

# asset managers

La revista para profesionales de  
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN | ABR-19  
Nº 4

- **Biotecnología y salud, un sector para invertir**
- **Tecnologías disruptivas: tendencias en la transformación digital**
- **Entrevista Sébastien Senegas, director Edmond de Rothschild AM España**



**Fondos mixtos,**  
la estrategia que puede funcionar en  
la fase madura del ciclo económico



Exclusivamente para  
inversores profesionales/  
regulados y cualificados



Generamos una  
rentabilidad  
positiva consistente  
en todas las condiciones  
de mercado

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

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

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

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

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



# ¿Y si llega el fin del ciclo?

**L**a moderación en el ritmo del crecimiento económico ha hecho que, desde hace unos meses, se haya comenzado a considerar que el actual ciclo de la economía a nivel mundial está en una fase más madura. La palabra recesión ha comenzado a sonar en algunos foros pero todavía son pocos los que se aventuran a pronosticar que, siguiendo el BCE con el bastón de mando monetario, la economía vaya a tener un crecimiento negativo. Y eso que la renta fija americana descuenta bajadas de tipos de interés de un cuarto de punto durante este año.

Los expertos reconocen que más allá de intentar adivinar cuál será el punto de inflexión, este escenario hay que tratarlo como un elemento más a tener en cuenta a la hora de gestionar. Con esto como punto de partida, y la evidencia de que no todos los activos funcionan de igual manera en un mismo entorno de mercado, cada vez son más voces las que hablan de que una combinación entre renta fija y renta variable – por eso de tener la estabilidad y protección que pueda dar la renta fija a favor del plus de rentabilidad que pueda ofrecer el equity – es una asignación de activos que puede ser óptima para el actual ciclo.

Eso sí, cuidado con aquellos activos que son flexibles “solo de folleto” y los que sirven más como estrategia de marketing que como elemento diversificador de las carteras.

Que disfruten estas páginas.



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

**Editor:** Juan Ángel Hernández

**CEO:** José Ignacio Serres

**Directora:** Silvia Morcillo

**Coordinación:** Raquel Jiménez

**Dirección de arte:** Javier López

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

**Análisis de Fondos:** Consuelo Blanco

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

**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:** Scorcia & Fiesco





ABRIL 2019 | Nº 4

# CONTENIDOS



Fondos mixtos, la estrategia que puede funcionar en la fase madura del ciclo económico

Reportaje por Silvia Morcillo

¿Riesgo de recesión en Estados Unidos? Todavía no

Macroeconomía por Ramón Bermejo

Ranking de fondos

Los mejores y peores del mes de marzo

Entrevista a la gestora

Ibercaja

El fondo del mes

Ibercaja Petroquímico

Una hora con... Yves Ceelen

Director de Gestión Institucional de Carteras de Degroof Petercam Asset Management

Análisis cualitativo y trazabilidad

EAFIs por Juan Manuel Vicente Casadevall

6 Selectores 46  
*Indosuez WM*

Más allá del Ibex 56  
*Entrevista a Aitor Markaida, comunicación corporativa Euskaltel*

Tecnología e innovación 62  
*Por Javier Ablitas*

Entrevista final Sébastien Senegas 76  
*Director Edmond de Rothschild AM España*





# Inversión sostenible: Plantando las semillas del cambio

Si quieres contribuir al cambio promoviendo que las empresas mejoren sus prácticas de negocio, Schroders puede ayudarte a conseguir mejores resultados para ti y para la sociedad. Estamos a la cabeza de las inversiones sostenibles para que puedas tomar decisiones eficaces.

Marca la diferencia, contacta con Schroders.

Por favor, recuerda que el valor de las inversiones y las rentas que generan pueden subir al igual que bajar, y los inversores podrían no recuperar el capital invertido inicialmente.



Información importante: material de marketing publicado por Schroder Investment Management (Europe) S.A. Sucursal en España. Inscrita en el registro de Sociedades gestoras del Espacio Económico Europeo con sucursal en España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con el número 20.

Para lo que más te importa. **Schroders**





De izquierda a derecha: **Sébastien Senegas** (Edmond de Rothschild), **Marta Pérez Cogollos** (Santander AM), **José María Pérez** (Portolocom IA), **Silvia Morcillo** (Ei), **Guendalina Bolis** (Inversis Gestión), **Pilar García – German** (Fidelity), **Diego Fernández Elices** (A&G) y **Almudena Cansado** (Unigest) .

# Fondos mixtos, la estrategia que puede funcionar en la fase madura del ciclo económico

El 9,13% del patrimonio total en fondos de inversión está en manos de fondos mixtos, según datos de INVERCO. Una cantidad que se ha doblado respecto a la cantidad de patrimonio captado por estos productos hace una década. Las estrategias de marketing, dice los expertos, han funcionado perfectamente y, aunque la mayoría cree que estamos en un momento de ciclo óptimo para este tipo de activos, este mercado se encuentra en un punto de inflexión. **Por Silvia Morcillo**

