gestión de fondos de bonos high yield.

El objetivo de inversión\* consiste en alcanzar una rentabilidad neta anual de más del 3,2% durante el horizonte de inversión de más de siete años. Sin embargo, el fondo está sujeto a un riesgo de crédito elevado. Así, uno o varios de los emisores incluidos en la cartera podrían incurrir en impago. Además, la rentabilidad del fondo no se mantiene constante a lo largo del tiempo.

\* La consecución del objetivo no puede garantizarse.

### Datos del fondo

ODDO BHF Haut Rendement 2025  
CI-EUR ISIN: FRO013300696

ODDO BHF Haut Rendement 2025  
DI-EUR ISIN: FRO013300712

### Información sobre ODDO BHF Asset Management

ODDO BHF Asset Management forma parte del grupo financiero francoalemán ODDO BHF, fundado en 1849.

ODDO BHF AM es una gestora de activos independiente líder en Europa, compuesta por ODDO BHF AM GmbH en Alemania y ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF Private Equity SAS en Francia y ODDO BHF AM Lux en Luxembourg. Estas entidades gestionan de manera conjunta activos por valor de 54400 millones de euros. ODDO BHF AM ofrece a sus clientes institucionales y distribuidores una gama única de soluciones de inversión de alta rentabilidad en todas las clases de activos principales, como renta variable europea, estrategias cuantitativas, renta fija, soluciones multiactivos, private equity y deuda privada.

[www.am.oddo-bhf.com](http://www.am.oddo-bhf.com)

#### Información importante

ODDO BHF Asset Management es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. Es la marca conjunta de dos entidades jurídicamente independientes: ODDO BHF Asset Management SAS (Francia) y ODDO BHF Asset Management GmbH (Alemania). El presente documento ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH (ODDO BHF AM) con fines promocionales. Este documento está destinado exclusivamente a clientes profesionales (MIFID) y no para su entrega a clientes particulares. Queda prohibido su difusión al público. La entrega de este documento es responsabilidad de cada entidad comercializadora, agente o asesor. Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de invertir en el fondo regulado por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF). Se informa al inversor de que la inversión en el fondo conlleva el riesgo de pérdida de capital, además de los riesgos relacionados con la estrategia de inversión y los instrumentos financieros. En caso de invertir, se recomienda al inversor que consulte el Documento de datos fundamentales para el inversor y el folleto del fondo para obtener información detallada sobre los riesgos de la inversión. El valor de la inversión podrá incrementarse o disminuir y el importe invertido podrá no devolverse en su totalidad. La inversión debe ser coherente con los objetivos de inversión de los inversores, su horizonte de inversión y su capacidad para soportar el riesgo resultante de la inversión. ODDO BHF AM SAS no será responsable de pérdidas o daños de ningún tipo que resulten del uso del documento completo o de cualquier parte del mismo. Todos los puntos de vista y opiniones expresados en el presente documento se ofrecen únicamente a título ilustrativo y pueden variar sin previo aviso. La rentabilidad histórica no constituye una indicación ni una garantía de la rentabilidad futura y puede variar a lo largo del tiempo. No se ofrece ninguna certeza o garantía, ni expresa ni implícita, sobre la rentabilidad futura. La rentabilidad se indica una vez descontadas las comisiones, excepto la posible comisión de suscripción y los impuestos locales. Todos los puntos de vista y opiniones expresados en el presente documento se ofrecen únicamente a título ilustrativo. Reflejan los puntos de vista y opiniones de cada autor en el momento de la publicación y pueden variar sin previo aviso, por lo que no se asume ninguna responsabilidad al respecto. Los valores liquidativos (VL) que figuran en el presente documento se ofrecen a título exclusivamente orientativo. Solo el VL que figura en las notificaciones de ejecución y los extractos de cuenta tiene carácter preceptivo. La emisión y el reembolso de acciones del fondo se realizan a un VL desconocido en el momento de la emisión y el reembolso. El Documento de datos fundamentales para el inversor (disponible en los siguientes idiomas: alemán, inglés, español, francés, italiano y sueco) y el folleto informativo (disponible en los siguientes idiomas: inglés y francés), así como los informes anual y semestral, pueden obtenerse solicitándolos gratuitamente a ODDO BHF Asset Management GmbH, Herzogstraße 16, 40227 Düsseldorf, o visitando el sitio web [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com). Debe tenerse en cuenta que, cuando ODDO BHF AM preste servicios de asesoramiento a partir del 3 de enero de 2018, se tratará de asesoramiento de inversión no independiente según la directiva europea 2014/65/UE (la denominada «Directiva MiFID II»). Asimismo, debe tenerse en cuenta que todas las recomendaciones de ODDO BHF AM se realizan siempre a efectos de diversificación.



# “Sigo creyendo en el crecimiento”

**E**s previsible una desaceleración, aunque no recesión, a nivel global, pero la economía de EEUU, que es mucho más abierta y flexible, puede volver a crecer rápidamente cuando las cosas no van bien, a diferencia de Europa. Por eso tiene sentido seguir invirtiendo más en EEUU, donde hay más valores de nuestro universo de inversión.

No obstante, en Europa hay compañías como Wirecard AG, en procesamiento de pago electrónico, que mantenemos en cartera desde comienzos del fondo. Un fondo que tiene una rotación muy baja, 25%, lo que nos facilita establecer relaciones con la dirección y, en un clima de confianza, obtener buena información. Además, el hecho de no estar ligados al índice (MSCI World) nos permite tener una visión de largo plazo.

En cualquier caso sigo creyendo en el crecimiento en nuestra inversión. Hay que tener en cuenta que la regulación es factor de apoyo,

pues fuerza a las compañías a invertir. A ello se añade la presencia tecnológica de China, que ya se pone de manifiesto con compañías como Wechat (servicio de mensajería de texto en móvil). Los asuntos relacionados con la seguridad están todos los días en los periódicos y nadie quiere arriesgar su seguridad, ni empresas ni gobiernos. De manera que la cuestión es elegir las compañías apropiadas.

Las industrias más defensivas en nuestro universo de inversión son pago electrónico seguro, test e inspección del medio ambiente y alimentos e instrumentos relacionados con la alimentación. Actualmente, el 51% de la cartera está en servicios relacionados con la seguridad, un segmento más defensivo que seguridad tecnológica y seguridad física. De hecho, hemos reducido peso en seguridad en automóviles. Además, hay una tendencia global a la arquitectura descentralizada. Empezó con compañías como Salesforce hace 20 años y cada vez son más las que optan por este modelo, pues permite mucha más flexibilidad

para el desarrollo de nuevas aplicaciones informáticas y evita la inversión y gasto masivo en infraestructura y mantenimiento de servidores, mediante subcontratación a centros de datos. Así, compañías como Facebook precisan agilidad en contacto con sus clientes y, además de su propio centro de datos, subcontratan otros en todo el mundo, con protección y seguridad. Al mismo tiempo es previsible que las grandes compañías de centros de datos compren las pequeñas.

Un ejemplo, Palo Alto Networks, que ofrece firewalls que identifican y controlan aplicaciones, explora contenidos para detener amenazas y previene la fuga de datos o la californiana Equinix (plataforma global líder mundial, que conecta negocios digitales en todo el mundo). En Europa destaca la holandesa Interxion (proveedor de servicios de datos en la nube) y en procesamiento de pago electrónico la alemana Wirecard AG. También la francesa Ingenico, que se beneficia de la adopción de pagos electrónicos y creciente demanda en mercados emergentes.

A ello se añade que, para 2050, el 60% de la población mundial vivirá en zonas urbanas y se requiere inversión masiva en infraestructuras seguras para centrales, transporte, aeropuertos y servicios públicos como agua, el doble en países emergentes que en desarrollados. Ya se estima en tres billones de dólares los proyectos para ciudades inteligentes para 2020, 14% relacionado con seguridad.

» Se requiere inversión masiva en infraestructuras seguras para centrales, transporte, aeropuertos y servicios públicos como agua

En materia de automoción hay diferentes tecnologías y de momento no se sabe cuál va ser la ganadora. En conjunto el negocio de tecnología de conducción automatizada y asistida puede llegar a 57.000 millones en 2025, frente a 6.000 millones en la actualidad, una tasa de crecimiento anual compuesto de 26% en seis años y 17% la década siguiente.

Adicionalmente la regulación también impone reglas a organismos públicos, empresas y particulares, lo que favorece la industria de test, análisis, inspección y certificación industrial, un mercado altamente fragmentado que crece de manera compuesta al 5,15% y que para 2022 puede llegar a ser de 113.000 millones de dólares. Sólo el mercado de análisis de alimentos mundial puede suponer 16,000 millones de dólares para 2022. Es el caso de Eurofins, líder mundial en pruebas bio-analíticas de alimentos, medio ambiente y productos farmacéuticos, con red 190 laboratorios en 36 países. ■



**Yves Kramer**

Gestor de Pictet Security



# Infraestructuras en el punto de mira

**L**as infraestructuras son una clase de activos que ha protagonizado una fase de crecimiento a largo plazo desde hace varias décadas. Si bien las previsiones son heterogéneas, los cálculos de David Hale Global Economics apuntan a que la necesidad de inversión en infraestructuras ascenderá a 67 billones de dólares entre 2010 y 2030. Este notable aumento se verá apuntalado tanto por los mercados desarrollados (que realizarán un nivel de inversión en infraestructuras suficiente para colmar las necesidades actuales y futuras) como por los emergentes (debido al desarrollo demográfico, la urbanización y el aumento de la clase media).

## Segmento regulado y segmento de pago

En general, el sector de infraestructuras se agrupa en dos grandes categorías: el segmento regulado y el de pago. En el caso del segmento regulado, como las compañías de gas, agua y

electricidad, el regulador determina los ingresos que una empresa debería percibir por sus activos. Si un activo genera demasiados ingresos, se exige a la compañía que devuelva parte de ellos a sus clientes mediante reducciones de precios. Por el contrario, si un activo genera ingresos insuficientes, la compañía puede aumentar sus precios. Este mecanismo se traduce en un flujo de efectivo relativamente estable a lo largo del tiempo. Además, el regulador tiene periódicamente en cuenta la inflación, lo que implica que las subidas de precio a menudo están vinculadas a ella. Como tal, esos activos también constituyen una buena cobertura frente a la inflación.

En el caso del segmento de pago, los ingresos de una empresa dependen del número de personas que haga uso de sus activos. Estos activos físicos -generalmente ferrocarriles, aeropuertos, carreteras y torres de telecomunicación- se utilizan para el desplazamiento

de personas, bienes y servicios en una economía. Por tanto, conforme una economía crece, se desarrolla y prospera, estos activos también suelen crecer. Por ejemplo, a medida que un mayor número de personas utiliza los datos de los teléfonos móviles -y hasta cierto punto depende de ellos- las torres móviles de comunicaciones incorporan capacidad adicional a las torres físicas para dar respuesta a esta demanda.

### Atractivos de las infraestructuras para el inversor

Independientemente de la categoría, las firmas de infraestructuras cuentan con una serie de características que resultan interesantes para los inversores: un perfil riesgo/remuneración sólido y estable, una menor correlación con las clases de activos tradicionales, y cualidades defensivas (como la citada cobertura frente a la inflación). Además, el papel del sector privado en la creación de infraestructuras ha aumentado: los balances de los gobiernos se han ajustado en todo el mundo, por lo que éstos se han centrado en la consolidación presupuestaria y ello ha dado lugar a una escasa inversión pública en proyectos de infraestructuras de gran envergadura.

Esto brinda una oportunidad para los fondos de infraestructuras cotizados, que invierten en las acciones de las firmas cotizadas que participan en la construcción de infraestructuras. En nuestro caso, invertimos en empresas que operan bien en un marco normativo definido, con contratos a largo plazo, lo que ofrece visibilidad sobre los flujos de caja futuros y nos permite determinar de forma más precisa su valor intrínseco.

Históricamente, muchos inversores se han centrado en los fondos de infraestructuras no cotizados, si bien los cotizados han empezado a captar más atención por diferentes motivos: una mayor flexibilidad para invertir el capital rápidamente con el fin de aprovechar las oportunidades del mercado, una mayor liquidez y unas comisiones que, en general, suelen ser más reducidas. No obstante, la

gama de oportunidades para las firmas de infraestructuras cotizadas y no cotizadas es diferente y, por tanto, los inversores pueden beneficiarse de contar con ambas en su cartera.

A medida que las economías crecen, las poblaciones aumentan y las finanzas públicas siguen bajo presión. Las infraestructuras y el papel del sector privado en su construcción seguirán expandiéndose. Verdaderamente creemos que estamos ante una oportunidad que no debemos desaprovechar. ■

» La necesidad de inversión en infraestructuras ascenderá a 67 billones de dólares entre 2010 y 2030



**Nick Langley**

Co-gestor del fondo Legg Mason  
RARE Infrastructure Value

# Vientos de cola que podrían impulsar al índice Ibex 35 hacia el objetivo teórico mínimo 9900

Utilizando reconocimiento de patrones (i.e. pautas de comportamiento reconocibles e identificables) en la serie mensual del Ibex 35

podemos estimar un objetivo teórico mínimo para el índice Ibex 35 en 9916 puntos para los próximos meses. Se trata del mismo patrón observado entre febrero y junio (Brexit) en 2016 y que posteriormente favoreció una subida del mercado del 54% hasta mayo 2017. Esto supone que, desde el nivel de cierre de 6 de marzo 2019, fecha en la que escribimos estas líneas, el mercado español posee un potencial de subida, como mínimo, del 6,61%. Adicionalmente el IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid), con 127 constituyentes, también presenta un patrón alcista de cabeza y hombros que es concordante con el escenario descrito para el Ibex.

Ahora vamos a tratar de encontrar aquellos posibles vientos de cola (tail winds) que podrían hacer que este futuro pudiera verse materializado:

1. Ante el riesgo de que pueda agravarse el escenario de desaceleración económica en la Eurozona vemos factible y plausible que el BCE apruebe nuevos préstamos a los bancos (TLTROs) en cualquiera de sus próximas reuniones incluyendo la del jueves 7 de marzo.
2. La prima de riesgo frente a Alemania se ha estrechado desde niveles de 141 pbs de octubre 2018 hasta los 98 pbs del 6 de marzo. Recordemos que los últimos mínimos recientes de la prima de riesgo se alcanzaron en abril 2017 en 64 pbs. De persistir este estrechamiento esto podría favorecer nuevas subidas de la renta variable espa-

ñola. Un gobierno saliente de las urnas el 28 de abril que abrazara la ortodoxia fiscal de la Comisión Europea y no generara incertidumbre como ha ocurrido en Italia con su gobierno populista sería un importante viento de cola para la renta variable española. Esto favorecería por tanto nuevos estrechamientos del diferencial frente a Alemania y una reducción de los costes de financiación para el Reino de España, y que vendría acompañado además de nuevas mejoras en los ratings de la deuda soberana española.

3. El PIB de España, cuarta economía de la Eurozona, ha venido mostrando un comportamiento diferencial muy positivo frente a la media del conjunto de la Eurozona y frente Alemania, Francia e Italia y esta situación podría persistir en el tiempo, especialmente si dicho resultado electoral favoreciera una estabilidad política y una seguridad jurídica lo suficientemente sólida y creíble para atraer nueva inversión extranjera.
4. Una posible extensión de la fase de expansión iniciada en junio 2009 en EEUU dado que actualmente el mercado laboral norteamericano continúa sin mostrar ninguna evidencia de debilidad, por lo que el consumo privado que representa nada menos que el 70% del PIB norteamericano, podría continuar viéndose beneficiado de dicha fortaleza y de las subidas salariales motivadas por la escasez de mano de obra. Recordemos que, de acuerdo con el último dato de JOLTS (ofertas de Empleo y encuesta de rotación del mercado laboral) publicado, el número de ofertas laborales (job openings) supera al número de personas en situación de desempleo.

» Podemos estimar un objetivo teórico mínimo para el índice Ibex 35 en 9916 puntos para los próximos meses

marzo) y un cada vez más plausible segundo referéndum sobre el Brexit que podría hacer que finalmente, después de este arriesgado y tedioso camino, se volviera a la cabilia de salida, punto desde donde David Cameron nunca debió cometer la irresponsabilidad de avanzar. Hace exactamente un mes Donald Tusk, presidente del Consejo Europeo, pronunciaba estas palabras: "Me he estado preguntando cómo será el lugar reservado en el infierno para quienes promovieron el Brexit...". ■



## Ramón Bermejo Climent

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

5. Firma de un acuerdo en la segunda mitad de marzo EEUU-China que ponga punto y final a la guerra comercial.

6. Un muy probable retraso de la fecha de salida del Reino Unido de la Unión Europea (29



# ¿Qué empresas podrían ser líderes en 2029?

**L**a década de 2020 está a la vuelta de la esquina, por lo que propongo que nos pongamos las gafas de ver de lejos para imaginar cómo podría ser la composición del grupo de las mayores empresas de la próxima década.

Suponemos que la ascensión de las empresas tecnológicas hasta las diez primeras posiciones del índice S&P 500 ha sido un fenómeno reciente. Sin embargo, si nos fijamos en el grupo de los primeros integrantes hace diez años, Microsoft, IBM y Google (ahora Alphabet) ya estaban en la lista. De hecho, IBM era el primer valor por capitalización bursátil ya en 1980 y mantuvo su posición durante la década de 1990, para perderla después a manos de nuevos innovadores como Microsoft y Cisco. Pero el alumno más aventajado en materia de ejecución ha sido Apple, que ha conseguido una rentabilidad anualizada en torno al 25% gracias al iPhone, que le llevó a convertirse en agosto de 2018 en la primera empresa valorada en 1 billón de dólares. Por otro lado, General Electric (que salió del DOW en junio de 2018) ha sido el paradigma de la ejecución deficiente.