Que el ciclo está muy avanzado, es un hecho. Que quizás Draghi lo ha alargado con sus últimas declaraciones y el anuncio de una nueva TLTRO (la tercera) para la banca, quizás también. Sin embargo, cada vez “hay más síntomas y más evidentes de que el ciclo está en una fase madura y, aunque no somos demasiado negativos ni intentamos adivinar dónde está el punto de inflexión,

sí nos mantenemos algo cautos”, asegura **Diego Fernández Elices, director general de inversiones de A&G**. Un ciclo en el que no sólo se cuenta el número de días que restan hasta el siguiente sino que hay variables, como la creación de riqueza “que es bastante inferior respecto a otros ciclos. Por ello no creemos que la recesión (de haberla) vaya a ser de una magnitud similar a la de otras crisis”, sentencia **Sébastien Senegas, director de Edmond de Rothschild**

**AM en España.** Una etapa que forma parte de la propia ciclicidad de la economía.

Con lo que sí, estamos en una fase madura del ciclo que no está exenta de oportunidades. Por eso es clave ir adaptando las carteras pues, aunque el ciclo ha sido largo, no ha sido intenso. “El ciclo financiero, las bolsas, han subido lo que suben de media en un ciclo pero la economía no, con lo que el precio de los activos ha subido más que el ciclo económico y, aunque puede haber catch up, no necesariamente tiene que ser con rentabilidades”, asegura el experto de A&G.

De hecho, 2018 fue la evidencia de que esto está ocurriendo con pocos (o casi ninguno) activos cerrando en positivo el ejercicio. Un año que ha ayudado a que el inversor retail entienda cuál es su perfil de riesgo. Un perfil de inversor que ha demandado los fondos mixtos como alternativa a un depósito y a un tipo de renta fija que no pagaba “con lo que ha estado todo el año con niveles de riesgo que no necesitaba y, quizás de una forma inconsciente, hemos dado una exposición a equity innecesaria que se ha materializado cuando la renta variable ha comenzado a caer”, asegura **Guendalina Bolis, directora general de Inversis Gestión.** Esto permite atisbar que estamos en un buen momento para entender qué ha sido la represión financiera y mirar qué riesgo tenían los inversores.

Sin embargo, todo esto parte - tal y como dice el experto de Edmond de Rothschild - de la definición de riesgo. Si se tira de la definición de la propia RAE, el riesgo es la “contingencia o proximidad de un daño”. Senegas cree que, aunque no es lo mismo el

un gestor de fondos, para él vale la definición de “máxima caída”. Es importante que los inversores sepan cuál es la “máxima caída” que pueden soportar cuando invierten en este tipo de productos. Esto, junto con la paciencia, “la inversión a largo plazo y tener conciencia de dónde invierte cada uno han de ser claves en el proceso de selección”, admite **Pilar García German, responsable de ventas de Fidelity International.** Esta experta cree que “si no eres capaz de quedarte en bolsa un tiempo mínimo más razonable, quizás hay que ir a otros activos”.

Y uno de ellos son los fondos mixtos. Un tipo de fondo que combina renta fija con renta variable y en el que es importante discernir por el tipo de riesgo que va a aportar a las diferentes carteras. **José María Pérez Valle, director de inversiones de Portolocom IA** cree que este punto es clave porque en muchas ocasiones “los fondos mixtos se han utilizado por el inversor más conservador como sustitutos de los depósitos y son productos completamente diferentes”. Este experto cree que quizás la industria tiene que hacer autocrítica pues “ha colocado” un producto que no es la alternativa ideal a un depósito.

Claro que eso dependerá del tipo de fondo mixto y lo que tenga dentro. En Fidelity los mixtos los dividen entre los de gestión dinámica y gestión estática “dependiendo de si se adapta a las condiciones de mercado o no hace nada más que tener la división (fija) entre renta fija y renta variable”. **Marta Pérez Cogollos, selección de fondos y coordinadora de Equities en Santander AM** asegura que uno de los puntos fuertes de este producto es que puede ofrecer a los clientes →

#### TIPOS DE PERFIL

PERFIL	AUM INDUSTRIA		Promedio AUM fondo		Número fondos	
	España	No Esp.	España	No Esp.	España	No Esp.
CONSERVADOR	72.13,00	116.544,00	307,00	603,00	235,00	193,00
MODERADO	29.378,00	201.527,00	146,00	622,00	224,00	367,00
AGRESIVO	7.698,00	107.756,00	54,00	608,00	143,00	177,00

FUENTE: INVERISIS





➔ de invertir en un mixto no supone que solo inviertas en Eurostoxx 50 y el Bund sino que “puedes invertir en otros fondos, renta fija high yield o renta fija emergente, es decir, tocando todos los palos y eso es una oferta de valor importante porque el cliente no se planteará acceder a estas estrategias a no ser que se las empaquetes”.

¿Y qué ocurre con el institucional? Elices asegura que “para el cliente final pueden tener sentido estos productos pero el gestor de mercados está poco habituado a asumir ‘riesgo gestor’ y más acostumbrado a hacer su propio *asset allocation*”. Sin embargo, tiene sentido como alternativa para diversificar riesgos “y de incrementar el ratio sharpe de la cartera”, asegura **Almudena Cansado Parrando, gestora de fondos y selectora de fondos de terceros de Unigest SGIIC (Grupo Unicaja Banco)**.

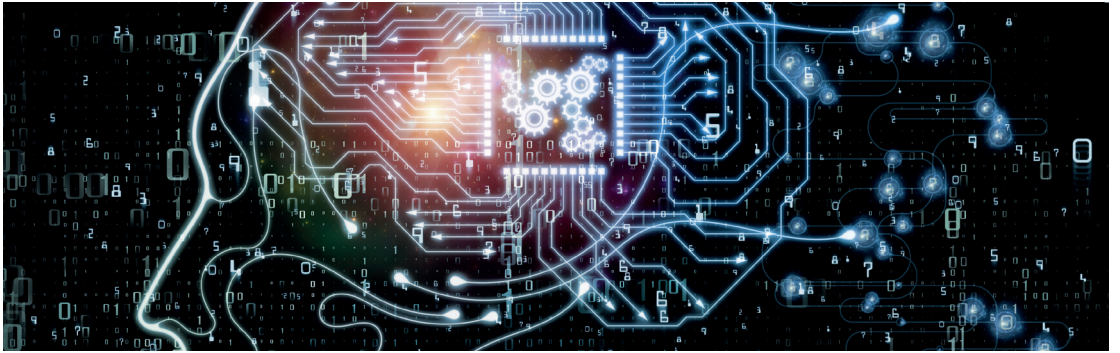
Un producto que tiene sentido en un entorno como el actual pues resuelve el tema del *timing*, de cuándo entrar en el mercado. En un entorno en el que los mercados han subido tanto pueden ser una alternativa para aque-

llos inversores que no quieren entrar a estos niveles ni están cómodos con un activo puro, como es la renta variable. “Es más fácil hacerlo poco a poco a través de un fondo mixto”, dice Cogollos. De hecho, tras la correlación tan alta de 2018 “un buen fondo mixto – conservador o agresivo, dependiendo del perfil del cliente – se adaptará perfectamente a un entorno en el que habrá volatilidad y que permite delegar la gestión en profesionales”.

### ¿Qué pedir a un fondo mixto?

Teniendo esto en cuenta, ¿qué demanda el inversor particular? Sobre todo, alternativa de rentabilidad pues, siendo conocedores de este tipo de productos, no tienen otra estrategia que le vaya a generar rentabilidad positiva a corto plazo. Lo que no quiere decir que el inversor que accede a este tipo de ➔

» 2010 cerró con pocos activos cerrando en positivo. Esto ha ayudado al particular a entender el nivel de riesgo.



# ODDO BHF Artificial Intelligence

## Una nueva forma de invertir

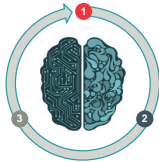
### Nuestro primer fondo temático que utiliza inteligencia artificial (IA) en su proceso de inversión

Este fondo supone una innovación disruptiva en el sector de la gestión de activos. Hemos desarrollado un proceso de inversión único que combina la inteligencia artificial y nuestro dominio histórico de la gestión cuantitativa. Nuestro objetivo es ofrecer a nuestros clientes una solución innovadora buscando generar de alfa a largo plazo.

#### Análisis de inteligencia artificial / Big Data

Identificar las empresas mejores y más prometedoras relacionadas con la temática de la IA mediante algoritmos de macrodatos (big data)

Construcción de la cartera y revisión fundamental  
Cartera de ponderaciones equitativas & reajuste trimestral



#### Modelo cuantitativo „Algo 4“

Selección de las mejores empresas utilizando nuestro modelo cuantitativo de eficacia demostrada con el objetivo de invertir en las mejores acciones cotizadas globales vinculadas a la temática de la IA

Nuestro objetivo es invertir en las mejores acciones cotizadas globales vinculadas a la temática de la IA, desde grandes capitalizaciones hasta acciones de mediana capitalización con elevado potencial.

### La inteligencia artificial es fuente de múltiples oportunidades

- La inteligencia artificial es una revolución silenciosa que transformará la economía y generará crecimiento en todos los sectores
- Las empresas que puedan utilizar la inteligencia artificial para generar una ventaja competitiva generarán valor a largo plazo

Fuente: ODDO BHF Asset Management SAS, al 31 de marzo de 2019

#### Datos del fondo

ODDO BHF Artificial Intelligence  
CR-EUR ISIN: LU1919842267

#### Acercas de ODDO BHF Asset Management

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 Luxemburgo. 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)

#### RIESGOS

El fondo ODDO BHF Artificial Intelligence está expuesto principalmente a los siguientes riesgos: Riesgo de pérdida de capital, riesgo de renta variable y riesgo de gestión discrecional.

#### Disclaimer

El presente documento ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS para su comunicación al mercado. Su comunicación a los inversores es responsabilidad de cada promotor, distribuidor o asesor. Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de suscribirse al fondo regulado por la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF). Los inversores deben tener en cuenta que los fondos conllevan un riesgo de pérdida del capital, así como diversos riesgos relacionados con los instrumentos y estrategias incluidos en la cartera. Si deciden suscribirse, los inversores deben consultar obligatoriamente el Documento de datos fundamentales para el inversor o el Folleto de la IIC para conocer con exactitud los riesgos que comporta la inversión. Las opiniones expresadas en el presente documento corresponden a nuestras previsiones de mercado en el momento de la publicación del documento, pueden variar en función de las condiciones de mercado y no comprometen en ningún caso la responsabilidad contractual de ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS.

Países en los que el fondo está autorizado para su distribución al público: Francia, Italia, Alemania, Suiza, España, Luxemburgo



CANAL DISTRIBUCIÓN BANCA RETAIL		
País	Inversis Category	Fees %
Extranjero	Mixto Agresivo	1,80
	Mixto Conservador	1,40
	Mixto Moderado	1,60
<b>Total Extranjero</b>		<b>1,58</b>
España	Mixto Agresivo	1,24
	Mixto Conservador	1,15
	Mixto Moderado	1,28
<b>Total Español</b>		<b>1,20</b>
<b>Total General</b>		<b>1,53</b>

Fuente: Inversis

→ estrategias sea conservador sino que la “mayor parte está en un perfil prudente porque es el punto de entrada a este tipo de productos procedente de un inversor que no tiene experiencia con fondos de inversión”.