No obstante, las valoraciones actuales hacen que sea muy improbable que durante la próxima década se repitan las elevadas rentabilidades que han disfrutado los inversores durante la última: si Amazon mantuviera la tasa de crecimiento anual compuesto de los pasados diez años durante la próxima década, su capitalización bursátil representaría el 60% de la capitalización del actual mercado estadounidense.

Así que teniendo esto en cuenta, ¿qué empresas podrían ser líderes en 2029? La clave es un equipo directivo con una ejecución clara y sólida, en un sector al alza y que ofrezca productos y servicios diferenciados. Por tanto:

En tecnología, espero que Amazon, Alphabet y posiblemente Microsoft escindan sus negocios durante los próximos tres a cinco años, ya sea por una mayor presión de las autoridades o porque el equipo directivo trate de reducir la complejidad. Algunos candidatos interesantes con una perspectiva a diez años serían estos tres mencionados y Facebook, aunque esta última tendrá que evolucionar como red social pues

la fidelidad parece que flaquea y la presión regulatoria podría obligarle finalmente a separar sus negocios -como WhatsApp-. Además, las redes sociales hoy por hoy hacen más mal que bien y estas empresas necesitan reinventarse profundamente si no quieren perder comba. El nuevo actor en este área será una start-up que cambie el paradigma en la inteligencia artificial, la robótica o la informática cuántica para atender una necesidad completamente insatisfecha. Dentro de ello, cabría esperar que esta start-up fuera absorbida por negocios como Facebook o Alphabet. En el caso de Apple un crecimiento externo de este tipo podría ser su única vía, pues necesita imperiosamente innovar si quiere pasar el corte y entrar en el Top 10 en 2029.

El sector sanitario ha sido una presencia constante entre los primeros diez valores (Pfizer, Merck, Johnson & Johnson) y es probable que alguna de las grandes farmacéuticas que haya adoptado la medicina personalizada sea el líder de la próxima década. Ante el rápido envejecimiento de las poblaciones, la representación del sector sanitario en el Top 10 está garantizada, y será una empresa que aborde alguna de las diversas necesidades no satisfechas, como la cura del Alzheimer, el cáncer o la diabetes.

En el sector energético la presencia de petroleras ha sido una constante en la lista de los diez primeros valores del S&P 500 y espero que sigan estando representadas. Los disruptores

que saldrán de la nada podrían ser empresas que sean capaces de capitalizar las tecnologías renovables sin depender excesivamente de materiales escasos. Por ahora, la tecnología de baterías obliga a recurrir a materias primas escasas, como el cobalto y el litio, y hasta ahora parece difícil que estas tecnologías puedan incrementar su escala al precio adecuado como para sustituir al petróleo como fuente de combustible

para el transporte durante los próximos diez años. Por el bien de todos nosotros, esta es una predicción en la que me encantaría equivocarme.

Para finalizar, comentar que una buena asignación del capital es el factor más determinante de las rentabilidades futuras y eso es lo que hace que Warren Buffett -y por extensión Berkshire Hathaway- sea único: por eso creo que Berkshire Hathaway no estará en la lista de 2029, algo en lo que también celebraré equivocarme, quién sabe si asistiendo a la reunión anual 2029 de Berkshire en Omaha. ■



**Amit Lodha**

*Gestor de fondos de renta variable global en Fidelity*

» En el sector energético la presencia de petroleras ha sido una constante en la lista de los diez primeros valores del S&P 500

# El vínculo entre los aspectos ASG y la rentabilidad

Cotton	\$190.00	\$1
Flax	\$280.00	\$2
Textiles	\$107.00	\$1
Wool	\$156.00	\$1
Fur	\$280.00	\$3
Sateen	\$181.00	\$1
Silk	\$188.00	\$1
Oil	\$794.00	\$1
Gas	\$599.00	\$1
Electric power	\$599.00	\$1

Gold	A	Mang
Platinum	B	Alumi
Silver	A	Chro
Copper		
St		

**R**obeco cree, desde hace mucho tiempo, en las ventajas que comporta la inversión sostenible. Estamos convencidos de que, utilizando información ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG) con relevancia financiera en nuestros procesos de inversión, tomaremos decisiones mejor fundamentadas y obtendremos una mayor rentabilidad ajustada al riesgo a largo plazo.

Existen diversos estudios que analizan la contribución de los factores ASG a los beneficios de las empresas. Uno de los primeros, y más famoso, fue el realizado en 2003 por Paul Gompers, de Harvard Business School, en el que se identificaba un fuerte vínculo positivo entre las prácticas de buen gobierno y los resultados empresariales. Se detectó que las empresas cuyos accionistas poseían mayores derechos presentaban mejores niveles de valor, beneficios y crecimiento de las ventas, tenían menor necesidad de capital y realizaban menos adquisiciones.

Hay pruebas sólidas de la relación entre una buena gestión del capital humano y los resultados. En un estudio realizado por Alex

Edmans, de la Universidad de Pennsylvania, las empresas que figuraban en la lista Fortune's 100 de mejores empresas en las que trabajar (con empleados satisfechos) superaban a la media de las empresas en rentabilidad accionarial.

En 2005, un estudio de Jeroen Derwall, de la Universidad Erasmo de Róterdam, demostró que las empresas con elevada ecoeficiencia se destacaban sobre las demás.

La mayoría de los estudios que documentan la aportación positiva sobre sostenibilidad se centran en factores con relevancia financiera. Un ejemplo es el estudio realizado en 2015 por Mozaffar Khan de la Universidad de Harvard, bajo el título "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality". En él se demostraba que las inversiones en temas de sostenibilidad relevantes pueden mejorar el valor para el accionista, mientras que invertir en aspectos de sostenibilidad sin relevancia ejerce un efecto muy reducido sobre la rentabilidad.

Al analizar el vínculo entre la sostenibilidad y la rentabilidad futura de las inversiones, los investigadores se fijaban en la relación



## Masja Zandbergen

Responsable de Integración  
de Criterios ASG de Robeco

entre el perfil de sostenibilidad actual de las empresas y sus rendimientos de inversión futuros. Ahora han ido apareciendo también estudios que examinan la relación entre las variaciones en el perfil de sostenibilidad de las empresas y su rentabilidad futura. Su hipótesis es que el mejor momento para invertir para quienes buscan sacar partido de las mejoras en los niveles ASG de las empresas es antes de que dichas mejoras obtengan reconocimiento general —y recompensa— en el mercado.

» Utilizando información ASG con relevancia financiera en los procesos de inversión, obtendremos una mayor rentabilidad ajustada al riesgo a largo plazo

Otra corriente interesante de estudios de investigación se centra en la incidencia financiera de la interacción entre los inversores y sus participadas. En 2015, Elroy Dimson, de London Business School, dirigió un estudio en el que se documentaban estas interacciones en 613 sociedades cotizadas en Estados Unidos, entre 1999 y 2009. En él se mostraba que, tras una interac-

ción exitosa, la rentabilidad de inversión de las empresas en cuestión era, de media, superior a la que cabría esperar sin tener en cuenta dicha interacción. Los investigadores hallaron también que, tras culminar la interacción, las empresas experimentaban mejoras en sus resultados de explotación, beneficios y gobernanza. ■



# ASG & PRI: comprometerse juntos para una inversión responsable

**P**ioneros en las iniciativas de integración de criterios ASG en la gestión de activos en Francia, Groupama AM muestra su voluntad de reforzar el proceso de integración ASG a todas las clases de activos y difundir este enfoque dentro de la gestora.

Puesta en marcha en el año 2006 con el apoyo de la ONU, la iniciativa PRI, (Principles for Responsible Investment), de la cual Groupama Asset Management es miembro fundador, está formada por una red de actores financieros internacionales (asset owners, gestores de activos, organizaciones financieras, etc.) comprometidos con la implementación de los seis principios de la inversión responsable, gracias a una plataforma colaborativa. La misma tiene como objetivo ayudar a los signatarios a la hora de compartir sus iniciativas y compromisos. A cambio, los PRI coordinarán el proceso: lanzamiento de la iniciativa,

seguimiento, conclusión del compromiso o engagement.

Estos engagements colaborativos pueden definirse a propuesta de los PRI o por un inversor signatario. En ambos casos, el proceso de engagement es el mismo:

- Puesta en marcha de un comité directivo que definirá con precisión la temática y duración del engagement, e identificará a las compañías seleccionadas.
- Reclutamiento de signatarios para llevar a cabo el engagement: los inversores pueden elegir ser: leading investor o supporting investor.

**» Invertir de manera responsable implica compromiso y la comunicación de estos compromisos**

Algunos engagements tienen forma de carta abierta, dirigida a, por ejemplo, la transparencia en las prácticas en áreas específicas: cambio climático, derechos humanos, diversidad de género, transición energética, etc

En 2018, Groupama AM estructuró su proceso de engagement colaborativo y, como parte de esta estructuración, decidió firmar los siguientes tres compromisos de colaboración:

- **Just transition on Climate Change**  
(engagement dirigido por los PRI) Apoya una transición ambiental justa comprometiéndose a integrar el capital humano y la dimensión social en las prácticas ambientales de la casa.
- **2 degrees of separation: access the investor-only company fact sheet**  
(engagement dirigido por los PRI) Acceso a la base de datos de Carbon Tracker, comprometiéndonos a proporcionar nuestra información de contacto y feedbacks sobre el análisis llevado a cabo.
- **Open Letter to index Providers on Controversial Weapons**  
(engagement dirigido por Swiss Sustainable Finance, en colaboración con Pictet AM). Co-firma de una carta abierta solicitando a los proveedores de índices bursátiles que excluyan a los productores de armas controvertidas en los principales índices. Este compromiso se enlaza con nuestra política de exclusión de productores de armas controvertidos de todos los fondos de Groupama AM (de acuerdo con la legislación francesa).

Estas iniciativas son partes integrantes de la estrategia ASG de Groupama AM y se comunican en el informe anual requerido por los PRI, participando en la evaluación de las actuaciones de inversión responsable de Groupama AM. ■



## Iván Díez

Country Head Iberia & Latam de  
Groupama Asset Management

### Assets under management (US\$ trillion)



# Ranking de fondos

Febrero ha supuesto para los Fondos de Inversión nacionales registrar el mejor arranque de año en rentabilidad de la serie histórica. Así, con datos de cierre provisionales, el volumen de activos experimenta un incremento en febrero de 2.034 millones de euros (0,8% más que el mes anterior), y se sitúa en 264.264 millones de euros.

El crecimiento del volumen de activos se debe, en su totalidad, al buen desempeño de los mercados en el período, ayudado por el comportamiento de los flujos en febrero, que tras varios meses de reembolsos revirtieron, al menos provisionalmente, la tendencia de meses anteriores, mostrando un resultado plano o

muy ligeramente negativo, hasta los 35 millones de euros de reembolsos netos en el mes.

En febrero, todas las categorías experimentaron incrementos patrimoniales de mayor o menor magnitud, con la excepción de la Renta Variable Nacional y Retorno Absoluto, que se vieron lastradas por los reembolsos registrados en sus categorías, ya que su comportamiento por rendimientos fue positivo.

Lideraron el crecimiento del volumen de activos los Fondos Globales, con un incremento de 528 millones de euros y acumulan en los dos primeros meses del año 1.666 millones de euros más. Le siguen la Renta Variable Internacional, con 407 millones de euros más de patrimonio en el mes, siendo, además, la categoría que mayor crecimiento acumula en el año con casi 2.453 millones de euros.

## RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN POR CATEGORÍAS

Categoría de inversión	Rentabilidad Febrero 2019	Acumulado 2019
Monetarios	-0,01%	0,02%
Renta fija	0,06%	0,43%
Renta fija mixta	0,63%	2,16%
R. Variable mixta	1,29%	4,43%
R. Var. Nacional	1,20%	7,24%
R. Var. Internacional	3,09%	10,29%
Garantizados	0,05%	0,76%
Retorno absoluto	0,48%	1,77%
Gestión pasiva	0,52%	2,22%
Globales	1,23%	3,93%
<b>Total Fondos Inversión</b>	<b>0,99%</b>	<b>3,32%</b>

FUENTE: INVERCO.



## PATRIMONIO FONDOS DE INVERSIÓN

CATEGORÍA DE INVERSIÓN	FEBRERO 19	VARIACIÓN			
		FEBRERO 2019		2019	
		Importe (millones euros)	%	Importe (millones euros)	%
GLOBALES	43.806.746	527.673	1,2%	1.665.583	4,0%
RENDA VARIABLE INTERNACIONAL	32.107.011	406.615	1,3%	2.452.785	8,3%
MONETARIOS	7.228.596	357.682	5,2%	444.678	6,6%
RENDA VARIABLE MIXTA	24.652.413	266.925	1,1%	896.887	3,8%
RENDA FIJA MIXTA	39.891.599	201.466	0,5%	565.809	1,4%
GESTION PASIVA	16.314.226	187.906	1,2%	512.634	3,2%
GARANTIZADOS	19.958.268	137.818	0,7%	347.424	1,8%
RENDA FIJA	57.663.486	67.949	0,1%	-263.345	-0,5%
RENDA VARIABLE NACIONAL	6.535.017	-13.099	-0,2%	274.787	4,4%
RETORNO ABSOLUTO	14.250.105	-107.070	-0,7%	-188.314	-1,3%
INVERSIÓN LIBRE	2.256.145	-	-	40.212	1,8%
<b>TOTAL FONDOS DE INVERSIÓN</b>	<b>264.263.613</b>	<b>2.033.866</b>	<b>0,8%</b>	<b>6.749.141</b>	<b>2,6%</b>

FUENTE: INVERCO.

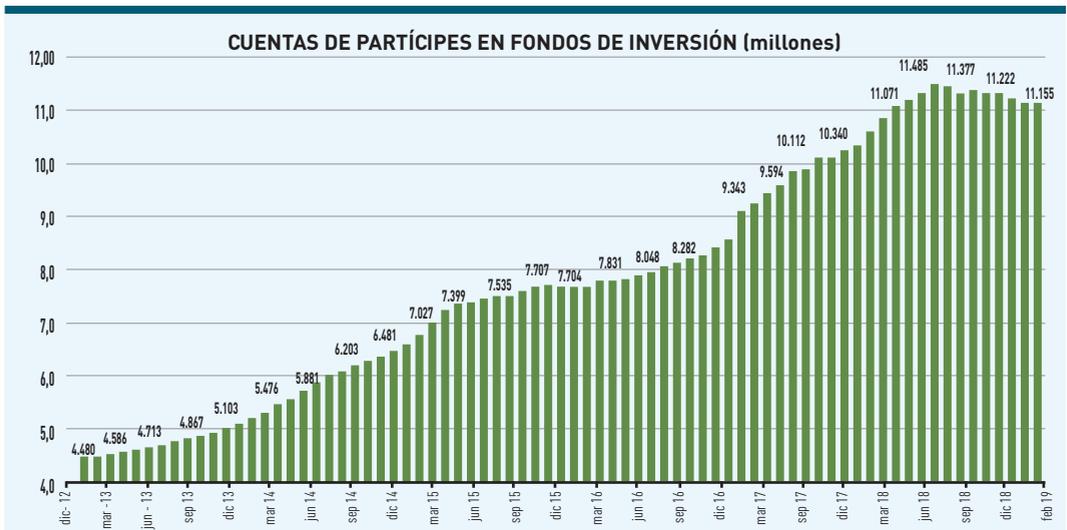
La evolución del patrimonio de los Fondos Mixtos también fue positiva en el periodo. Así, la Renta Variable Mixta creció en 267 millones de euros y la Renta Fija Mixta lo hizo en 201 millones de euros. En el conjunto del año acumulan un crecimiento de 1.463 millones de euros.

Los Monetarios incrementaron su patrimonio en el mes en 358 millones de euros. Aumento que viene explicado, en su totalidad, por las entradas netas registradas (fue la categoría con mayores suscripciones).

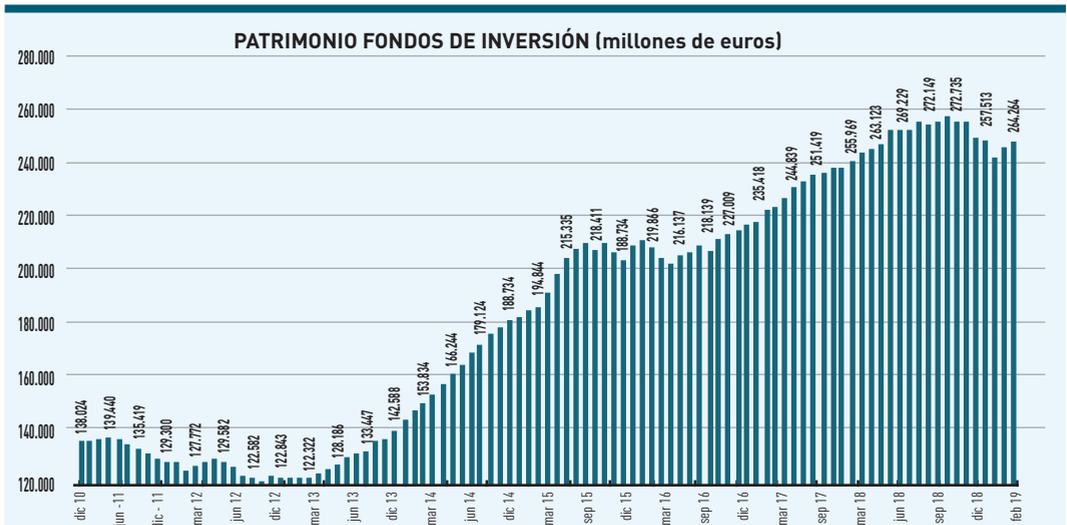
Los Fondos de Renta Fija incrementaron su volumen de activos en 68 millones de euros, pero

no logran compensar la reducción de enero. Y, por tanto, es la categoría con mayor descenso patrimonial en lo que llevamos de 2019 (263 millones de euros menos).