Es quizás ese uno de los retos que tiene, no sólo el inversor de este tipo de productos, sino la industria en general. Sobre todo porque a menudo el inversor tiene memoria de corto plazo y se tiene el efecto “retrovisor”, es decir, comprar un fondo teniendo en cuenta exclusivamente lo que ha hecho en el pasado o en los meses recientes. Es por ello que los expertos dan algunas pautas a la hora de seleccionar este tipo de activos como el proceso y el equipo, “dos variables que no se pueden tener

la una sin la otra que permiten tener procesos dinámicos, estáticos y tácticos que nos permiten adaptarnos a los distintos procesos de inversión a través de distintos activos”, asegura la experta de Santander AM.

En A&G creen que la flexibilidad es algo a tener en cuenta – siempre que sea algo que se está buscando– y que no sea solo flexible de folleto pues “necesito un tamaño del fondo y en un universo de inversión que haga que sea flexible”. Que haya alineación de intereses entre el equipo gestor y que sea consistente en resultado son otras cualidades que buscar en este tipo de fondos pero sobre todo “que los resultados no vengan de la casualidad de una buena apuesta un año pues hemos visto fondos que lo estaban haciendo bien y, en un momento determinado, se suben al carro de la euforia, han incrementado riesgos teniendo exposición a un asset class al que no estaban acostumbrados”, admite Bolis.

### ¿Cómo está la industria frente a otros países?

Cuando uno piensa en la foto a nivel europeo el 50% de los fondos de los mixtos →



**Vontobel**

Asset Management

# Dar en el blanco

¿Por qué los mercados difíciles requieren una estrategia de alta convicción?

[vontobel.com/high-conviction](http://vontobel.com/high-conviction)



→ catalogados por Morningstar son conservadores y “el promedio de tamaño son 360 millones en España contra 140 a nivel europeo. Y, en perfiles agresivos, la foto es diferente con un tamaño de 54 millones en España frente a 361 millones a nivel europeo”, reconoce la experta de Inversis Gestion. En España los clientes son conservadores con fondos grandes vendidos por las grandes redes comerciales mientras que los fondos más agresivos están vendidos por asesores más institucionales “que tienen toda la gama y se anima a demostrar su capacidad de generar alfa buscando ideas alternativas lanzando productos más agresivos”. En cuando a comisiones, son más baratos en los tres niveles de riesgo.

El experto de Portolocom IA cree que es interesante saber qué parte del patrimonio está en fondos mixtos estáticos y cuál se destina a fondos dinámicos pues “estamos en un país muy bancarizado donde las redes comerciales colocan el “producto marca propia” que son los fondos mixtos tradicionales (estáticos). Desde A&G creen que todo el mundo busca “el dinámico que acierte, no hay duda pero “cuando metes el dinámico aumentas la probabilidad de que no acierte porque quitas el riesgo mercado y metes riesgo gestor pero si vemos que el ciclo más o menos maduro y queda menos que exprimir a la beta, una opción es cambiar la beta por algo de alfa”. Una forma de diversificar riesgo, concluye. ■

## Han participado



**Fidelity International**

- *Presidente:*  
Anne Richards
- *Año de fundación:* 1969
- *Patrimonio bajo gestión:*  
379.000 millones de dólares (incluyendo activos administrados)
- *Número de fondos registrados en España:*  
127



**A&G Banca Privada**

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



**Santander Asset Management**

- *CEO Global:* Mariano Belinky  
*CEO España:* Miguel Ángel Sánchez Lozano
- *Año de fundación:* 1971
- *Patrimonio bajo gestión a nivel global (diciembre 2018):*  
172.000 millones de euros
- *Patrimonio bajo gestión en España (diciembre 2018):*  
48.665 millones de euros
- *Número de fondos registrados en España:* 181



**Portocolom Asesores EAF**

- *Socio Director:*  
Iker Barrón Ibeas
- *Año de fundación:* 2008
- *Patrimonio bajo gestión:*  
+600MM



**Edmond de Rothschild AM España**

- *Director:* Sébastien Senegas
- *Año de fundación:* Grupo Edmond de Rothschild: fundado en 1953. Gestora en España: 10 años
- *Patrimonio bajo gestión:*  
Grupo Edmond de Rothschild: 150.000 millones de euros en Activos bajo gestión
- *Número de fondos registrados en España:*  
150



**Inversis Gestion**

- *Presidente:* Guendalina Bolis
- *Año de fundación:* 1989
- *Patrimonio bajo administración:*  
4.000 millones de euros



**Unigest, SGIC (Grupo Unicaja Banco)**

- *Presidente:*  
Miguel Ángel Troya Ropero  
*Director General:*  
Francisco Rodríguez Martos
- *Año de fundación:* 1992
- *Patrimonio bajo gestión:*  
5.456 millones de euros
- *Número de fondos registrados en España:*  
55



LAZARD PATRIMOINE

# Nunca ajustamos nuestras carteras

**sin evaluar todos los riesgos**

---

*Los gestores de Lazard Patrimoine tratan de aprovechar constantemente las oportunidades que ofrecen los diferentes mercados financieros del mundo. La gran flexibilidad que caracteriza la gestión de este fondo va acompañada de una atención constante a la gestión del 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.