En sentido contrario, los Fondos de Retorno Absoluto vieron reducido su patrimonio en el periodo (107 millones de euros menos) y ya acumulan en 2019 un descenso de 188 millones de euros. Así como la Renta Variable Nacional, que registró un ligero descenso patrimonial en febrero de 13 millones de euros, aunque en los dos primeros meses del año registra un crecimiento del volumen de activos de 275 millones de euros (un 4,4% más que en diciembre de 2018). ■



FUENTE: INVERCO.



FUENTE: INVERCO.

JUAN MARTÍNEZ Y ARMANDO CUESTA | Gestores de Abante Biotech Fund

# “En las biotech el dinero llamado inteligente es de un 5% o un 10%”

Hablamos con los gestores del primer fondo especializado en biotecnología en España. Destacan la descorrelación del ciclo que tiene el sector y la oportunidad que existe si se entiende esta inversión como un ‘venture capital’. Por Pablo Gallén.

- Gestora: Abante.
- Presidente: Santiago Satrustegui
- Año de fundación: 2002
- Patrimonio: 3.200 millones
- Número de fondos registrados: 40



## ¿Por qué un fondo de biotecnología en este momento?

**Juan Martínez:** La razón surge porque la conjugación de los conocimientos científicos de Armando con los míos financieros son perfectos para este sector de la renta variable, en el que hay ineficiencias de mercado y en el que con conocimientos específicos se puede extraer valor a largo plazo.

## Cuando valoran una compañía, ¿cómo ponderan una negativa por parte de la autoridad sanitaria correspondiente?

**JM:** Es el principal riesgo. Que se apruebe o se rechace un fármaco o que pase de fase, puede tener un impacto en la revalorización del 80% o del 100%, e incluso un 200% si son monoproducto o monomolécula. Esa es una de las razones por la que vemos el fondo como un vehículo de capital riesgo, y es normal que alguna mina pises cuando estás comprando experimentos científicos.

## Son compañías de crecimiento, no reparten dividendo. ¿Cuáles son las principales ineficiencias?

**JM:** Algunas hay con dividendo, aunque son la excepción y sobre todo son aquellas más grandes, porque aunque buscamos compañías de pequeña y mediana capitalización no renunciamos a las grandes, que pueden estar infravaloradas, como Bayer o Mylan. La principal ineficiencia que les vemos es que normalmente necesitan ampliar capital y eso se suele ver mal. Como inversor debes saber que estas operaciones existen y debes tenerlas reflejadas en tu modelo. En este sector el dinero inteligente es de un 5% o un 10%, los demás son especuladores individuales con falta de conocimiento y fondos pasivos o no especializados.

**Armando Cuesta:** A nivel científico, hay ineficiencias porque en el mercado participan especuladores carentes de conocimientos atraídos por la volatilidad y porque requiere una experiencia para saber qué hace la compañía, que molécula desarro-

“Que se apruebe o se rechace un fármaco o que pase de fase, puede tener un impacto en la revalorización del 80% o del 100%”



**Armando Cuesta y Juan Martínez,**  
Gestores de Abante Biotech Fund.

lla, qué enfermedades tratan, muchas veces hay malinterpretación.

### **¿Qué tienen en común las compañías en las que estáis invertidos?**

**JM:** Sobreponderamos algunas temáticas como el ahorro hospitalario, las compañías que permiten suministrar fármacos en casa como Fresenius, y empresas que desarrollan antibióticos contra cepas multi resistentes. Otra tendencia es la genómica, tanto la terapia génica como la edición genética, en la que se incluiría una empresa como Spark Therapeutics. Nos gusta la terapia celular y todo lo que tiene que ver con las células Car T, es decir, las que permiten modificar los linfocitos fuera del paciente para que ataquen de forma específica al cáncer, o la terapia regenerativa, que permite crear órganos para los pacientes.

### **¿Por qué tienen tanta exposición a EEUU? Pondera un 58% en el fondo frente al 3,4% de Alemania, por ejemplo.**

**JM:** No tenemos una predilección a EEUU, pero las empresas a las que les vemos más valor están allí y el universo de inversión también es más grande, unas 600 empresas frente a 200 europeas.

**AC:** En EEUU e Israel la transferencia de conocimientos entre las universidades y las empresas es mucho más eficiente y más madura que en Europa. Por otra parte, el Nasdaq es un mercado muy serio, con unos estándares de regulación por parte de la SEC que nos hacen confiar mucho a la hora de analizar las compañías.

### **¿Podrían poner algunos ejemplos de compañías que les gustan?**

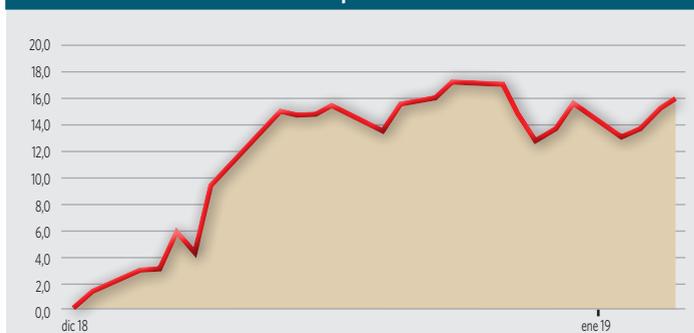
**JM:** Tenemos a Editas, Crispr e Intellia que se dedican a la edición genética. De estilo más value tenemos a Amgen, Biogen o Gilead, ésta última un poco denostada lo que le hace estar a unos múltiplos muy atractivos, a pesar de que su negocio contra la Hepatitis C ha muerto de éxito, y es que al conseguir curar ya no vende más. Aun así, tiene una serie de fármacos para el VIH y terapias génicas que creemos que van a tener efecto en la cotización en unos cinco años. Otro ejemplo es Selecta que utiliza la nanotecnología para inyectar medicamentos ya existentes en enfermedades como la gota, lo que mejora la calidad de vida del paciente. ■



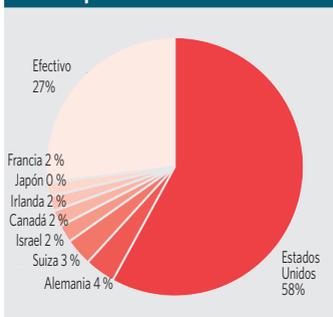
## Abante Biotech Fund

*Abante Global Funds - Abante Biotech Fund es un fondo que invierte, mayoritariamente, en compañías del sector biotecnológico y farmacéutico, en todo tipo de ubicaciones geográficas y capitalizaciones de mercado. En términos de área geográfica, mercado y capitalización, el compartimento se centra, ante todo, en Norteamérica, NASDAQ y empresas de pequeña y mediana capitalización, respectivamente. La toma de decisiones de inversión es responsabilidad de un equipo especializado de profesionales con una dilatada experiencia (los Gestores) y amplios conocimientos científicos y financieros. Los Gestores aplican un enfoque de inversión bottom -up basado en un análisis intensivo que incluye una due diligence científica (datos clínicos) y financiera, y una calificación de la valoración de los fundamentales.*

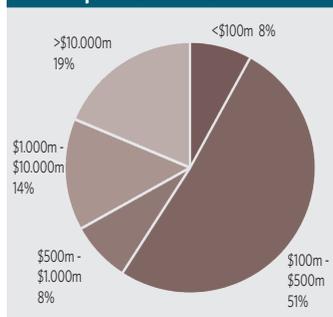
### Cómo se ha comportado este fondo



### Composición de la cartera



### Capitalización Bursátil



### Principales posiciones

Biotecnología	49,6%
Farmacéuticas	23,5%
Efectivo USD	23,8%
Efectivo EUR	3,2%



Manuel Barangé Bofill  
manuel@barange.org

La biotecnología es una ciencia que permite mejorar la comprensión de los sistemas biológicos y desarrollar productos que sirvan como solución a enfermedades. Abante Biotech Fund es el primer fondo español de gestión activa en biotecnología. Invierte en renta variable en torno al 80-100% de la cartera, compuesta por entre 30 y 40 compañías, con un peso cada una máximo del 5% que se rotan de forma activa. La biotecnología y ciencias de la vida es un sector poco correlacionado con la macroeconomía, permitiendo así diversificar y mejorar la gestión del riesgo. El objetivo del fondo es batir al Nasdaq Biotechnology Index en el medio y largo plazo. Se gestiona a través de una metodología propia que emplea análisis fundamental, momentum y técnicas cuantitativas sobre diferentes horizontes temporales. El universo de inversión incluye, pymes de biotecnología o ciencias de la vida de referencia en países desarrollados, principalmente en EE UU. El proceso de inversión incluye una selección de las mejores empresas por su relación entre rentabilidad y riesgo y posteriormente se realiza una due diligence exhaustiva. Los gestores del fondo elaboran una valoración para determinar el potencial de subida o caída de la cotizada y luego analizan el momento de entrada adecuado. El control del riesgo se realiza diversificando las inversiones por estrategia y horizonte temporal. Incluyen en la cartera compañías con al menos un evento científico importante en el corto plazo, empresas con ingresos recurrentes en ciencias de la vida, tecnologías con capacidad de tener un impacto innovador en la forma de tratar una enfermedad y gestión activa de la liquidez. ■

## Zona euro. La renta variable europea: ¿carece de atractivo?

Los datos sobre la actividad de la zona euro han caído drásticamente, suscitando temores a una recesión

Los efectos completos de la guerra comercial entre China y EE. UU. afectarán a los fabricantes europeos, en especial a:

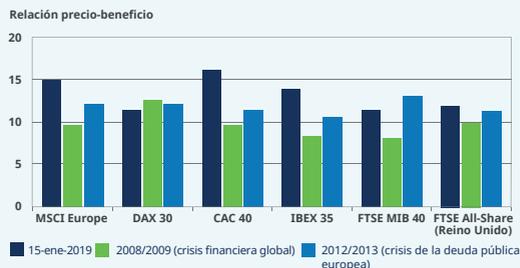


AUTOMÓVILES SEMICONDUCTORES

Pero no todo son malas noticias...

- 👍 No esperamos una recesión en la zona euro
- 👍 Las acciones europeas parecen ahora baratas y tienen un gran potencial para generar rentabilidades superiores

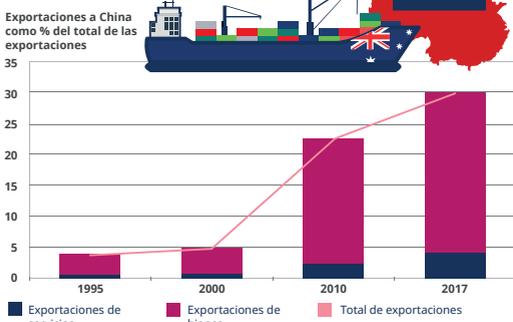
La relación precio-beneficio<sup>1</sup> del DAX alemán es de tan solo 11,4: un nivel inferior al de las dos últimas recesiones



Fuente: Thomson Datastream, Schroders Economics Group, 29 de enero de 2019.

## Australia y China: más allá de las materias primas

China ha sido un catalizador clave de las exportaciones australianas de materias primas y las relaciones económicas entre ambos países siguen fortaleciéndose



Fuente: Thomson Reuters Datastream, Schroders Economics Group, 30 de enero de 2019.

No todo gira en torno a las materias primas, China ha impulsado las exportaciones australianas de servicios

Los viajeros chinos constituyen actualmente el grupo de turistas más grande y, de media, gastan más dinero que cualquier otro grupo

Esta tendencia se acentuará



Gasto de los turistas chinos en Australia para 2020



Visitantes chinos en 2020

Sin embargo, la ralentización de China plantea algunos riesgos para la economía australiana

Debido a los vínculos comerciales, una menor demanda china podría causar una reducción de las exportaciones australianas

El dólar australiano seguramente se debilita, ya que los inversores lo utilizan como un método alternativo de exposición a la actividad económica china debido a que el yuan está controlado por el Estado

## Actualización sobre mercados emergentes: Nuestra visión



La debilidad del dólar en 2019 podría reducir los costes para los países emergentes endeudados



Parece que 2019 será mejor que 2018, pero no tan bueno como 2017



La deflación en los precios de las materias primas podría implicar una contracción de los volúmenes del comercio global

<sup>1</sup> La relación precio-beneficio muestra los precios de una compañía en relación con su beneficio por acción. En este caso, refleja la media de todas las relaciones precio-beneficio para todos los valores del índice DAX.

Fuente: Schroders, a febrero de 2019.

La rentabilidad registrada en el pasado no es un indicador fiable de los resultados futuros. El precio de las acciones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto subir como bajar y los inversores pueden no recuperar el importe original invertido. Las previsiones recogidas en el documento son el resultado de modelos estadísticos basados en una serie de supuestos. Las previsiones están sujetas a un alto nivel de incertidumbre sobre los factores económicos y de mercado futuros que pueden afectar a los resultados futuros reales. Las previsiones se ofrecen con fines informativos a fecha de hoy. Nuestros supuestos pueden variar sustancialmente en función de los cambios que puedan producirse en los supuestos subyacentes, por ejemplo, a medida que cambien las condiciones económicas y del mercado. No asumimos ninguna obligación de informarle de las actualizaciones o cambios en estos datos conforme cambien los supuestos, las condiciones económicas y del mercado, los modelos u otros aspectos.

**Información importante:** Schroders ha expresado sus propios puntos de vista y opiniones de este documento y estos pueden cambiar. El presente documento ha sido redactado con una finalidad exclusivamente informativa. Su contenido no constituye una oferta de compra o venta de ningún instrumento o título financiero, ni una sugerencia para adoptar ninguna estrategia de inversión. La información contenida en el presente no constituye un asesoramiento, una recomendación o un análisis de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de ningún destinatario. Este material no constituye una recomendación contable, jurídica o tributaria y no debe ser tenido en cuenta a tales efectos. Se considera que la información contenida en este documento es fiable, pero Schroders no garantiza su exhaustividad o exactitud. La compañía no se responsabiliza de los errores de hecho u opiniones. No se debe tomar como referencia la información y opiniones contenidas en este documento a la hora de tomar decisiones estratégicas o decisiones personales de inversión. Schroders será responsable del tratamiento de tus datos personales. Para obtener información sobre cómo Schroders podría tratar tus datos personales, consulta nuestra Política de privacidad disponible en [www.schroders.com/en/privacy-policy](http://www.schroders.com/en/privacy-policy) o solicita a [infospain@schroders.es](mailto:infospain@schroders.es) en caso de que no tengas acceso a este sitio web. Publicado por Schroder Investment Management (Europe) S.A. 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxemburgo. Número de registro Luxemburgo B 37.799. 02/19/ES



# Invertir en tiempos revueltos

**T**ras disfrutar de un canal alcista de proporciones históricas, en 2018 celebramos el décimo aniversario de la quiebra de Lehman Brothers con el retorno de la casi olvidada volatilidad... y la mayor corrección de la década.

Sin entrar en el debate sobre si la caída del cuarto trimestre de 2018 es una corrección en un mercado alcista, o si el rally que estamos viendo es una corrección en un mercado bajista, la primera consideración que debemos hacer es que, efectivamente, hemos cambiado a un escenario donde la liquidez va a ser progresivamente más cara y la volatilidad va a convertirse en el entorno normal de trabajo. Y, ante este nuevo entorno, debemos revisar nuestro librito de trabajo.

En estos diez últimos años de subidas podríamos decir que ha sido "fácil" ganar dinero. De

hecho, el auge de los ETF podría estar plenamente justificado en un mercado donde los costes de gestión se convierten en un factor que puede colocarte arriba o abajo de un ranking, y donde la habilidad del gestor ya no es necesaria puesto que el mercado hace ganar a todos.

Sin embargo, el nuevo entorno supone un cambio en las reglas del juego. Frente a nosotros tenemos un escenario en el que los bancos centrales, de manera más rápida o más lenta, van a seguir retirando las medidas de expansión monetarias implantadas durante estos años. Estas medidas por sí solas deberían implicar un lastre en los mercados y, por supuesto, un incremento de volatilidad.

Estos efectos probablemente se vean magnificados por el mayor peso de los ETF dentro de las opciones de inversión de los clientes minoristas, así como por la mayor influencia de la gestión automatizada entre los inversores mayoristas,

resultando en movimientos al alza y a la baja mucho mayores que los experimentados en el pasado. En este entorno, apartarse de los valores en que invierten estos instrumentos puede ser clave para la generación de rentabilidades positivas. O lo que es lo mismo: la clave puede residir en evitar los índices y los instrumentos que los representan.

Efectivamente, estamos hablando de un nuevo escenario donde la gestión activa puede volver a convertirse en la clave para obtener rentabilidades positivas en los próximos años.

Investopedia define la gestión activa como el uso del factor humano para gestionar la cartera de un fondo, basándose en el análisis, las previsiones y en el juicio y la experiencia personales en la toma de decisiones de compra y venta.

Es cierto que los defensores de la gestión pasiva esgrimen la escasa cantidad de fondos activos que consiguen batir al índice. Pero también es cierto que hay fondos -pocos- que consiguen hacerlo repetidamente. Y también es cierto que muchos de los autodenominados fondos de gestión activa son poco más que fondos pseudo-indexados que utilizan la "etiqueta" de gestión activa para justificar comisiones elevadas, resultando en productos que claramente nunca podrán superar su índice.

La clave, pues, no sólo consiste en decantarse por fondos de gestión activa, sino también dedicar mucho tiempo a la selección de estos fondos para conseguir asegurar que la gestión aplicada sea realmente activa.

» La clave consiste en decantarse por fondos de gestión activa y contar con la ayuda de un experto para hacerlo

Para conseguir este objetivo, el asesoramiento es clave. Y aquí volvemos también a un cambio que nos trae el nuevo escenario: si durante estos años de ganancias muchos inversores particulares han decidido que pueden prescindir de la figura del asesor -ya que ellos solos podían conseguir rentabilidades positivas sin asumir este coste-, en el nuevo

escenario donde la selección de fondos de inversión es crítica no hay que escatimar esfuerzos ni recursos en la selección de los fondos en que se va a invertir, y eso implica contar con un asesor o selector de fondos que pueda dedicar a esa tarea toda su jornada laboral.