# Represión financiera, segunda temporada

**L**a dinámica de crecimiento mundial sigue apagándose ante las presiones que continúa experimentando la actividad manufacturera en Europa. Además, la sólida dinámica estadounidense de 2018 se está desvaneciendo ante la desaparición de los estímulos fiscales, y la economía china todavía no se ha beneficiado de todos los efectos de los estímulos económicos. Aunque los niveles de crecimiento en términos absolutos se mantienen positivos en la principal zona económica, la tendencia de crecimiento continúa siendo anémica.

En todo caso, esta persistente incertidumbre acerca de la capacidad del crecimiento económico para tocar fondo tras una ralentización económica sostenida está presionando a los bancos centrales para adoptar una postura cada vez más neutra y acomodaticia.

Si bien los mercados y los precios de los activos vuelven a contar con el apoyo de las políticas monetarias acomodaticias, la situación actual «levemente idílica» no puede durar eternamente. O el crecimiento mundial repunta, en cuyo caso los mercados pasarán a preocuparse rápidamente por la inflación y la retirada de las políticas

monetarias expansivas, o se tambaleará y nos veremos atrapados en una situación parecida a lo sucedido en Japón.

En renta variable, Estados Unidos sigue apareciendo como el mercado más atractivo por su rol como fuente de crecimiento y por sus características defensivas. A pesar de que las valoraciones estadounidenses son superiores a las de Europa, las previsiones apuntan a un mejor comportamiento al otro lado del Atlántico.

Por su parte, la renta variable china ha sido uno de los activos más rentables en 2019: la rentabilidad del índice Shanghai Shenzhen CSI 300 superaba el 21% a finales de febrero. Las autoridades del país han dejado claro que no permitirán que el crecimiento se desacelere mucho más y están adoptando medidas en su política monetaria y fiscal para respaldar la economía.

Además, la renta variable china, según los parámetros de valoración, es muy barata con respecto a otros mercados bursátiles, incluidos los desarrollados y los emergentes.

En lo que respecta a la guerra comercial, la situación entre EE.UU. y China se ha calmado

últimamente, y uno de los principales beneficiarios de esta mejora de la confianza ha sido la renta variable china. Asimismo, las acciones nacionales A chinas también se vieron impulsadas por la promesa de una mayor ponderación en el índice MSCI Emerging Markets que se puso en marcha el pasado 1 de abril.

El otro lado de la moneda lo representa la renta variable europea. En el contexto de la política monetaria ultralaxa de Europa, y dado que el BCE ha indicado últimamente que más bien se inclinará por una postura relajada durante algo más de tiempo (con una baja probabilidad de que haya una subida de tipos en 2019), la rentabilidad de los bancos sigue viéndose bajo presión.

Los bancos europeos suelen presentar una correlación positiva con los rendimientos del bono alemán. Cuando los tipos de interés aumentan, los bancos suelen superar la rentabilidad del índice general, y cuando bajan los bancos quedan rezagados. Desde principios de enero de 2018 hasta febrero de 2019, los bancos europeos se han rezagado en más de un 19% con respecto al índice general de renta variable europea.

En adelante, podría haber algunos ajustes de los rendimientos europeos, especialmente de Alemania. En febrero alcanzaron unos bajos niveles y, a corto plazo, esto podría favorecer los bancos europeos.

La renta variable británica conserva su atractivo en cuanto a indicadores de valoración, aunque entraña más riesgo a medida que nos acercamos al nuevo plazo del Brexit. El desenlace de esta cuestión puede requerir de una revisión a la baja de la renta variable británica, sobre todo, si se celebran elecciones generales.

» La incertidumbre acerca de la capacidad del crecimiento económico para tocar fondo está presionando a los bancos centrales para adoptar una postura cada vez más neutra

Si bien los mercados han seguido subiendo en el primer trimestre de 2019, ya que se espera que los bancos centrales mantengan una postura acomodaticia, ampliando así el ciclo empresarial, creemos que es demasiado tarde para perseguir este repunte. En este contexto, nuestra percepción del riesgo general sigue siendo de aversión leve. Nuestras preferencias en renta variable se han mantenido en aversión leve, ya que el contexto

actual está caracterizado por el riesgo político y económico. Una postura neutral prudente describe el posicionamiento de nuestras carteras y nos concentramos en identificar casos de carry, de crecimiento, valoraciones relativamente baratas y diversificación. ■



**Fabrizio Quirighetti**

*CIO and Head of Multi-Asset  
de SYZ AM*





# CoCos: no permitamos que sean unos incomprendidos

Los bonos convertibles contingentes (CoCos) son una forma más reciente de capital emitido por bancos que ofrece rentabilidades atractivas, aunque es posible que los inversores no comprendan plenamente esta clase de activos. La relativa novedad que suponen los CoCos y su estructura de deuda híbrida hacen que puedan pasar inadvertidos y subestimarse y llegar a infravalorarse. Esta clase de activos representa una oportunidad para que los inversores participen en la mejora del sector bancario.

Los CoCos también pueden superar en rentabilidad a la renta variable bancaria europea con una menor volatilidad. La rentabilidad se sitúa en torno al 6% con respecto al índice Barclays Contingent Capital Western European. En términos ajustados por el riesgo, la rentabilidad es considerablemente más elevada frente a la renta variable o la deuda preferente.

Tal vez no se comprendan bien, pero los CoCos son una clase de activos de rápido crecimiento. La emisión actual en el mercado es de unos 160.000 millones de EUR, frente a los 75.000 millones de EUR de 2015, y se espera que lle-

gue a 220.000 millones de EUR en los próximos dos años. Los emisores incluyen a Credit Suisse, HSBC y Barclays, así como a compañías de seguros, y el mercado es más líquido que el de deuda de alta rentabilidad.

El capital contingente se creó después de la crisis financiera mundial para aumentar la capacidad de los bancos de soportar pérdidas más allá de sus colchones de capital. La mayoría de los CoCos se convierten en acciones cuando el emisor soporta una tensión extrema. Ofrecen menos protección a los inversores que la deuda preferente y más que la renta variable.

Los reguladores entienden la importancia de esta clase de activos, por eso alentaron su creación y modificaron las reglas para mejorar la capacidad de los bancos de satisfacer los cupones de sus CoCos. Este tipo de emisiones son una forma más barata de financiación para los emisores que las acciones.

» Los CoCos representan una oportunidad para que los inversores participen en la mejora del sector bancario

Los bancos son negocios más fuertes y seguros, están regulados de manera similar a los servicios de suministro y registran rendimientos más bajos que antes de la crisis. Los balances se han despojado del riesgo y las ratios de capital ordinario de nivel 1 se sitúan en el entorno del 14% en el caso de los bancos del Reino Unido, en comparación con el entorno del 4,5% de hace una década, según el Banco de Inglaterra.

Según conocimos en la temporada de presentación de resultados más reciente, los tres bancos nacionales del Reino Unido (RBS, Lloyds y Barclays) pagaron dividendos y anunciaron recompras de acciones o, al menos, su intención de hacerlo. Con múltiplos de valoración bajos, creemos que la rentabilidad total (combinación de dividendos y recompra de acciones) podría alcanzar el 10% anual. Los CoCos ofrecen rentabilidades ajustadas por el riesgo atractivas en términos comparativos. Un fondo de CoCos tiene como objetivo proporcionar a los inversores una combinación de rentas y revalorización del capital. Eso es fácil de entender.

### Cuándo rescatar un coco

Se rescatará un CoCo si es económicamente razonable: si la sustitución fuera más barata o si el banco dispusiera de tanto capital que no los necesitara. De hecho, dado que los CoCos son capital reglamentario, el banco necesita el permiso del regulador para rescatar el bono y parece poco probable que un regulador lo aceptara si la sustitución fuera más cara.

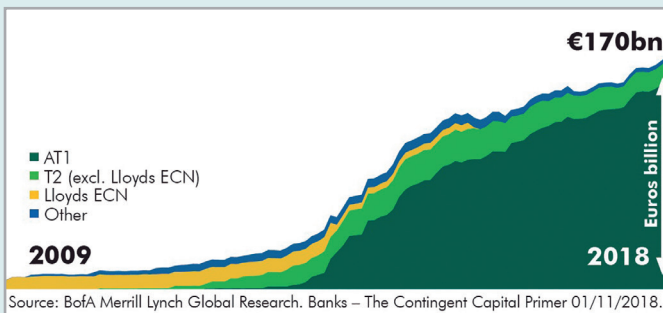
Los CoCos rescatados hasta el momento han estado precedidos por la emisión del bono de sustitución; el regulador no querría que un banco rescatara un bono, reduciendo así su nivel de capital, y luego no pudiera emitir un sustituto debido a las condiciones del mercado.

Si no se rescata un CoCo, se revierte al diferencial original frente al tipo de swap vigente, lo que ofrece al titular cierta protección frente a la subida de los tipos. ■



### Rob James

Gestor adjunto de Merian  
Financials Contingent Capital Fund  
en Merian Global Investors







# ¿Riesgo de recesión en EEUU? Todavía no

**E**l diferencial (spread) entre la rentabilidad de un bono emitido a diez años (2,43%) y de una letra a tres meses (2,44%) emitida por el Tesoro norteamericano al cierre del viernes 22 de marzo, permite afirmar que la curva está invertida al rebasar el nivel del 3 meses al 10 años situándose por primera vez desde 2007 en niveles negativos. ¿Esta inversión de la curva constituye un elemento indiciario suficiente para afirmar que la economía norteamericana puede entrar en recesión? La respuesta a fecha de 4 de abril 2019 es no.

Es preciso recordar que, aunque dicho spread ha alertado de manera temprana desde 1962 de los siete periodos recesivos registrados desde entonces en la economía norteamericana de acuerdo con los criterios de la NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica), árbitro de los ciclos económicos en EEUU, dicha señal no está exenta de errores: en septiembre de 1966 generó una señal que no se vio posteriormente materializada, puesto que el siguiente periodo de recesión se inició en diciembre de 1969. Idéntica señal también se generó en septiembre de 1998 y hasta marzo 2001 no dio comienzo una recesión.

Para poder valorar el riesgo y la verosimilitud de recesión es necesario observar la coincidencia temporal de dos señales. Junto a una métrica de inversión de la curva, para la cual es preferible utilizar los plazos 10 y 2 años, empleamos un segundo filtro adicional y simultáneo: el diferencial entre el crecimiento interanual del PIB real y el tipo de interés real oficial de la Fed -obtenido como la diferencia entre el nivel del tipo de los fondos federales (2,50%) menos el nivel de inflación medido a través de la métrica Personal Consumption Expenditure Deflator.