En conclusión, para los años que vienen, dos factores van a ser clave para conseguir ganar dinero en los mercados: huir de los índices y contar con la ayuda de un experto para hacerlo. ■



**Josep Bayarri**

*Director de Productos, Análisis e Inversiones de Arquia Banca.*



# El plástico no es fantástico: una medida drástica que dejará ganadores y perdedores

**E**l plástico de un sólo uso es la cuestión medioambiental más importante del momento en muchos lugares del mundo. Durante mucho tiempo, los activistas han esgrimido argumentos en contra del uso de este tipo de materiales y han tratado de resaltar el destrozo que ocasionan en la naturaleza. Pero fue un documental emitido por la cadena británica BBC, "Blue Planet II", el que cambió la forma en que EE UU, Europa y Reino Unido ven el uso de los plásticos. El documental se encargó de destacar gráficamente hasta qué punto este material ha infectado las cadenas alimentarias y el inmenso sufrimiento que inflige a las criaturas marinas.

La respuesta de los consumidores a esta cuestión ha sido muy dura, ya que muchos han modificado rápidamente su uso en el día a día. De la misma forma, las empresas han sido rápidas a la hora de poner en marcha políticas de reducción. Al mismo tiempo, los gobiernos también están reaccionando al respecto y tanto el Reino Unido como Europa ya han anunciado sus propias estrategias para regular su empleo.

## La respuesta del inversor

Sin embargo, la comunidad inversora ha reaccionado a este problema con más lentitud. Muchos gestores de fondos han hablado de la necesidad de actuar sobre el tema, aunque toda esa retórica no se ha visto reflejada necesariamente en la composición de los activos que forman sus carteras.

Todo esto no deja de ser algo sorprendente. Es probable que haya algunos claros ganadores y perdedores entre los fabricantes de plástico durante el proceso. En pocas palabras, hay que señalar que aquellas empresas que tienen el capital para invertir en la producción de formas más sostenibles, o una exposición limitada a los plásticos de un solo uso, pueden prosperar. Al contrario de lo que ocurre con esas empresas que están peor capitalizadas cuya principal producción es este tipo de material y que luchan por adaptarse.

El universo de la deuda de alto rendimiento de EE UU incluye un buen número de empresas que producen plásticos de un sólo uso. Estos mate-

riales representan casi toda la producción de compañías como Sealed Air Corporation. En la actualidad, los bonos de la firma tienen una calificación crediticia BB+/Ba3 y están respaldados por una fuerte generación de flujo de caja de alrededor de 400 millones de dólares, un sólido balance con un objetivo de apalancamiento neto de entre 3,5 y 4 veces, y por el hecho de que fabrican algunos productos líderes del mercado.

Pero quizás lo más importante es que en esta firma están invirtiendo en fórmulas para adaptarse al anhelo mundial de conseguir un uso del plástico más sostenible. En la empresa han unido su trabajo de innovación con la sostenibilidad, lo que significa esencialmente que el desarrollo de nuevos productos siempre se observa a través de la lente de la sostenibilidad.

Esta empresa también está llevando a cabo varias iniciativas que están destinadas a aumentar la cantidad de los materiales que pueden ser reciclados y a desarrollar biomateriales que pueden ser reciclados o que puedan degradarse mucho más rápido que los productos derivados del petróleo.

### Por regiones

Sin embargo, no todas las empresas son tan previsoras como la mencionada. Hay sociedades en el mercado de bonos de alto rendimiento de EE UU que operan con un apalancamiento de más de 6,5 veces y que dedican dos tercios de su producción a la fabricación de plásticos de un solo uso. Se trata de firmas que se encuentran en una situación precaria y que se enfrentarán irremediamente a decisiones difíciles sobre la dirección que quieren -y pueden- tomar en el futuro.

» Fue un documental emitido por la BBC, "Blue Planet II", el que cambió la forma en que Estados Unidos, Europa y Reino Unido ven el uso de los plásticos

La cruda indignación que muchos consumidores de Occidente sienten por el plástico podría desvanecerse con el paso del tiempo. Pero las empresas y los gobiernos están avanzando en una dirección que significa que es muy probable que parte del cambio que se necesita sea duradero. La comunidad de inversores debe apresurarse a ponerse al día sobre cómo ha cambiado la actitud hacia los plásticos. ■



**Álvaro Antón Luna**

Country Head de Aberdeen  
Standard Investments para Iberia

CHRISTIAN SCHMITT | Gestor de Ethenea

# “Todavía podemos encontrar valoraciones atractivas y crecimientos en el sector salud”

Christian Schmitt, gestor de Ethenea, analiza el peso del cálculo de los precios objetivos específicos para los índices o valores concretos. Para el experto, equilibrar los factores negativos y de apoyo que afectan el desarrollo futuro de los mercados financieros es también muy importante. Y es que el trading y la inversión en los mercados financieros son procesos que requieren de una continua evaluación para detectar las oportunidades en relación con los riesgos. **Por Eva Pla y Silvia Morcillo**

## ¿Cree que los precios objetivos pueden ser válidos en el caso de la inversión en valores concretos?

Definitivamente, sí. Nuestro escepticismo sobre las perspectivas anuales publicadas a principios de año y los precios objetivos de los índices bursátiles que se suelen utilizar se basa en el limitado beneficio que proporcionan. Alrededor del 80% de estos precios objetivos descuentan que las acciones suban aproximadamente entre el 5 y el 10% en un horizonte temporal de un año, lo que simplemente refleja la media histórica. Sin embargo, en realidad, no ha habido muchos años en los que hayan mantenido ese rango. Por ejemplo, el índice de la bolsa española, el Ibex 35, en sólo 2 de los 31 años transcurridos desde su creación en 1987 se ha revalorizado entre el 5 y el 10%. Una cuarta parte de estos años (8 de 31) registró cifras inferiores al -10%, mientras que otra cuarta superó el 20%. ¡Sería una suerte encontrarse a uno o dos analistas que hubieran predicho estos resultados a principios de año! Por eso, es más importante tener una idea de la dirección general del mercado y la relación entre las revalorizaciones potenciales y los riesgos potenciales.

Por otro lado, cuando se invierte en una empresa individual, se debe tener una visión clara del valor de la compañía. Este valor se basa principalmente en otros aspectos del

crecimiento, descontados por un factor apropiado. Comparando este valor con el precio actual, se puede tomar una decisión de inversión apropiada. En comparación con el mercado general, los factores que influyen en una sola empresa son más fáciles de estimar que los de un índice compuesto por 30 (o más) acciones individuales.

## ¿Son escépticos también con el caso del ratio PER?

La relación precio/beneficio es una cifra buena y sencilla que nos permite evaluar fácilmente la valoración actual, tanto de un índice, como de una acción individual. Sin embargo, como se basa en un solo número, su valor informativo es bastante limitado. Por lo tanto, sólo puede ser parte de un análisis más exhaustivo.

“Somos partidarios de un análisis amplio de los factores potenciales que afectan al desarrollo futuro de la renta variable”

## A nivel de índices, ¿cuál creen que es el mejor análisis para abordarlos? ¿El análisis macro, técnico...?

Dado que no tiene sentido centrarse únicamente en un precio objetivo, sino más bien en la posible rentabilidad al alza en relación con los riesgos a la baja, somos partidarios



de un análisis amplio de los factores potenciales que afectan al desarrollo futuro de la renta variable. En ETHENEA, lo hacemos dentro de nuestro Balance de Mercado, donde intentamos determinar el impacto futuro de una serie de factores relevantes para el mercado, incluyendo macroeconomía, política monetaria, fundamentales, valoraciones, técnicas de mercado, sentimiento, tendencias de precios y lecturas cruzadas de otras clases de activos como materias primas, divisas y renta fija. Sólo mediante una evaluación de los factores subyacentes podemos asegurarnos una visión completa de la dinámica actual del mercado.

**Entiendo que no tratan de hacer proyecciones futuras, ¿se fijan más en los fundamentales de las compañías?**

Para nosotros, invertir en una empresa significa participar en el éxito de su negocio. Este éxito se basa en y se describe mejor por los fundamentos de la empresa.

**Reconoce que son cautelosos en la renta variable y son escépticos con las industrias cíclicas. ¿Por qué ven valor en el sector salud?**

El mayor riesgo al que se enfrentan actualmente los mercados de renta variable es una nueva ralentización de la economía, que podría desembocar finalmente en una recesión. Aunque el riesgo de que se produzca una recesión sigue siendo bajo -quizás en torno al 20%-, las consecuencias para los mercados y, en particular para las industrias cíclicas, podrían ser importantes. Como resultado, desde una perspectiva de riesgo-rentabilidad, preferimos compañías en sectores más defensivos. Dentro de ellas, muchos inversores que llevan mucho tiempo solo tienen que refugiarse en industrias menos cíclicas como las de telecomunicaciones y servicios públicos, que tienen perspectivas de crecimiento limitadas y valoraciones que no nos parecen muy atractivas. Sin embargo, todavía podemos encontrar valoraciones atractivas, buenos crecimientos, exposición cíclica limitada y tendencias estructurales positivas en el sector salud. ■

# Perspectivas 2019: el riesgo de recesión parece estar desapareciendo

**T**ras las caídas de 2018 a nivel global, muchos inversores siguen en estado de *shock* y prefieren limitar los riesgos protegiendo sus carteras, preocupados por la desaceleración económica en Europa, las incertidumbres relacionadas con la guerra comercial entre Estados Unidos y China, el Brexit y los resultados de compañías penalizadas por perspectivas del mercado a la baja. La palabra determinante este final de 2018 ha sido “incertidumbre”. En este contexto generalizado, los inversores se han vuelto muy cautelosos, a pesar de unas valoraciones nuevamente atractivas.

En este entorno, los inversores han finalizado 2018 con importantes reservas de liquidez para hacer frente a posibles *outflows* en fondos de crédito en particular y fondos que utilizan derivados como cobertura en general.

Sin embargo, destacamos dos importantes cambios desde principios de año:

1. El cambio de tono de la Fed. Las declaraciones de varios miembros de la Fed parecen confir-

mar una reducción de su balance en los próximos meses, coincidiendo con el final de la restricción cuantitativa o QT de la Fed. En cuanto a los tipos, la Fed se muestra paciente y esperará antes de reanudar (o no) el ciclo de ajustes de su política monetaria. Este cambio de tono por parte de la Reserva Federal es importante y contrasta con las declaraciones más agresivas del pasado mes de diciembre que provocaron fuertes caídas en los mercados.

2. El cambio por parte de China de su intención de apoyar su economía en el impulso del crédito y el uso de instrumentos fiscales. La desaceleración china también preocupa a los inversores y ha penalizado el sector industrial europeo, especialmente en Alemania. China, por lo tanto, ofrece también cierta “visibilidad” en su economía.

El mes de enero se ha caracterizado por la desaparición de *outflows* en el mercado crediticio, reemplazado en algunos segmentos por *inflows* como en el *high yield* estadounidense o europeo. Además, los fondos de crédito han desplegado su abundante liquidez generando, junto con el

desenvolvimiento gradual de la cobertura, subidas en los mercados. Por lo tanto, 2019 es un año que comienza en contraste con el final de 2018: con fuertes subidas tras las fuertes pérdidas de finales del año pasado.

### ¿Qué podemos esperar de lo que queda de 2019?

La decisión de los bancos centrales, liderados por la Fed, de ser más conciliadores, o al menos más pacientes y más flexibles, es una excelente noticia para las estrategias de *carry*. El ciclo de subidas de tipos probablemente va a terminar en algunos países (como en Estados Unidos) y no se iniciará hasta dentro de algún tiempo en otros (probablemente en la zona euro). El riesgo de recesión, que ha sido el principal temor de los inversores a finales del año pasado, parece estar desapareciendo, dando paso a un entorno en el que las estrategias de *high yield* deberían ser significativas debido a:

1. una economía que aún no está en recesión -el crecimiento a pesar de ser bajo sigue siendo satisfactorio-;
2. unos tipos que probablemente no subirán repentinamente en ese contexto;
3. los spreads de créditos más amplios durante 2018 que proporcionan una remuneración satisfactoria para los inversores; y
4. los tipos bajos.

### ¿Qué hacer en 2019?

Invertir en activos de renta fija de alto rendimiento a corto plazo, como el *high yield* europeo, la deuda híbrida corporativa o la deuda financiera subordinada. Estas clases de activos ofrecen rendimientos que van del 3 al 4,5% para un horizonte temporal de inversión de 4 a 5 años como máximo. Con respecto a la deuda subordinada financiera, la mayoría

de los valores son emitidos por los principales bancos o las principales aseguradoras europeas cuya fortaleza financiera ha estado creciendo constantemente durante más de 10 años. La gestora parisina Lazard Frères Gestion gestiona más de 2.000 millones de euros en deuda financiera subordinada. La compañía administradora tiene dos vehículos, Lazard Credit Fi, con un perfil

de riesgo moderado, y Lazard Capital Fi, con un perfil más dinámico. Ambos fondos ofrecen una atractiva rentabilidad para la clase de activos, con una volatilidad anual limitada de entre el 2,5% y el 4%. ■



**François Lavier**

Gestor de Objectif Crédit Fi  
and Objectif Capital Fi de  
Lazard Frères Gestion

» Los inversores han finalizado 2018 con importantes reservas de liquidez para hacer frente a posibles *outflows*



# ¿Cómo pueden posicionarse los inversores en la deuda emergente?

**E**l universo de la deuda de los mercados emergentes es muy amplio. Sin embargo, existe una idea ampliamente establecida que es errónea y que implica que la renta fija de los mercados emergentes es una única clase de activo. La realidad es que, en términos de paridad de poder adquisitivo (PPA), los países que forman parte de los mercados emergentes generan actualmente más de la mitad del producto interior bruto (PIB) del mundo, lo que los convierte en el mayor contribuyente al crecimiento económico mundial. Cuando las economías que forman parte del universo de inversión de un ahorrador son cada vez una mayor parte de la economía global, estamos frente a un área de la que ningún inversor puede permitirse el lujo de abandonar. Por lo tanto, el reto no es el de “invertir o no invertir” en bonos de mercados emergentes, sino el de encontrar la combinación óptima en la asignación entre las tres clases de activos dentro de la renta fija de estas regiones: bonos soberanos denominados en divisa fuerte, bonos soberanos en divisa local y bonos corporativos.

Al combinar bonos en moneda fuerte, emisiones en moneda local y deuda corporativa en una

sola cartera, los inversores pueden lograr una combinación diversificada, a la vez que aprovechan las ineficiencias presentes en la renta fija de los mercados emergentes. Se trata de unas ineficiencias que crean tanto desequilibrios de valor como oportunidades impulsadas por diferentes eventos.

2018 no fue un año de abundancia para los inversores de renta fija. Sin embargo, los bonos de los mercados emergentes han proporcionado fuertes rentabilidades ajustadas al riesgo en el largo plazo y, en estos momentos, sus fundamentales siguen siendo sólidos:

1. El crecimiento económico en los mercados emergentes sigue superando con creces al de los mercados desarrollados, a pesar de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un retroceso de las economías de los mercados emergentes del 0,2%.
2. Los mercados emergentes siguen representando sólo una fracción de la capitalización de los activos financieros, pero aportan más del 50% del crecimiento de la economía mundial, el comercio a nivel global y las reservas de los

bancos centrales mundiales. Todos estos factores deberían debería impulsar que la asignación de activos a los mercados emergentes sea cada vez mayor.

Recientemente, los mercados emergentes se han beneficiado de las buenas noticias de los bancos centrales de los mercados desarrollados. Hasta ahora, los ETFs han registrado fuertes entradas de flujos de dinero, lo que ha ayudado a los bonos más líquidos, mientras que algunos mercados menos líquidos pueden haberse quedado algo rezagados. Por lo tanto, los inversores pueden encontrar más valor en los mercados frontera, especialmente en moneda local. Además, los bonos corporativos de los mercados emergentes tienden a beneficiarse algo menos de los flujos de ETF, por lo que creemos que aún debe haber valor en ellos.

En el caso de los bonos soberanos, los bonos que no forman parte de un índice son los que presentan una perspectiva más prometedora. Nos referimos en particular a aquellas emisiones denominadas en euros y no en dólares estadounidenses. Sin embargo, puede que algunos de estos mercados no sean muy accesibles para todos los inversores. Una buena alternativa para ellos es llevar a cabo esta diversificación a través de los fondos de convicción, aquellos fondos a los que no se fijan mucho en los índices de referencia.

### Asignación activa

A medida que los mercados emergentes aumentan su participación en la economía mundial, es inevitable que las asignaciones de activos deban equilibrarse para ajustarse a esta nueva composición. El inversor prudente debe enfocar su estrategia de inversión no como una cuestión de cuándo entrar o salir de los mercados, sino más bien como una cuestión de dónde y cuánto asignar a los bonos soberanos en moneda fuerte, los bonos soberanos en moneda local y la deuda de las empresas. Después de todo, el dinero que no se invierte no produce ninguna rentabilidad ni ningún carry. Por el contrario, estar dentro del mercado e intentar optimizar la asignación de activos sí que lo hace. Por esta razón, el camino a seguir por los inversores de renta fija de mercados emergen-

tes podría ser un enfoque combinado de la renta fija de los mercados emergentes.

Esta es la opinión personal del autor y no refleja necesariamente la opinión de Vontobel Asset Management. ■



**Luc D'hooge**

*Director de renta fija  
emergente de Vontobel AM*

» El reto en emergentes es encontrar la combinación óptima en la asignación entre bonos soberanos en divisa fuerte, bonos soberanos en divisa local y bonos corporativos



# El Coche Eléctrico: ¿Evolución o Revolución?

**N**o hay marcha atrás. Los cambios normativos aprobados y los que lo serán tanto a nivel europeo como nacional bajo el paraguas global del cambio climático señalan un camino de cambio que, en el caso del transporte, trae consecuencias tanto micro como macroeconómicas, dado que hablamos, como recuerda **Begoña Cristeto, socia de KPMG España**, de una industria, la de la automoción, que representa el 10% del PIB español y da empleo a 300.000 personas. Por ello, **Agustín Muñoz, director de Vehículos Eléctricos, Movilidad y Conectividad de RENAULT IBERIA**, señala la importancia de encontrar “puntos de encuentro para definir los papeles de lo público y lo privado y hacer posible la industria del futuro”.

**DROLA**, cita el término “transición” para definir el momento que vivimos y alude a la necesidad de acometerla para que la industria automovilística europea no quede obsoleta. “Para España todo esto representa una gran oportunidad”, afirma, “porque el sector eléctrico también es una industria relevante y en la que somos líderes a nivel mundial en renovables. Es necesario que ambas dialoguen y que el sector del automóvil se adelante a los cambios, invirtiendo en innovación, para protegerse”. Una inversión que también se debe realizar en el ámbito energético porque, tal y como resalta **Marina Serrano, presidenta de la Asociación de Empresas de Energía Eléctrica (AELEC)**, los objetivos de descarbonización “solo se pueden cumplir si hay un cambio en la movilidad hacia una mayor electrificación”.

**Carlos Bergera, responsable de Relaciones Externas Smart Mobility de IBER-**

Esta coyuntura, a su vez, genera nuevas oportunidades para los inversores de la mano de la llamada industria 4.0 vinculadas al desarrollo e innovación en campos como las energías renovables o el almacenamiento. “Supone”, en palabras de **Arturo Pérez de Lucía, director gerente de la Asociación Empresarial para el Desarrollo e Impulso del Vehículo Eléctrico (AEDIVE)**, “una transformación profunda, sobre todo de la mentalidad con la que afrontamos los cambios”. Señala, además, la relevancia que, como en otros sectores, van ganando los servicios prestados frente al producto. En esa línea, Muñoa destaca la importancia de tener en cuenta “qué quiere el cliente y cómo se relaciona con nosotros” y alude al concepto de “movilidad a geometría variable, porque no es lo mismo moverse en Madrid que en un entorno rural”.

### La necesidad de una “estrategia país”

La coyuntura geopolítica, unida a los acuerdos para la reducción de emisiones contaminantes y a los desarrollos de procesos fruto de la innovación son las tres grandes fuerzas que, según Cristeto, conforman un nuevo ecosistema. En su opinión, en automoción “cada vez se trabaja a nivel geográfico más en islas conectadas, en las que cada uno desarrolla aquello que más le conviene. EEUU sigue desarrollando motores de combustión y China, en cambio, se ha volcado en el coche eléctrico. En Europa nos estamos quedando en tierra de nadie”. Por ello aboga por una “una estrategia país”, algo en lo que coinciden Pérez de Lucía, quien resalta que “las administraciones deben ser los drivers del cambio” y Muñoa, que pide “un marco duradero y una política fiscal homogénea para crear un ecosistema que fomente la inversión”.

Serrano defiende la existencia de unos objetivos “que permitan a los inversores tomar decisiones con estabilidad, con visión a largo plazo y la implicación de todos”. Para incentivar la demanda del coche eléctrico



destaca la importancia de contar con una red amplia de puntos de recarga. Esa mejora de la infraestructura va a permitir, apunta Bergera, ahorrar mucho dinero como país por la reducción de la dependencia de los combustibles fósiles.

El sistema puede asumir el aumento de la demanda fruto del desarrollo del vehículo eléctrico. “Nuestro trabajo”, afirma Bergera, “está en dotar a la movilidad eléctrica de la infraestructura necesaria para que haga su papel en el cumplimiento de los objetivos fijados por la UE para reducir las emisiones contaminantes”. Implica un cambio psicológico en el que debemos ayudar a educar al ciudadano, dice Pérez de Lucía. “Vamos a ir acompañados de otras tecnologías”, concluye, “pero el potencial de inversión que se va a desarrollar en los próximos cinco años ligado a la movilidad eléctrica es brutal”.

Tal y como señala Cristeto, “en este sector eran los fabricantes los que decidían qué tecnología tenía fuerza. Ahora esa decisión depende del regulador” y Muñoa añade otro elemento al debate al referirse al concepto de movilidad de “nuestros hijos, que es distinto al nuestro. Tenemos que dar una respuesta eficiente a ese cambio”. ■

Por Javier Ablitas

# Una cesta diversificada de bonos en lugar de bonos individuales

Los inversores de muchos mercados no están logrando demasiada rentabilidad con la deuda pública en estos momentos. Por poner un ejemplo, la rentabilidad de un bono del gobierno alemán a 10 años está alrededor de tan sólo un 0,18% anual y, lo que es peor, la inflación reduce el resultado final y no está demasiado claro cuándo va a cambiar esto. Ante esta situación, la cuestión que cabe plantear es la siguiente: ¿cómo se puede invertir con éxito en el mercado de renta fija?

“Dado que los tipos de interés siguen siendo tan bajos, los bonos high yield especulativos tienen actualmente una fuerte demanda y son una forma de conseguir rentabilidad”, explica Alain Krief, gestor del fondo y director de inversiones en renta fija de ODDO BHF Asset Management.

Los fondos con fecha de vencimiento son una forma de invertir en bonos *high yield*, como ODDO BHF Haut Rendement 2025, que se lanzó en enero de 2018 y vence a finales de 2025. Como resultado, la cartera solo contiene bonos con vencimiento antes del 1 de junio de 2026 y

tiene un plazo límite de suscripción hasta el 30 de septiembre de 2019, después de lo cual el fondo quedará cerrado para nuevos suscriptores.

Como gestor del fondo ODDO BHF Haut Rendement 2025, Krief invierte principalmente en bonos *high yield* europeos y en bonos estadounidenses y, en total, puede tener hasta el 40% de su cartera en bonos corporativos no europeos, a modo de diversificación. Actualmente, cubre los riesgos de divisas frente al euro.

Las calificaciones de los bonos que componen la cartera varían entre BB+ y CCC+, nunca superando un 10% del fondo en bonos CCC+. A 31 de diciembre de 2018, el 3,8% de la cartera estaba en bonos CCC+ mientras que los bonos con calificación B actualmente representan el 54,2% del fondo ODDO BHF Haut Rendement 2025 y otro 31,7% consiste en bonos BB de mayor calidad, si bien también los hay con un rendimiento más bajo. En este sentido, tal y como explica Krief, “los bonos con calificación BB se verán mucho más afectados por el aumento de los tipos de interés que los bonos con calificación B” y por eso cubre el riesgo a través de futuros de Bunds.

En cuanto al enfoque para la selección de bonos, Krief se dirige a bonos con un rendimiento del 3 al 6%, con el objetivo de obtener una rentabilidad neta anual del 3,2% en la fecha de vencimiento, para lo que “buscamos empresas con suficiente flujo de caja libre”, según explica. En lo que la diversificación de la cartera se refiere, no existen países o sectores favoritos. A 31 de diciembre, Francia representa el 15,5% de la cartera, seguida de cerca por Italia y Estados Unidos con un 12,8% cada uno, por lo que “actualmente estamos bastante bien diversificados”.

La investigación en profundidad sobre emisores individuales contribuye a obtener unas sólidas rentabilidades y, lo que es más importante, evita algo que podría perjudicar la estrategia a largo plazo: los impagos. “No nos asusta la volatilidad del mercado. Lo importante para nosotros es que todas las compañías en la cartera pueden cumplir con sus pagos de intereses y que no tengamos impagos. Por lo tanto, después de comprarlos, estamos muy pendientes de nuestros bonos”, señala Krief. De esta manera, el fondo es gestionado de forma muy activa no solo durante el periodo de suscripción, sino también durante el año o los dos años posteriores. La rotación de la cartera es actualmente de entorno al 40% o 50%, y en estos momentos también se presta atención al mercado primario, en el que hay una gran oferta de bonos.

» No nos asusta la volatilidad del mercado. Lo importante es que las compañías puedan cumplir con sus pagos de intereses y que no tengamos impagos

Como norma, sus vencimientos oscilan entre los cinco y los siete años. Si bien “lo ideal sería comprar únicamente bonos que venzan a finales de 2025, pero no es realista”, asegura Krief. Por eso la cartera incluye también bonos que vencen en 2022, 2023 o 2024 y durante los dos primeros años, Krief canjea este papel a corto plazo por bonos con vencimiento en 2025.

ODDO BHF Haut Rendement 2025 no es el primero de su categoría, sino que ha tenido nueve fondos predecesores. Por poner un ejemplo, ODDO BHF Haut Rendement 2023, que se lanzó en 2016, recaudó alrededor de 1.000 millones de euros durante su fase de suscripción, que se cerró el 12 de enero de 2018, lo que supone un récord para el rango de fondos de renta fija de ODDO BHF AM.

ODDO BHF Asset Management fue uno de los primeros proveedores de fondos de renta fija con fecha de vencimiento, habiendo lanzado su primer fondo de este tipo en 2009. ■



**Alain Krief**

Gestor de ODDO BHF Haut Rendement 2025



# Psicología inversora

Las finanzas conductuales o *behavioral finance* se refieren al estudio del papel que juega la psicología en el comportamiento de los inversores en los mercados financieros. El término surge con el descubrimiento de anomalías en la evolución de los mercados durante los años 80 y podrían considerarse a Daniel Kahneman y Amos Tversk padres de esta ciencia.

Existe una amplia variedad de sesgos en el comportamiento de los inversores que podrían clasificarse en dos grandes grupos: los sesgos cognitivos y aquellos motivados por sentimientos y emociones. Cuando un inversor compra o vende un título y espera un retorno, lo que debería tener al tomar la decisión, es la respuesta a la siguiente pregunta: ¿quién hay al otro lado? En efecto, se debería tener identificada una clara fuente de ventaja competitiva, lo que supone sacarle partido a una ineficiencia de mercado, pudiendo desglosarse en cuatro tipos: conductual (comportamiento de masas), analítica (especial *know-how* en el análisis y por tanto mejor toma de decisiones), de información (no todo el mundo tiene la misma) o técnica (mejor manejo de factores de mercado, tales como la liquidez y los flujos de capitales).

Cada vez más cobran un mayor protagonismo los factores conductuales. No hay que olvidar

que tras los mercados hay personas (aunque también robots e inteligencia artificial, pero sigue siendo residual) y, por tanto, afectan las emociones en el comportamiento inversor. Muchos profesionales del sector coincidirán conmigo al aseverar que la Teoría Moderna de Carteras introducida por Markowitz en 1952, si bien asentó las bases para la optimización de las mismas en términos de diversificación, no acertó, en la medida en que suponía que los mercados funcionan mediante la toma de decisiones perfectamente racionales por parte de los inversores, actuando en interés personal y orientadas a la consecución de sus objetivos; nada más lejos de la realidad, tal y como contradijeron los profesores Stiglitz y Grossman en 1980 con su estudio "On the impossibility of informationally Efficient Markets".

Las diversas burbujas y crisis financieras hacen mella en el estado anímico de los inversores, generan pesimismo y desconfianza, motivando el auge de activos refugio como el cash, el oro, los Treasuries o el Bund. Las finanzas conductuales han demostrado cómo la psicología de los inversores influye en los mercados a través de distintos mecanismos:

i Comportamiento de rebaño: los inversores, inicialmente incrédulos sobre ciertas inversio-

nes, comenzarán a comprarlas guiándose por el comportamiento de los demás, sobre todo si las rentabilidades van en aumento de forma sostenida.

- ii Aversión a las pérdidas: habitualmente los inversores temen las pérdidas más de lo que valoran las ganancias; por ello, tienden a aferrarse a los activos con pérdidas respecto al precio de adquisición o precio más alto alcanzado, porque no están dispuestos a asumir pérdidas o quieren esperar a que el activo recupere valoración y poder así al menos recuperar su inversión. Esta actitud, frecuentemente conlleva pérdidas más importantes, si los activos siguen cayendo.
- iii Percepción selectiva: a menudo, los inversores suelen sobrestimar los precios de activos realistas y el crecimiento futuro de los beneficios, especialmente en etapas de crecimiento económico, ignorando las señales de un eventual punto de inflexión y centrando el foco en noticias que confirman su estado de optimismo.
- iv Punto de referencia: al invertir, los inversores con frecuencia valoran el precio actual del título u otro activo respecto al precio al que lo compraron o su precio máximo histórico. Posteriormente, ante un entorno de mercado cambiante, una nueva noticia repercute de forma adversa en su valoración sobre cuál debería ser su precio.

Es fundamental para los inversores mantenerse disciplinados a la hora de enfocar sus objetivos financieros. También es importante conocerse a uno mismo como inversor, así como los sesgos que podemos tener, poseer una visión de largo plazo y considerar tantos factores como sea posible a la hora de analizar las inversiones sin dejarse influenciar únicamente por el corto plazo.

Ser exitoso en la gestión activa, conlleva buscar, encontrar y capitalizar ineficiencias del mercado. Como dice Warren Buffett: "invertir es sencillo, pero no es fácil". ■



**Munesh Melwani**

*Socio Director General y  
CIO de Cross Capital EAFI*



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](mailto:info@aseafi.es) / telf. 633 653 412.



# Megatendencias, inversiones de presente y futuro

**L**a composición de los mercados de valores cambia continuamente. Nuevas industrias irrumpen en escena. La inteligencia artificial y robotización de sistemas, ciberseguridad, digitalización, el envejecimiento de la población, la sostenibilidad o la igualdad de género son algunas de las temáticas que centran las preferencias de los inversores.

Entre las megatendencias de futuro, pero también de presente, que más han captado la atención de los inversores en los últimos meses se encuentra la centrada en la digitalización de la economía. Nuevas y prometedoras tecnologías pueden ofrecer soluciones en distintos ámbitos: los vehículos eléctricos sin conductor reducen las emisiones de CO<sub>2</sub> y la necesidad de plazas de aparcamiento; los robots compensan la reducción de la población activa en China; las fintech facilitan el acceso a los servicios financieros a millones de personas y está cambiando radicalmente el sector financiero y las tecnologías sanitarias digitales abren la posibilidad de erradicar las enfermedades crónicas.

La oferta de fondos que exploran todos esos universos ha crecido significativamente en 2018. Si en 2017, apenas eran cuatro los productos que centraban sus inversiones en empresas relacionadas con la robótica (Pictet Robotics, CS Global Robotics), ciberseguridad (Pictet Security), fintech (Robeco Fintech) o a la inteligencia artificial (Allianz Global Artificial Intelligence), en estos momentos ya se supera la veintena. Además, muchos de estos nuevos subsectores de la economía forman parte de los principales fondos de renta variable global gestionados por las entidades nacionales e internacionales.

» La oferta de fondos que exploran todos esos universos que basan su desarrollo en la digitalización

Dentro de los fondos especializados en empresas que tienen que ver con la digitalización del mundo, uno de los primeros en apostar por la inteligencia artificial fue ALLIANZ GLOBAL ARTIFICIAL INTELLIGENCE. Su cartera

se construye partiendo de un universo compuesto por unas 1.000 compañías (todas ellas con cierto perfil tecnológico), al cual se le aplica un filtro de análisis fundamental, donde se tienen en cuenta los hilos conductores (temáticas, ciclos de productos, reestructuraciones), así como criterios de crecimiento, calidad y valoración. Tras otro filtro, en este caso más orientado hacia el control de riesgos, tenemos una cartera compuesta por entre 40 y 80 valores (con una posición inicial mínima del 1% por compañía y máxima del 10%).

También cuentan con fondos especializados en este tipo de compañías las gestoras Amundi, Aberdeen, DWS, La Financiere de L'Echiquier, Oddo y Vontobel.

## Medioambiente

Sin ser tan disruptiva, una temática que va cogiendo mucha fuerza en todos los ámbitos de la economía es la relacionada con el cuidado del medioambiente. Instituciones supranacionales, Gobiernos, empresas y ciudadanos reconocen las ventajas de un mundo más sostenible.

Dentro de las alternativas que cubren esta temática se encuentra el fondo NORDEA GLOBAL CLIMATE & ENVIRONMENT BP. Este fondo invierte en empresas de todo el mundo, que se benefician de los acontecimientos vinculados a los desafíos medioambientales, como el cambio climático. Son compañías que ofrecen soluciones que facilitan la transición hacia una economía sostenible basada en bajas emisiones de carbono (la cartera es un 40% menos intensiva en carbono que el conjunto del MSCI World).

## Igualdad de género

Junto a la digitalización y al cuidado medioambiental, hay una nueva temática que se va abriendo hueco en las carteras de los gestores. Se trata de la ligada a empresas que tienen políticas activas sobre igualdad de género. Para acceder a esta temática, contamos con el fondo ROBECO GLOBAL GENDER EQUALITY IMPACT EQUITIES. Este producto invierte a nivel mundial en una cartera concentrada de valores. La selección se realiza siguiendo una estrategia ascendente sistemática que combina datos propios relacionados con los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo y un riguroso análisis de la inversión en sostenibilidad en todo el proceso de inversión. Se utilizan exclusiones del universo, indicadores de igualdad entre hombres y mujeres y filtros de ESG desarrollados internamente.