Esta doble señal genera una segunda dificultad, que es saber el *timing* de la recesión, puesto que a veces entre ella y el comienzo de la recesión puede haber incluso dos años de desfase. Por esa razón es necesario arbitrar una tercera señal posterior sobre el propio mercado de renta variable como técnica de market timing, y para ello se utiliza la serie temporal mensual del índice S&P 500 aplicando sobre la misma un método de suavizado que funcione como indicador de seguimiento de tendencia. Se basa en la volatilidad del propio precio (Wilder, 1978) y nuestra pretensión es que sea capaz de discernir en-

tre el ruido que genera la propia serie de lo que supone un verdadero punto de giro, el cual mantiene la señal de compra desde el precio de cierre del 30 de junio 2009 (919,32 puntos).

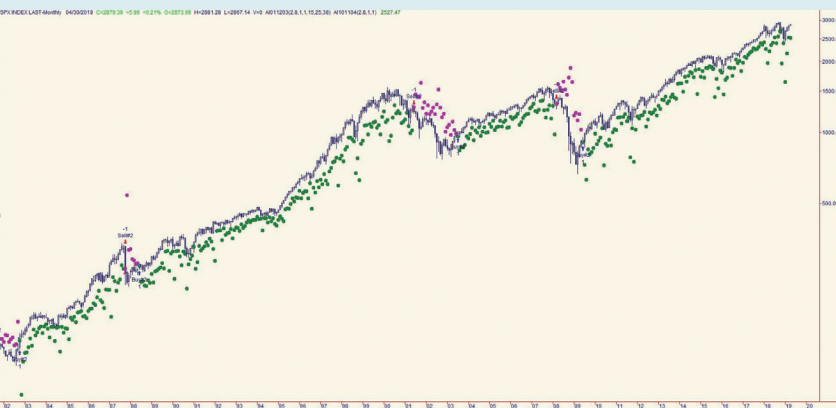
En definitiva, a fecha de hoy no se dan las condiciones necesarias y suficientes para poder inferir que se ha activado el riesgo de recesión en EEUU y será necesario esperar a que se generen las dos señales anteriormente expuestas de manera simultánea para poder advertir de dicho riesgo, y a una tercera señal posterior obtenida mediante la técnica de market timing practicada sobre el índice S&P 500 para poder determinar en qué momento dicha recesión tiene su traslación al mercado.

También es relevante subrayar que, aun cuando pudiera llegar a haber recesión, es necesario que sea de la suficiente gravedad y profundidad como para generar una señal de venta sobre el índice S&P 500. Recordar también que las recesiones suaves iniciadas en enero 1980 y julio 1990 no llegaron a generar venta sobre el índice S&P 500, lo que supone una ventaja adicional la aplicación de esta técnica de alisado, señal que, en el supuesto de generarse, nos servirá para deshacer la cartera de contado o bien cubrirla mediante instrumentos derivados, señalando además el nivel de precio y tiempo de salida de la cobertura donde además podremos reentrar largos en contado. ■



## Ramón Bermejo Climent

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





# Cómo la diversificación reduce el riesgo de las carteras

**A** pesar del repunte en los mercados de valores este año, creemos que existen mayores riesgos para el crecimiento. El motor de la Eurozona está balbuceando, con el Brexit en una fase de crisis. Y aunque China está añadiendo estímulos fiscales y monetarios específicos, ello se produce en el contexto de una economía en transición hacia un crecimiento más lento.

Es por eso que pensamos que los inversores deberían tratar de moderar su exposición al riesgo. La mayoría de los mercados desarrollados están sufriendo un debilitamiento demográfico, han de hacer frente a una elevada deuda y a un creciente proteccionismo. Las acciones parecen estar sobrevaluadas en relación con sus perspectivas de beneficios, mientras que el rendimiento de los bonos de los mercados desarrollados sigue siendo bajo y ofrece escasa protección en caso de que la inflación se recupere y desencadene una aceleración de las subidas de los tipos.

## Riesgo y rentabilidad

La diversificación es una buena manera de moderar los riesgos sin sacrificar necesariamente

la rentabilidad. Los fondos multiactivo permiten a los inversores diversificarse al tiempo que mantienen todos los activos cartera. Muchos fondos afirman estar diversificados. Pero mire con atención y encontrará que la mayoría de las ofertas son sólo una combinación básica de acciones, bonos y efectivo. Esto podría dejar a los inversores muy expuestos en un mundo en el que los rendimientos esperados de la renta variable y de los bonos son más bajos y tal vez estén más estrechamente correlacionados.

Creemos que el mejor punto de partida es una genuina diversificación. El valor real de la inversión en múltiples activos es poder combinar una amplia gama de clases de activo con atractivas perspectivas de rentabilidad, pero con diferentes motores de rentabilidad, con el fin de lograr rendimientos consistentes y reducir el riesgo de caídas. Por supuesto, identificar qué activos ofrecen un buen potencial a largo plazo a niveles aceptables de riesgo requiere experiencia, buen juicio y amplios recursos.

Consideramos que los inversores deberían elegir a un gestor capaz de hacer un uso más



amplio de las clases de activos para cumplir sus objetivos de inversión y resistir los choques externos. En nuestra opinión, esto significa invertir en mercados desarrollados y emergentes, en renta fija tradicional y de mayor rendimiento y en una amplia gama de inversiones alternativas.