Además de Robeco, Nordea también acaba de lanzar un fondo que explora la temática de igualdad de género en su producto Nordea Gender Divers. ■



**Mar Barrero**

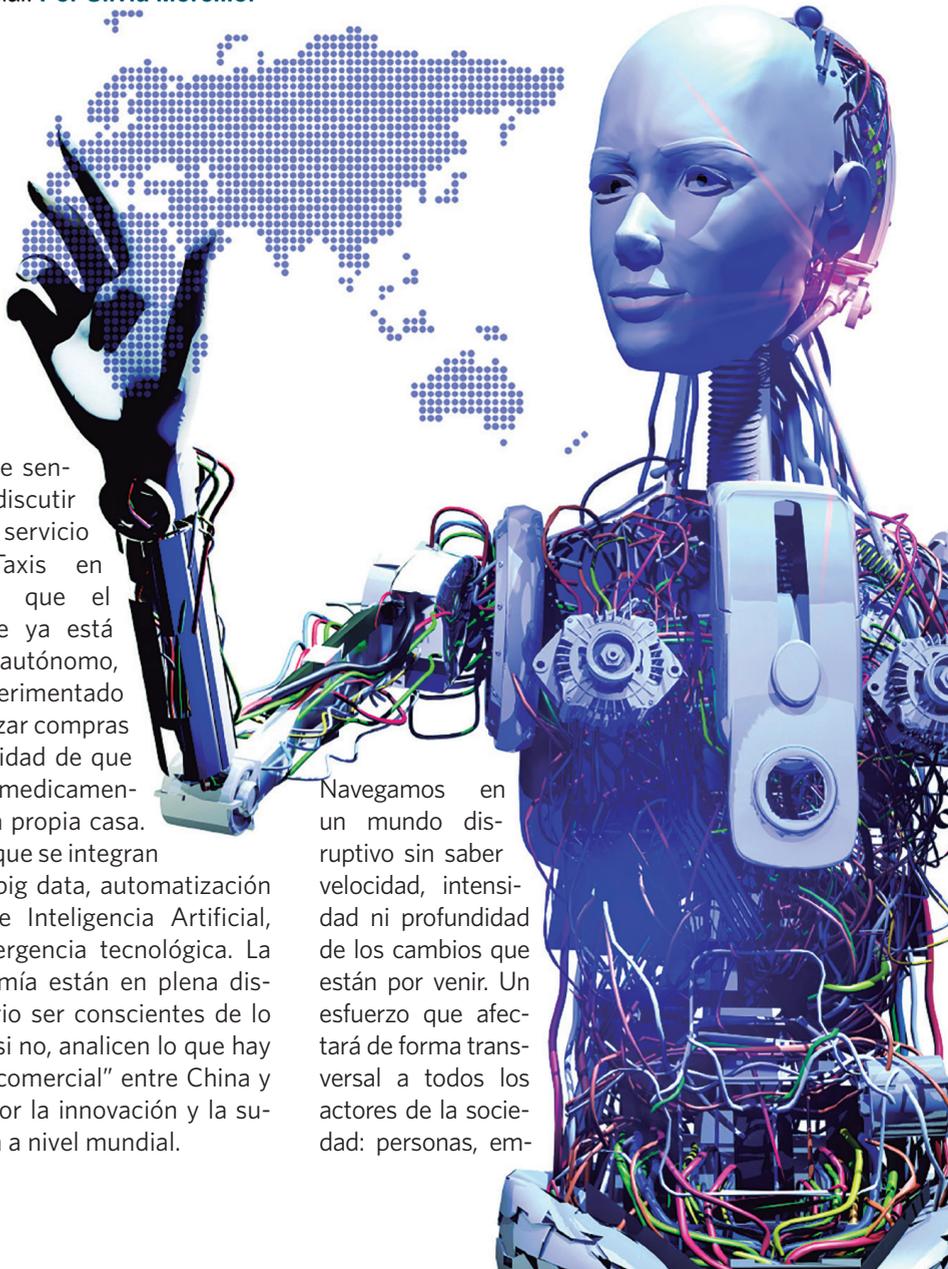
Subdirectora de  
Análisis de Arquia Banca

# Productos innovadores y sostenibles para beneficiarnos de la Globalización 4.0

El foro económico mundial de Davos fijó el término Globalización 4.0 para denominar a la cuarta revolución industrial, aquella en la que los grandes desarrollos se unen para crear la tormenta perfecta que no puede ser manejada de forma usual. Nos encontramos en un momento crítico de la historia en que el impacto de la tecnología se va a sentir en cada parte de nuestra vida cotidiana, a nivel económico y social. **Por Silvia Morcillo.**

**N**o tiene sentido discutir si el servicio de Taxis en mejor que el VTC cuando Google ya está fabricando el coche autónomo, Amazon está experimentado con drones para realizar compras y se baraja la posibilidad de que se puedan imprimir medicamentos en 3D en nuestra propia casa. Una revolución en la que se integran nuevas tecnologías, big data, automatización y servicios mediante Inteligencia Artificial, robotización y convergencia tecnológica. La sociedad y la economía están en plena disrupción y es necesario ser conscientes de lo que esto conlleva. Y si no, analicen lo que hay detrás de la “guerra comercial” entre China y EEUU. Una carrera por la innovación y la supremacía tecnológica a nivel mundial.

Navegamos en un mundo disruptivo sin saber velocidad, intensidad ni profundidad de los cambios que están por venir. Un esfuerzo que afectará de forma transversal a todos los actores de la sociedad: personas, em-





presas y gobiernos. La digitalización y desmaterialización económica ha irrumpido con fuerza desencadenando nuevos escenarios, inciertos y claramente disruptivos. Ahora se hace necesario “jugar” ante unos cambios que a priori son positivos y que sin duda, generarán oportunidades. Sólo hay que saber encontrarlas.

El pasado 6 de febrero Estrategias de inversión celebró en The Place en el centro The Valley el segundo encuentro de gestoras de fondos y otras alternativas de inversión. **Carlos García Ciriza, Presidente de ASEAFI** abrió el encuentro mediante una reflexión acerca del impacto que está teniendo la tecnología en el sector del asesoramiento financiero. Una transformación que ha venido de la mano de la regulación sobre el sector.

**Adrián Bautista, co-fundador y director de operaciones de Fundeen** habló de la economía digital a través de la financiación participativa. Bautista aseguró que la economía digital está creciendo y quedarse fuera es hacerlo de gran parte del mercado. Sobre todo, cuando se piensa que en 2020 la economía digital sumará un 21,6% del PIB en la Eurozona frente al 37% que representa EEUU actualmente. Una temática - la de la tecnología - que está creciendo a través de sus muchas vertientes:

Blockchain, Inteligencia Artificial, Big Data o Ciberseguridad. A juicio de Bautista, es destacable “que la mayoría de tecnologías que hoy se están desarrollando llegarán a un punto de estabilidad en diez años, que es un período razonablemente corto”. Y además, temas como la realidad aumentada o la robotización, que son temas que están a punto de encontrar su mercado y mejorar la vida de las personas.

### Productos innovadores y sostenibles

El evento siguió con la presentación de cada una de las gestoras sobre un producto innovador y sostenible que se beneficia de los cambios y propuestas tecnológicas actuales. Temas como la selección global de acciones, bonos, cambio climático e inteligencia artificial fueron algunos de los que se trataron.

» La sociedad y la economía están en plena disrupción y es necesario ser conscientes de lo que esto conlleva

**Luis Martín, Head of Sales de BMO Global AM** se encargó de la presentación de Pymford Global Total (Sterling) Fund (IE00B1XBN520), una estrategia que tiene más de 24 años de historia y que permite combatir un entorno de mercado complicado como el actual. Y para muestra: en 2008, año en que se desplomó →



→ maron las bolsas y cualquier activo cayó entre el 40-50%, este fondo hizo un +12,8%. Un fondo que cuenta con el mismo equipo gestor de entonces y que invierte en lo que todo el mundo entiende: no usa derivados, no se apalanca y utiliza una asignación de activos entre renta variable y renta fija de calidad. El objetivo de este fondo, dice Martín, es triple: preservar el capital, superar a la inflación generando una rentabilidad atractiva y, por último, tener una volatilidad cercana a la de la renta fija.

Por su parte, **Elena Guanter Ros, directora general para España y Portugal de Candriam** presentó la estrategia del Candriam Equities L Robotics & Innovative Technology (LU1502282558), un fondo que cuenta con dos años de historia (aunque es la evolución de un fondo de tecnología de la casa) y que busca beneficiarse de la robótica y la tecnología innovadora en un momento clave para el desarrollo de esta tecnología, tanto a nivel demográfico como empresarial. Esta experta asegura que la capacidad de computación se dobla cada dos años y, la adaptación a la misma, es cada vez más rápida. Un producto que busca exposición no sólo a la robótica sino a esta tecnología innovadora, de hecho exige a las compañías en cartera que al menos el 30% de los beneficios tengan exposición li-

gada a la construcción de robots industriales, servicios, IA o realidad virtual, entre otros.

Una temática que Goldman Sachs utiliza en su modelo de inversión. **Antonio Losada, Sales de Goldman AM** se encargó de presentar la estrategia de renta variable global de la gama “core” de la gestora, que se caracteriza por el uso del big data y la IA para complementar el proceso de inversión fundamental. El Goldman Sachs global Core Equity Portfolio (LU0236212311) cuenta con la experiencia en finanzas de la mitad del equipo y la tecnológica de la otra mitad, “lo que permite analizar datos y generar ese plus de rentabilidad”.

» La digitalización y desmaterialización económica ha irrumpido con fuerza desencadenando nuevos escenarios, inciertos y claramente disruptivos

Dentro del segmento de renta variable, **Lorenzo González, CAIA - Institutional & Advisory Business Sales Director de Nordea AM** (LU348926287) habló de un fondo global centrado en algo que es inherente a la gestora: el cambio climático. Y lo hizo a través del Nordea 1 Global →



Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos  
nuestra sociedad.





→ Climate and Environment Fund, un fondo que se centra en una tendencia que consiste en tres pilares: eficiencia en recursos, protección del medio ambiente y, por último, energías alternativas en el sentido de compañías que mejoran la tecnología para tener una energía verde más competitiva. Un fondo que cuenta con compañías que capitalizan por 5 billones de euros, que no están en los índices tradicionales pero que son gigantes de primer orden mundial.

Actualmente nos encontramos en un entorno en el que, a pesar del ruido (Brexit, guerra comercial, Italia, China...), los fundamentales siguen intactos. Ese es el punto de partida de **Mario Díaz, director de negocio y comunicación de Imantia Capital** para presentar la estrategia de renta fija de la casa, Imantia Corto plazo (ES0107432009). Un fondo que cuenta con 800 millones de euros “hace cosas que todo el mundo entiende” y que consigue una rentabilidad con riesgo ajustado.

Un fondo óptimo en un momento en que se espera que los bancos centrales mantengan su política actual. Un escenario en el que la deuda high yield está teniendo un crecimiento imparables al tiempo que facilita mucho la diversificación a nivel global. “Un activo que cuenta con tasas de default

muy reducidas en el momento actual con un estrechamiento de spreads con volatilidad que ha generado puntos de entrada muy interesantes en este tipo de deuda”, asegura **Myle Tryhn, international sales manager Iberia de La Française** que presentó el fondo La Française Rendement Global 2025 R (FR0013258647), una estrategia que busca beneficiarse de la rentabilidad estimada de este tipo de deuda - que va desde el 4,2% de la deuda high yield emitida por empresas a cinco años hasta el 10% de la deuda de alto rendimiento emitida por gobiernos emergentes a 11 años- a través de una estrategia de vencimiento fijo en un único producto que “aúna las ventajas de invertir en deuda high yield y las de invertir en un fondo tradicional de renta fija”.

Por último, **Leonardo López, Country Head para Iberia y Latam de ODDO BHF** presentó una estrategia basada en la inteligencia artificial y que utiliza esta en el proceso de inversión. Un modelo que invierte en 60 valores de renta variable internacional y permite seleccionar las mejores acciones en función de su valoración, calidad, momento y tamaño.. ■



# gigas

## Inversiones que desafían cualquier pronóstico

Gigas, el cloud español que más crece.



[gigas.com](https://gigas.com)

ISABEL LOZANO | Consejera Delegada de Atrys Health

# “Pasar a cotizar en el Mercado Continuo no es un objetivo, sino un paso que daremos de forma natural”

Tienen claro su objetivo: Atrys Health aspira a liderar los segmentos del sector biomédico en los que está presente y ofrecer así la más alta rentabilidad al inversor. Pero sin el olvidar el mayor bien común: contribuir a hacer una medicina mejor en pro de la salud mundial, a través de diagnósticos y tratamientos médicos más precisos, en los que tecnologías como la IA o el Big Data son una parte fundamental. **Por Raquel Jiménez.**

**Revalorización de más del 50% en lo que llevamos de 2019 y más del 85% interanual. Podríamos decir que la confianza del inversor va en aumento. ¿Qué valor principal ven en Atrys?**

Efectivamente la cotización de Atrys sigue, en lo que llevamos de 2019, con la buena evolución que ya tuvimos el año pasado y muestra la confianza de los inversores en la ejecución del plan de negocios que pusimos en marcha con la ampliación de capital de principios de 2018 para realizar adquisiciones y abrir un centro de radioterapia oncológica avanzada en colaboración con Hospital Cima - Sanitas. Además de la revalorización, para nosotros es especialmente destacable que en lo que llevamos de 2019 el incremento en el precio de la acción se está produciendo con un importante volumen de contratación. Concretamente, a día de hoy, llevamos casi 6 millones de euros contratados en títulos de Atrys, cumpliendo así también uno de los objetivos de la ampliación de capital que llevamos a cabo en 2018, que era dotar de mayor liquidez a la acción.

**Tras comenzar el año pasado la cotización continua en el MAB, ¿se plantean dar el paso al Mercado Continuo en un futuro cercano?**

Nuestro objetivo a corto y medio plazo es seguir creciendo, tanto de forma orgánica como inorgánica, tal como contempla el plan de negocios de Atrys. Pasar a cotizar en el Mercado Continuo no es un objetivo, sino un paso que daremos de forma natural. A medida que vayamos consolidado nuestro crecimiento, proba-

blemente requiramos tener acceso a inversores institucionales que, por lo general, se sienten más cómodos invirtiendo en empresas cotizadas en el Mercado Continuo que en el MAB.

**La sociedad Onchena ha aumentado recientemente su participación en Atrys del 2,42% al 5,15%. ¿Cómo ha influido esto de cara a la entrada de nuevos inversores particulares?**

Para nosotros, la confianza depositada por inversores institucionales que invierten con perspectivas a largo plazo como Onchena, Grupo Caser o Inveready, entre otros, nos dota de una estabilidad accionarial que es clave para el desarrollo del proyecto de crecimiento que queremos ejecutar desde Atrys. El incremento de la participación de un family office con la trayectoria

de éxito que tiene Onchena, entendemos que refuerza la confianza del inversor particular en la compañía, ya que en el viaje les acompañan inversores institucionales contrastados.

**¿Cuáles son los objetivos de negocio para este 2019?**

Seguimos trabajando para mejorar el crecimiento orgánico de Atrys y la rentabilidad, con especial hincapié en la integración de las dos

“La confianza de inversores institucionales como Onchena, Grupo Caser o Inveready nos dota de una rentabilidad accionarial clave”



compañías que adquirimos en 2018 y la apertura del centro de radioterapia avanzada con CIMA Sanitas en Barcelona, prevista para el segundo semestre de 2019.

### **¿Tienen en mente alguna operación para aumentar su crecimiento inorgánico?**

Estamos trabajando en esta línea, por lo que es muy posible que en los próximos meses podamos anunciar alguna nueva operación de adquisición.

### **¿Cuáles son las grandes ventajas de Atrys de cara al inversor?**

La primera es que está invirtiendo en el sector salud; una inversión que, sin lugar a dudas, tiene un impacto en la sociedad del que nos beneficiamos todos. La segunda es que invierte en un sector con una tendencia macro positiva de crecimiento debido al envejecimiento de la población. Y, en tercer lugar, y más concretamente en el caso de Atrys, que invierte en un proyecto del sector salud con una clara vocación de crecimiento y que aspira a liderar los segmentos

de negocio en los que está presente, combinando adquisiciones y crecimiento orgánico.

### **¿Cuáles son los grandes retos del sector salud?**

El envejecimiento de la población en los países desarrollados, el déficit de médicos especialistas y la sostenibilidad financiera de los sistemas sanitarios van a provocar fuertes presiones asistenciales. En Atrys estamos posicionados para ayudar a hacer frente a estos tres grandes retos con diagnósticos y tratamientos más precisos, y optimizando con el diagnóstico online los recursos sanitarios que actualmente son escasos y están mal distribuidos geográficamente.

### **¿A la sociedad todavía le cuesta relacionar inteligencia artificial y medicina?**

La inteligencia artificial va a ser una herramienta de apoyo clave para los médicos especialistas, que permitirá mejorar en la calidad del diagnóstico, reducir las tasas de errores e incrementar la productividad. Si hasta ahora las principales innovaciones en medicina han venido de la mano del *hardware*, en los próximos años vendrán sin duda de la mano del *software*, *IA*, *Smart* y *Big Data*. Por ejemplo, gracias a técnicas de *Big Data*, podemos generar conocimiento que ayudará al especialista médico a predecir necesidades, a diagnosticar de forma temprana y precisa, y a tratar de forma individualizada al paciente. Creemos que se trata de nuevas herramientas o medios al servicio de los especialistas que vendrán a ayudarnos para poder hacer una medicina mejor.

### **En este sentido, ¿qué valoración hace de España frente a otros países?**

El grueso de la inversión en *software* para medicina está siendo liderado por grandes compañías como IBM o Google, que realizan fuertes apuestas en el campo de la *IA* en el sector salud. El reto de España, con uno de los mejores sistemas sanitarios del mundo, no está tanto en liderar el desarrollo de estas tecnologías -algo que por recursos financieros es imposible-, sino en ser ágiles en adoptarlas e incorporarlas a nuestro sistema sanitario. En Atrys tenemos claro que queremos contribuir de forma decisiva a introducir y utilizar de forma sistemática estas tecnologías en nuestro país. ■



# Seamos más optimistas con Europa

**E**stá Europa al borde de la recesión? Lo cierto es que sus datos macroeconómicos han generado inquietudes sobre si una recesión podría estar en camino. Los indicadores han empeorado y existen indicios de que las turbulencias temporales en los mercados se están propagando por la economía.

También los datos de actividad europeos decepcionaron en enero. Según Eurostat, el PIB de la región sólo creció un 1,8% durante 2018, la menor expansión en cuatro años (en 2017, creció un 2,4%). En tasa interanual, la expansión de la zona del euro ha sido del 1,2% en el último trimestre del año. Sí, podemos decir que estamos ante un enfriamiento de la economía.

Sin lugar a dudas, hay razones para ser pesimistas, pero como inversores tenemos que preguntarnos: a pesar de la mayor debilidad del entorno económico, ¿están los activos de riesgo europeos descontando ya una recesión?

Las acciones cíclicas europeas tuvieron una rentabilidad inferior a las defensivas de aproximadamente un 20% durante la segunda mitad

de 2018, lo que implica por lo menos una desaceleración e incluso una recesión. Además, los gestores de fondos ya están infraponderados y nuestros estrategas del equipo de multiactivo recomiendan una posición infraponderada o neutral en estas acciones. Por lo tanto, parece que una recesión ya está descontada. Ahora estamos atentos a cualquier indicio de un cambio de tendencia, ya que debería provocar que los activos de riesgo europeos protagonicen un repunte y generen rentabilidades superiores.

¿Por qué entonces son los inversores demasiado pesimistas con la renta variable europea? 2018 fue un año duro para esta clase de activo, el MSCI Europe cayó un 10,6% debido a las guerras comerciales, el fin del programa de flexibilización cuantitativa y un crecimiento lento. Razones no les sobran, pero debemos tener en cuenta que en la mayoría de los países de Europa las valoraciones están por encima de los niveles de las dos recesiones anteriores.

Una excepción es Italia, donde la incertidumbre política y las preocupaciones sobre la salud del sistema bancario siempre están presentes y hace que las valoraciones del FTSE MIB estén

por debajo de los niveles alcanzados durante la crisis de deuda soberana. La otra es Alemania, donde las valoraciones actuales del DAX están por debajo de las alcanzadas en la crisis financiera mundial de 2008/09.

La crisis financiera mundial de 2008-2009, probablemente sea un evento que ocurre una vez cada siglo. Sin embargo, la segunda crisis mencionada, la crisis de deuda pública de Europa, es un hecho que se puede volver a repetir, aunque los reguladores y el BCE hayan tomado medidas para mitigar que vuelva a suceder.

En este sentido, la economía alemana, excesivamente orientada a las exportaciones, pone al país en una situación especialmente vulnerable. Así, las tensiones de la guerra comercial y el Brexit podrían desequilibrar dos de los mercados de exportación más importantes para Alemania. Pero, ¿esto justifica los niveles de valoración extremadamente bajos? En Schroders no pronosticamos una recesión ni para Alemania ni para la eurozona en 2019, lo que nos lleva a ser más positivos con los activos de riesgo europeos que el resto del mercado. Preveemos un crecimiento del 1,6% para la Eurozona en 2019 y un 1,7% en 2020. Para Alemania, la previsión es del 1,4% y 1,6%, respectivamente.

Nuestra naturaleza de stock pickers hace que busquemos oportunidades en acciones específicas que estén mal valoradas y tenemos claro que algunas partes del mercado europeo cayeron hasta lo que considerábamos niveles sobrevalorados a finales de 2018. Además, algunos sectores económicamente sensibles están operando a niveles de Precio por Beneficio muy bajos, mientras que muchas acciones defensivas están en niveles récord. Los precios de las acciones de muchas compañías en sectores como el automovilístico o el sector de la paquetería parecen estar descontando un escenario extremadamente pesimista. Estas son áreas en las que consideramos que habrá oportunidades si el sentimiento del mercado mejora.

El crecimiento económico no es el único impulsor de los precios de las acciones, otro motor puede ser la reestructuración de deuda para generar crecimiento, lo que podría suponer una subida del precio de las acciones. Como siempre, incluso cuando las acciones parecen muy baratas, es imposible decir con certeza que el mercado comenzará a valorarlas al alza. La atención inmediata ahora está en el Brexit y las guerras comerciales. Estas y otras cuestiones podrían continuar resultando perjudiciales para los mercados de renta variable, pero estos eventos ya podrían estar descontados en los precios. Por lo tanto, las acciones europeas están en niveles de valoración atractivos y tienen potencial para generar rentabilidades superiores. ■



## Leonardo Fernández

Responsable del Canal  
Intermediario de Schroders



# El pulso por el control del Mercado de Valores

Las nuevas tecnologías lo han revolucionado todo, han aportado rapidez y, en muchos casos, transparencia, lo que ha generado un nuevo ecosistema económico en el que se han introducido nuevos agentes que, aprovechando las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías, han comenzado a tomar cierto protagonismo, en mayor o menor medida. **Por Olivia Cabezas | IDNet Noticias**

**A** sí ha sucedido con la aparición de los RoboAdvisor o las Fintech, que en sus nichos de mercado han generado, cuanto menos, cambios profundos en el sistema tradicional. Ahora, esta revolución tecnológica, de la mano de una nueva legislación, ha conseguido penetrar en uno de los tesoros y, quizás, el buque mejor protegido de los grandes bancos en España: el Mercado de Bolsas de Valores.

El antiguo monopolio del BME en la Bolsa ha entrado en nueva era de competencia, y cada vez más acusada. Una afirmación que corroboran los últimos datos facilitados por BME, según los cuales el volumen negociado por la Bolsa española ha des-

cendido a los 587.479 millones de euros en 2018, lo que se traduce en una caída en el conjunto del año del 9,8%. Además, un 55% de las acciones del IBEX se negociaron fuera de España. Asistimos a un hecho histórico: es la primera vez en la historia en que la negociación de títulos es menor en BME que en otros mercados alternativos.

## El punto de inflexión de Mifid

¿A qué se debe este cambio de paradigma? Por un lado, Natalia Aguirre Vergara, directora de análisis de estrategias de Renta4 Banco, puntualiza que estos volúmenes de negociación tan bajos son generalizados y tienen que ver, en parte, "con factores exógenos que generan mucha incertidumbre internacional como la →



¿Eres una  
empresa?

**¡VozTelecom  
es tu operador!**

**Disfruta** de unas  
comunicaciones de  
**máxima calidad**

**Confía** tus comunicaciones a  
un **operador especializado**  
en empresas

**Cambia** de operador de  
**manera fácil, rápida  
y segura**

**VozTelecom** tiene **12 Puntos de Servicio** en Madrid, Barcelona, Girona, Alicante, Gran Canaria, Bilbao, A Coruña, Granada y Sevilla, y distribuidores certificados en el **resto de provincias de España**.

## **Telefonía fija, móvil, acceso a Internet y centralita en la nube**



- ✓ **Solución completa** de comunicaciones
- ✓ **Máximo ahorro:** plan tarifario único para fijo y móvil
- ✓ **Mayor productividad:** Apps de PC y prestaciones avanzadas
- ✓ **Movilidad e innovación:** Realiza y atiende llamadas con tu Gmail
- ✓ **Atención al cliente profesional** y soporte de proximidad
- ✓ **Servicios adicionales** de videoconferencia y copia de seguridad

**VozTelecom cotiza en el MAB desde Julio 2016**



→ cuestión del Brexit o la ralentización del ciclo económico”.

Más allá del contexto geoeconómico, “los principales factores que limitan el crecimiento de BME son la expansión de plataformas de negociación alternativas”, afirman desde MGValores. Lo mismo opinan desde Unicorn Patrimonio, que afirma que “en los últimos años se han ido incrementando los volúmenes de contratación en plataformas distintas a la de BME; y así los porcentajes de contratación con el mercado abierto han ido creciendo a favor del resto de plataformas”. Plataformas como Bast CXE o Turquoise, que con la ayuda de la normativa europea MiFid, y ahora, MiFid II, han conseguido morder parte de un pastel que hasta ahora los bancos españoles, accionistas iniciales de BME, habían procurado no compartir. Es decir, la irrupción de estas plataformas independientes y la nueva legislación europea son los principales culpables del paulatino desgaste que está experimentando la posición hegemónica de BME.

El punto de inflexión podría situarse en 2007 con la instauración de la primera versión de Mifid, que supuso la liberalización de los servicios financieros, que en su mayoría debían realizarse exclusivamente en BME y que, en los casos especiales (las empresas que cotizan en Nueva York), estaban sometidos a fuertes limitaciones. Por tanto, esta regulación abrió la puerta a la competencia de los mercados en la UE y dio paso a un mundo nuevo en el que las acciones se podían negociar en escenarios ajenos a los mercados regulados: la descentralización había llegado y para quedarse. Así surgieron las plataformas como Chi-X, Turquoise que hoy en día están despuntando. Pero BME, gracias a

su singular sistema de compensación, liquidación y registro se ha mantenido hegemónico hasta hace muy poco. De hecho, hasta el año pasado, con la entrada en vigor de Mifid II, el resto de las plataformas no ha podido plantarle cara. MiFid II, ha incrementado la competencia potencial imponiendo que los intermediarios deban buscar el mejor precio tanto en la venta como en la compra.

De esta manera, el panorama actual es muy diferente al de hace una década: en la negociación sobre los valores del Ibex, según los informes realizados por finReg360, BME se queda con 71.51% de la

tarta mientras que Chi-X concentra el 14,77%, Turquoise un 6,36% y Bats CXE un 6,28% de media en 2018. Esa pérdida de cuota, sumada a un contexto poco propicio para los mercados y la negociación bursátil, ha minado la capacidad de generar beneficios del hóliding de bolsas. Según resultados de BME, el beneficio neto de 2018 suma 136,3 millones de euros, un 11,1% menos que en 2017 mientras que los ingresos netos alcanzaron los 304,2 millones de euros, descendiendo un 4,9% con respecto a 2017.

A pesar de que Natalia Aguirre estima “un crecimiento del 2% del volumen de negociación”, la tendencia decreciente podría consolidarse en 2019. Si en diciembre del último año BME contaba con una cuota de mercado del 73,15%, en enero de 2019 ha disminuido hasta el 69,56%, también por debajo →

» **BME intenta plantarle cara a las nuevas plataformas que amenazan su hegemonía**

Exclusivamente para  
inversores profesionales/  
regulados y cualificados



Generamos una  
rentabilidad  
positiva consistente  
en todas las condiciones  
de mercado

### **Pyrford Global Total Return (Sterling) Fund**

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

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

Visitenos en el sitio web [bmogam.com](http://bmogam.com)

**BMO**  **Global Asset Management**

→ del citado 71,5% de la cuota media anual de 2018, lo que permite anticipar un año más de desgaste en términos de cuota.

## Las medidas de BME

Las plataformas alternativas han conseguido 'robarle' un 30% de la negociación de los valores del Ibex y, ante esta situación, BME no quiere quedarse cruzado de brazos. Ya en 2018 cambió sus cánones de Bolsa, reduciendo tarifas, para adaptarse a los cambios introducidos por MiFid II. Ahora anunciaban la bajada de las tarifas para operar en la Bolsa de Valores en los valores más líquidos, siempre y cuando se cumplan unos requisitos. Con esta medida Bolsas y Mercados Españoles pretende atraer a los grandes volúmenes, el gran objetivo de las plataformas alternativas, y así poder aumentar su cuota. "En precios no se puede competir porque las plataformas copian nuestras horquillas sin ningún rubor 13 milisegundos después" explicó en la presentación el director de Renta Variable, Derivados y Renta Fija de BME, Jorge Izaguirre. Por eso, según explica el propio Izaguirre "lo único que está en nuestra mano es intentar fomentar que también nuestros volúmenes sean mejores".

¿Qué suponen estas rebajas? Para empezar, en los valores del Ibex, la tarifa baja de 0,30 a 0,25 puntos básicos en las operaciones de compra y venta realizadas en el libro de órdenes para los inversores cuyo capital en Bolsa sea mayor a los 10.000 millones de euros. Además, hasta el momento, la tarifa normal para el cliente tiene un precio que depende del tramo de negociación (de 1,10 euros hasta 13,40 euros). Ahora, BME simplifica la tarifa con un canon de 0,60 puntos básicos para aquellos que cumplan ciertos requisitos básicos que garanticen unos buenos precios de las acciones, como son el mantenimiento de horquillas de precios competitivas (del 0,15% en el Ibex) o incluir al menos el 35% de los mejores precios, entre otros.

Las intenciones son claras: BME no piensa rendirse y va a hacer lo posible para mantenerse como el actor principal del Mercado de Valores frente a los nuevos competidores. Ahora, solo queda por ver si, en este contexto marcado por

la incertidumbre económica tanto a nivel internacional, con temas como el Brexit, o a nivel nacional, con cuestiones como la implantación de la Tasa Tobin, la Bolsa de Mercados de Madrid conseguirá mantener su posición hegemónica o quedará relegada a su mercado interno con una presión creciente de nuevos players y de las grandes bolsas internacionales que tratan de entrar en nuevos mercados.

De momento, los analistas no parecen concebir un problema existencial en BME. Natalia Aguirre estima datos de crecimiento para el 2019 (subida de 1,2% ingresos, 1% ebitda, 1% beneficio). Además, afirma que a pesar del inicial impacto negativo de Mifid II, "la normativa europea lo que hace es fomentar el mejor precio y quien ofrece una mayor liquidez, una horquilla de precios más estrecha, es BME", algo que se fortalece más después de estas nuevas tarifas. Por ello, la analista de Renta4 Banco no considera que BME vaya a ceder su posición dominante, aunque si estima que "para 2021 el Mercado de Bolsas se repartirá en un 65% para BME y un 35% para estas plataformas". En Unicorp coinciden, pero tras señalar que "la liquidez de posiciones que ofrecen estas plataformas alternativas es más reducida", recalca que "actualmente la calidad global del servicio de BME es mayor. MGvalores plantea un escenario a medio plazo en el que "tanto las plataformas alternativas como las bolsas oficiales pueden coexistir, no sin un esfuerzo de competitividad de las grandes bolsas oficiales". Pero van más allá e incluso plantean que "quizás BME no pueda mantenerse como mercado independiente y acabe integrándose en alguno de los grandes mercados europeos como Euronext o Börse". Una idea que puede hacerse realidad más pronto que tarde.

Lo que está claro es que el mercado está cambiando y sea quien sea quien acabe ganando este pulso, la realidad es que cada vez están apareciendo más alternativas que generan una mayor competitividad de precios y de servicios. Quizás el logro de las nuevas plataformas no sea acabar con las bolsas tradicionales, si no generar un mercado más eficiente, transparente y competitivo. ■

# El nuevo libro de Ángel Bonet



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

## ¡APRENDE A SURFEARLO!

#tsunamitecnológico

Amazon / Casa del Libro / El Corte Inglés

# La tecnología 5G, una inversión prioritaria para Europa



La Comisión Europea incide en el necesario desarrollo y despliegue de la tecnología 5G, que según los últimos estudios presentados por GSMA en el MWC Barcelona 2019, en 2025 va a representar el 15% de las conexiones móviles de todo el mundo.

Estamos de acuerdo que ha llegado el momento en que Europa debe de liderar lo que hasta el momento ha sido una de nuestras asignaturas pendientes, el desarrollo de nuevos sistemas de comunicación, que en otras partes del mundo, como EEUU y China, son prioritarios. Esta diferencia se debe en gran medida a los niveles de inversión que se dedican en la UE al desarrollo e implementación de nuevos sistemas, son escasos. En esta ocasión uno de los motivos es que muchas compañías de telecomunicaciones aún no han cubierto con sistemas previos el territorio nacional tal y como están obligados los diferentes países de nuestro entorno comunitario.

La importancia de la llegada del 5G será radical para millones de usuarios, y también tendrá unas implicaciones económicas positivas para las empresas. En Europa se estima que hay

más de 450 millones de usuarios de telefonía móvil, la región del mundo con mayor penetración con cerca del 85% de la población, y los especialistas hablan de poder llegar hasta los 500 millones en el plazo de 5 años.

La presentación de los últimos dispositivos ya con tecnología 5G, de los principales fabricantes mundiales como Samsung, Xiaomi y Huawei, hará las delicias en los próximos años a cerca de un 30% de los usuarios de telefonía móvil, unos 150 millones, que están a la espera del pistoletazo de salida por parte de las operadoras, para adquirirlos y disponer de una conexión barata y constante a Internet, aunque donde realmente está el negocio es en la industria.

Hablamos de más del 3,3% del PIB europeo, y que en 2022 se espera que supere los 800.000 millones de euros, alcanzando el 4,1% del PIB, con una cobertura a casi las tres cuartas partes de la población de la región, aunque posiblemente lejos de cubrir el mismo espacio terrestre.

Si se mantiene el desarrollo por parte de los países de la UE, seremos el tercer mercado mundial, acercándonos a EEUU y Asia, pero

dependerá de los gobiernos por potenciar la inversión en este viejo continente, fomentando una posición estratégica a largo plazo, de forma que los operadores se animen a invertir en redes y servicios.

Esta inversión es básica si queremos sacar partido a la Era de la Conectividad Inteligente y, si no lo hacemos, Europa volverá a caer en una recesión que nos separará de forma permanente del resto de potencias internacionales.

La Conectividad Inteligente será el futuro de nuestra sociedad y también de grandes y medianas empresas, al transformar los negocios y proporcionar una gran variedad de nuevos servicios que el usuario ya empieza a demandar, desde el coche autónomo hasta soluciones en sectores como la agricultura, educación y atención de salud, áreas que se vinculan directamente con una mejor calidad de vida de personas en todo el mundo.

No ha sido una casualidad que en la última edición del MWC en Barcelona, la conectividad 5G haya sido el centro de atención de los asistentes, donde han coincidido en que este 2019 es el inicio de sus actividades reales, y cada anuncio se acompañaba de una demostración real, comprobando la revolución que supone esta tecnología y lo que puede llegar a cambiar en un futuro que para muchos ya es presente, en sectores tan dispares como la automoción o la medicina, y gracias a la gran velocidad de la red 5G -20 veces más que 4G-, la baja latencia (tiempo de respuesta) se ha podido realizar la primera operación asistida en tiempo real, una proeza que nunca antes se había realizado en España.

**» La inversión en Europa es básica si queremos sacar partido a la Era de la Conectividad Inteligente**

El sector de la automoción también es uno de los más deseados por el usuario, quizás por las posibilidades palpables en el día a día, donde un vehículo con conducción asistida vía 5G aumenta su seguridad al intercambiar información con otros vehículos, semáforos, viandantes, dotando

al conductor de un "sexto sentido" que le va a permitir tomar decisiones de manera anticipada y con margen de maniobra.

Con miras hacia el futuro, se estima que esta nueva tecnología favorecerá los sectores de manufactura, públicos, profesionales y financieros. Empresas que en muchos casos llevan cerca de diez años investigando, innovando y comunicando unas mejoras que una sociedad hiper-conectada, que desea incorporar nuevas soluciones tecnológicas que favorezcan su estilo de vida. ■



**Ángel Bonet**

*Experto en Innovación e Impacto Social*



# La supremacía de China en la Inteligencia Artificial puede estar muy exagerada

**C**uando la gente piensa en China, en general tiende a pensar en esa cifra de 1.400 millones de habitantes de población. Por otra parte, la estructura del gobierno chino es diferente a la de la “democracia occidental” tradicional. Muchos ciudadanos y líderes de las democracias occidentales se aferran al discurso de que el gobierno chino es menos sensible a las cuestiones de privacidad, lo cual es otro factor que podría ayudar a la mega recolección y generación de datos por parte del gigante asiático.

Considerando todo, se podría decir que China es una potencia cuando se trata de inteligencia artificial y el desarrollo del machine learning, estando posiblemente más adelantado que el resto de los países, incluyendo EE.UU. Pero no es tan simple.

## Muchas de las mayores compañías de IA chinas son privadas

Las compañías chinas han avanzado muchísimo en el área de la tecnología del reconocimiento facial. Sin embargo, cuatro de las mayores firmas chinas dedicadas al desarrollo del machine learning (SenseTime, CloudWalk, Face++, and Yitu) no cotizan en bolsa, por lo que es mucho más difícil acceder a las inversiones.

Encontramos este punto interesante y a medida que indagamos más al respecto, tendremos más claro por qué las compañías chinas no cotizan en bolsa.

- Las compañías reciben inyecciones de capital frecuentes:** dentro del mercado chino, la inyección de capital por parte de compañías grandes como Baidu, Tencent o Alibaba, en empresas pequeñas y emergentes de IA, es fácil. Es por ello que la necesidad de acudir a una oferta pública inicial -para acceder a capital operativo- no es tan acuciante. Asimismo, una vez que el capital accionario se compone de cierto mix (por ejemplo, una compañía más pequeña que posee un porcentaje de participación en una más grande), entonces la legislación actual china hace que para una compañía más pequeña no sea sencillo ir por un IPO antes de reducir el interés sobre el capital.
- A las compañías se les requiere que demuestren su rentabilidad:** actualmente, el regulador de valores chinos exige a las compañías que aplican para un IPO, que demuestren algunos trimestres de rentabilidad antes de obtener la aprobación. Esto puede ser difícil para las compañías de IA más nuevas desde el momento que muchos de



**Christopher  
Gannatti**

*Head of Research WisdomTree*

sus beneficios los deben reinvertir en la firma para cubrir los costes de investigación, desarrollo y otros gastos.

### **El ejemplo del automóvil de auto-conducción**

Otra de las áreas en las que la IA capta mucha atención, es la de los vehículos de auto-conducción. Para que el progreso sea factible en este campo, los mapas de las rutas deben realizarse con un nivel de precisión quirúrgico de centímetros. Por razones que suponemos que conciernen a la seguridad nacional, China ha sido más lenta que EE.UU en el desarrollo de estos mapas y actualmente sólo existen 14 licencias para que las empresas se involucren en este mapeo. Estas licencias solamente se otorgan a empresas chinas; cualquier empresa extranjera que desee involucrarse, debe contar con un socio chino. Baidu es la empresa que más ha avanzado en el área de desarrollo de vehículos de auto-conducción y cotiza en bolsa. Si bien no dudamos que a futuro haya avances, utilizamos este ejemplo como una advertencia para cualquiera que asuma que China está muy por delante de todos los demás países en este campo.

» Creemos que China presenta un futuro muy sólido en la IA y es un área de mercado que seguimos muy de cerca

### **China realizará más progresos**

Creemos que China presenta un futuro muy sólido en la IA y es un área de mercado que seguimos muy de cerca. No obstante, por el momento, cualquier declaración que asevere que China es “el líder en IA”, podría ser prematura. ■



# Combinando la Calidad y la Sostenibilidad

**L**as estrategias de inversión basadas en la selección activa de valores se han visto presionadas en los últimos años por el crecimiento del mercado de productos de gestión pasiva. Creemos que el valor de las estrategias de gestión activa radica en la habilidad del gestor en seleccionar valores de alta calidad expuestos a un crecimiento estructural, integrando en el análisis fundamental los riesgos y oportunidades medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa e interactuando activamente con las empresas para impulsar la mejora.

En cuanto a la calidad, buscamos empresas con una gestión y gobernanza sólidas, balances robustos, alta rentabilidad de capital invertido, y con un modelo de negocio con barreras de entrada altas que lo protege de sus competidores.

Desde nuestro punto de vista, la sostenibilidad es una herramienta vital para identificar las compañías del futuro. Basándonos en nuestro largo historial incluyendo los factores de sostenibilidad en nuestro proceso de inversión, como en nuestra estrategia de BMO Responsable Global Equity, hay tres razones por las que creemos que estos factores van de la mano con la calidad:

- **Señal.** Un componente clave en la calidad de una empresa es hacer una evaluación sobre las aptitudes y actitudes de la administración y la junta directiva. ¿Están los directivos de la empresa pensando estratégicamente en el futuro a largo plazo, o simplemente se centran en los próximos resultados trimestrales? ¿Están considerando los factores más amplios que podrían impactar el negocio o están perdiendo la perspectiva? Si vemos una empresa con un enfoque claro

y visión de futuro, con una estrategia de sostenibilidad y con un equipo directivo bien construido, nos hace pensar que puede tratarse de una empresa con control sobre su propio destino.

- **Potencial de crecimiento.** Siempre buscamos compañías con una ventaja competitiva, que puedan obtener una rentabilidad que exceda cómodamente su coste de capital y cuyos productos y servicios estén bien diferenciados de los de sus competidores. Vemos factores como la atención médica, la transición energética, la eficiencia de los recursos y la tecnología limpia como factores clave del crecimiento estructural a largo plazo. Creemos que estos factores están estrechamente relacionados con empresas que pueden ofrecer soluciones a los crecientes desafíos de sostenibilidad del planeta y que tienen la capacidad de seguir ofreciendo alfa a los inversores.

- **Gestión del riesgo.** Existen numerosos ejemplos en los que los accionistas han visto su inversión mermada debido a un fallo en la administración de los factores ASG. Fallos en la ética corporativa, disputas laborales y catástrofes medioambientales pueden amenazar la misma existencia de una empresa. Creemos que las compañías que son conscientes de los riesgos, y que toman acciones proactivas para gestionarlos, son atractivas para los inversores que buscan construir una cartera con menor exposición a la volatilidad a la baja.

» Desde nuestro punto de vista, la sostenibilidad es una herramienta vital para identificar las compañías del futuro

Aprovechar al máximo estas señales requiere un análisis de ASG bastante más complejo que una simple *due diligence*. Creemos que, si bien los datos pueden proporcionar un punto de partida útil, el papel de los expertos internos, como nuestro equipo de inversión responsable formado por 16 miembros, es fundamental para interpretar

esta información y comprender hasta qué punto la sostenibilidad está realmente integrada en el negocio de la compañía. El diálogo con las empresas es también una parte fundamental de nuestro análisis y nos ayuda a construir una visión integral de las entidades que forman parte de nuestras carteras.

**Riesgos:** el valor de las inversiones y cualquier ingreso derivado de ellas puede aumentar o disminuir y los inversores pueden no recuperar el capital invertido. ■



**Vicki Bakhshi**

Director Governance and  
Sustainable Investment team  
BMO Global AM



# Mercados inciertos, carteras flexibles

**E**l año 2019 arranca lleno de incertidumbres, tanto económicas como políticas. A principios de marzo, Mario Draghi anunciaba de forma inesperada un cambio de rumbo en su política monetaria. Las subidas de tipos de interés se retrasan al menos hasta 2020 en la eurozona y anuncia una vuelta a programas de liquidez para este mismo año. Se ha anunciado un segundo referéndum sobre el Brexit y en España estamos convocados a las urnas el 28 de abril. Si miramos al otro lado del charco, la situación no es mucho más esperanzadora. La administración Trump sigue negociando con sus principales socios comerciales a golpe de sanciones y aranceles. Su bolsa, la más importante del mundo, está claramente sobrevalorada. Así lo indica el PER de Shiller, un 100% por encima de su media histórica en x30 veces beneficios; el ratio de precio sobre ventas, por encima de los niveles alcanzados en el año 2000 o los márgenes empresariales, en máximos históricos incluso por encima de los de 2007. Algunos de los mejores inversores están sufriendo y cometiendo más errores de inversión de lo

habitual, lo que suele ser la antesala de mercados convulsos. No parece nada fácil, por tanto, navegar estas aguas tan revueltas.

Las salidas de dinero tras las caídas de finales del pasado año evidencian el cortoplacismo de los inversores en nuestro país. Es una realidad que cuando los inversores sacan dinero en masa de renta variable lo más sensato sería hacer justo lo contrario. Los economistas especializados en finanzas conductuales han denominado a la diferencia de rentabilidad entre un fondo y el partícipe medio como el behavioral gap. Está demostrado que esa diferencia puede ser más de un 3% anual, que es cerca de la mitad de rentabilidad que históricamente ha obtenido la renta variable según el profesor de Wharton Jeremy Siegel. La mejor manera de proteger a los inversores frente al carácter impredecible de los mercados pasa inevitablemente por tratar de invertir haciendo una gestión eficaz de la volatilidad. El problema de aquellas estrategias que tratan de predecir lo que van a hacer los mercados es su falta de consistencia en el tiempo. Hasta los mejores inversores que an-

ticiparon la crisis *subprime*, como el famoso gestor de *hedge funds* John Paulson, no han vuelto a dar pie con bola desde entonces. La opción más interesante es no caer en hacer *market timing* y automatizar la exposición a Bolsa con el uso de herramientas sistemáticas, como indicadores de valoración de mercado.

## Un 2019 marcado por la dispersión de valores

Como hemos comentado, la Bolsa americana (el S&P 500) está muy sobrevalorada según el PER de Shiller. Pero el año 2019 tiene una ventaja frente a un periodo tan complejo de gestionar como fue 2007. Si en aquel periodo, absolutamente todos los mercados bursátiles estaban sobrevalorados sobre su media histórica, 2019 presenta por suerte una fuerte dispersión de valoraciones. Algunas regiones son caras, sí; pero otras muchas cotizan a valoraciones atractivas. Es por ello que en Amiral Gestion recomendamos estar invertidos en productos que cuenten con una gran flexibilidad, no sólo para concentrar sus inversiones en las geografías más atractivas, sino también para ajustar la exposición a renta variable y sobreponderarla sólo cuando los mercados coticen a valoraciones con mejores perspectivas.

Regiones como Asia (tanto de países emergentes como de Japón y Corea del Sur) y algunos países de Europa (especialmente tras las caídas de 2018) presentan valoraciones muy atractivas que no debemos dejar de aprovechar. Hablamos de compañías que cuentan con caja neta, con sólidas ventajas competitivas, líderes

en sus sectores y con buenos crecimientos en los últimos años. Gracias a cotizar en regiones muy poco presentes en carteras de inversores internacionales, son pocos los ojos analizando estas compañías. De las cerca de 10.000 compañías cotizadas en Asia, por ejemplo, cerca de 3.000 capitalizan por debajo de los 2.000 millones de euros y no cuentan con cobertura de análisis. Un vergel para los inversores dispuestos a remangarse y hacer el trabajo de análisis desde cero.

» La opción más interesante es automatizar la exposición a Bolsa con el uso de herramientas sistemáticas, como indicadores de valoración de mercado

No obstante, el incierto clima de mercado en el que nos encontramos inquieta a muchos inversores. La flexibilidad es la herramienta indispensable para superar con nota este periodo. Creemos que el momento de mercado anima a ser cautos en la exposición a Bolsa en productos mixtos, pudiendo incrementarla rápidamente si se produjeran caídas. No contar con esa flexibilidad puede salirle muy caro a los inversores en 2019. ■



**Pablo  
Martínez Bernal**

*Responsable de Relación  
con Inversores Amiral Gestion*

**TOMÁS DIAGO** | CEO y CoFundador de Danel Capital

# “Soy bueno viendo las posibilidades de la tecnología en cualquier sector”

Tomás Diago fundó Softonic y, tras gestionar sus inversiones en bolsa, Danel Capital, la primera EAFI en utilizar Inteligencia Artificial en su toma de decisiones.



**Tras fundar Softonic y posteriormente Danel Capital da la impresión de que su vida va ligada al mundo del emprendimiento. ¿Cómo empezó todo?**

Siempre he tenido mucha inquietud por crear servicios y/o productos que usasen la tecnología como piedra angular para intentar mejorar la sociedad. Descubrí la informática con el ordenador de una de mis hermanas cuando tenía 15 años y me fascinó la posibilidad de crear software inteligente a través de la programación. Nunca fui un programador excelente, pero creo que soy bueno viendo las posibilidades de la tecnología en cualquier sector.

**Siempre ha estado muy vinculado a la tecnología y ahora, en Danel Capital, a través de AI, Big data. Un proyecto que surgió tras gestionar sus propias inversiones en bolsa. ¿Cuál es el mayor aprendizaje que le han dado los mercados?**

El mayor aprendizaje que me han dado los mercados es que no existen las inversiones seguras, todas tienen riesgo, por eso es esencial tener una cartera de inversiones diversificada con los riesgos controlados al máximo. Las caídas de Lehman Brothers o Banco Popular son algunos ejemplos de inversiones que nunca pensarías que podrían valer 0 o casi, pero así fue. El control de riesgos es más importante que cualquier rentabilidad poten-

cial y es un principio que nuestro equipo aplica cada día en Danel Capital.

**Danel capital es una EAFI (la primera en utilizar AI para ayudar en la toma de decisiones) que asesora inversiones en renta variable de EEUU a través de una SICAV. ¿Por qué allí?**

La Bolsa americana es la principal Bolsa del mundo, con un 40% de la capitalización bursátil global, y tiene características que optimizan los resultados de nuestra tecnología: más datos disponibles para analizar, más volumen/liquidez, más profundidad de industrias para construir carteras diversificadas, y más sencillez por cotizar en un solo país (si lo comparamos con el EuroStoxx 600). Además, en los últimos 10 años, es la Bolsa que mejor se ha comportado a nivel de rentabilidad con mucha diferencia, gracias sobre todo al sector tecnológico.

**¿Con quién le gustaría sentarse y tener una conversación?**

Con Bill Gates. Admiro su dedicación a intentar mejorar el mundo a través de la fundación Bill y Melinda Gates, y además también es un amante del software y la tecnología.

**¿Y su último viaje?**

Estuve en Hong Kong en noviembre. Me recuerda a Nueva York, tiene un skyline precioso. ■



# Jamás le seduciremos

## con falsas promesas

---

*Le debemos la mayor transparencia con respecto a los objetivos de Lazard Patrimoine. Al ser un fondo multiclase de activos internacionales, puede adaptarse perfectamente a los inversores que buscan valorizar sus activos a lo largo del tiempo, dentro de un marco de gestión sensible al riesgo.*

---

LAZARD  
FUND MANAGERS

ESTE CONTENIDO ES UNA PROMOCIÓN FINANCIERA Y NO DEBE INTERPRETARSE COMO UN CONSEJO DE INVERSIÓN. NO EXISTE GARANTÍA DE QUE LOS OBJETIVOS DE LA CARTERA O DE RENTABILIDAD SEAN ALCANZADOS. LAZARD PATRIMOINE ES UN FONDO GESTIONADO POR LAZARD FRÈRES GESTION. LAZARD FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA, CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO DE LA CASTELLANA, 140, PISO 10, LETRA E, MADRID, REGISTRADA EN LA CNMV CON EL NÚMERO 18, ES UNA SUCURSAL DE LAZARD FUND MANAGERS LIMITED (IRELAND), REGISTRADA EN IRLANDA Y SUPERVISADA POR EL BANCO CENTRAL DE IRLANDA. PUBLICADO Y APROBADO POR LAZARD ASSET MANAGEMENT LIMITED, 50 STRATTON STREET, LONDRES W1J 8LL, REGISTRADA EN INGLATERRA CON EL NÚMERO 525667. LAZARD ASSET MANAGEMENT LIMITED ESTÁ AUTORIZADA Y REGULADA POR LA FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY.

siège social : 25, rue de la Ville Évelange | Evéque | France | 01441527676 - Société de gestion de portefeuille - Agrément GP95-02 du 05/07/95 - Société Anonyme ou capital  
1 878 910 euros - 389 522 RCS Paris - Siret 389 522 152 00 047 - APE 6602Z - www.groupama-am.com - Crédit photo : Shutterstock - Création 07/2017 - Agence Freestyle



**VISIBILIDAD  
DE FUTURO**

**DECISIONES  
FUNDAMENTADAS**

**MEJOR  
SEGUIMIENTO  
DE SUS INVERSIONES**

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

[www.groupama-am.com](http://www.groupama-am.com)



*Gestor Activamente Responsable*