Entre las clases de activos líquidos de mayor tamaño, estamos a favor de los bonos emergentes en moneda local debido a los rendimientos nominales y reales relativamente altos que se ofrecen. Las valoraciones de las divisas son bajas y los fundamentales subyacentes son sólidos, dadas las buenas perspectivas de crecimiento a medio plazo de las economías emergentes. Esta clase de activos tiene el potencial de generar rentabilidad independientemente de la renta variable, como lo hizo en las caídas de los mercados de acciones en 2008 y 2018.

También señalamos el potencial de los activos alternativos con una correlación limitada con el ciclo económico. Lo que impulsa sus ingresos es diferente de lo que impulsa a las acciones y bonos tradicionales, lo que les permite proporcionar un flujo de ingresos recurrentes que no debería verse afectado en gran medida por las turbulencias del mercado.

Históricamente, estos activos alternativos no han sido líquidos, lo que significa que pueden ser difíciles de comprar y vender a corto plazo. Sin embargo, en la última década se han vuelto de más fácil acceso a través de sociedades de inversión cotizadas que son negociables. Se trata de empresas dirigidas por un consejo de administración que responde ante los accionistas. La empresa emite acciones e invierte los ingresos en activos alternativos que posee en un fondo.

**» La diversificación es una buena manera de moderar los riesgos sin sacrificar necesariamente la rentabilidad**

Esto les da una estructura de capital semipermanente que les permite invertir en activos alternativos que de otra manera serían inaccesibles en un vehículo regulado. Estas sociedades de inversión han abierto un nuevo universo de oportunidades para los inversores no profesionales que desean una verdadera diversificación sin iliquidez. Esto incluye clases


de activo tales como infraestructura renovable, infraestructura social, propiedades, arrendamiento de aeronaves, financiación de litigios y royalties sanitarios.

Por lo tanto, sugerimos a los inversores que diversifiquen sus inversiones para que sus carteras sean más capaces de sobrellevar la volatilidad. Después de todo, eso es algo de lo que esperamos ver más a medida que miramos hacia el futuro. ■



**Mike Brooks**

*Responsable de multiactivo  
diversificado de Aberdeen  
Standard Investments*



# Sólidos resultados de los factores en multiactivos a lo largo de más de dos siglos

**P**ara considerarse relevante, primero y principal, un factor debe contar con el respaldo de amplias evidencias empíricas. En ausencia de ellas, los estudios académicos sobre las primas de factores multiactivos podrían adolecer de lo que se conoce como “*p-hacking*” (o “*data mining*”). Un reciente estudio realizado por Robeco ha empleado nuevos datos financieros históricos, nunca antes utilizados, cuyos resultados disipan cualquier duda sobre la existencia de “*p-hacking*”.

Al evaluar las evidencias relacionadas con factores potencialmente interesantes, resulta de máxima importancia para los investigadores tener en cuenta la posibilidad de que exista “*p-hacking*”. El término *p-hacking* se utiliza para describir las situaciones en las que los investigadores analizan miles de estrategias de inversión distintas, pero únicamente publican resultados sobre las que mejores resultados históricos presentan. El descubrimiento de nuevas series de datos financieros históricos resulta importante a la hora de disipar las inquietudes sobre la existencia de *p-hacking* en

un análisis. La búsqueda de estas evidencias históricas sobre las primas de los factores es lo que ha llevado al equipo de Quantitative Investing de Robeco a analizar un conjunto de datos sobre mercados financieros internacionales, procedentes de múltiples fuentes históricas. Estas se remontan a dos siglos de antigüedad y se refieren a diversas clases de activos.

El equipo de Quantitative Investing de Robeco se ha centrado en el análisis de seis grandes primas de factores en los índices de renta variable, deuda pública, divisas y materias primas, empleando datos que se remontan hasta el año 1800. La amplitud de la muestra les ha permitido realizar pruebas de refutación de ciertos factores, con el fin de verificar si los resultados obtenidos anteriormente eran, sencillamente, fruto del *p-hacking*. Puesto que los datos se refieren a un periodo de tiempo tan dilatado, comprenden todo tipo de fases del ciclo y circunstancias económicas, lo que permite estudiar la sensibilidad de las primas de factores a las distintas condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros.

## Factores persistentes

Los autores consideran significativos, persistentes y sólidas las primas de *momentum*, *value*, factor estacional y *carry* en cuatro categorías de activos. Documentan la presencia del efecto del factor de bajo riesgo en los mercados de renta variable, pero no así en otros, lo que se ajusta a las justificaciones que más a menudo se aducen para la existencia de este efecto. Vieron también que, las primas de *momentum*, *value*, factor estacional y *carry* por lo general suelen funcionar bien juntas en un contexto de diversificación de carteras. Los autores demuestran que la tendencia de las series temporales y el *momentum* transversal son, en esencia, dos factores similares. Asimismo, sostienen que las estrategias de factores multiactivos dan origen a ratios de Sharpe estadísticamente muy significativas, en el rango de 0,5-1,2, y generan rentabilidades positivas en casi todos los decenios desde el año 1800.

Las primas de factores se mantienen sólidas en las distintas fases del ciclo económico, sean mercados alcistas o bajistas, recesiones o expansiones, y periodos de crisis o de crecimiento y prosperidad. Han investigado también el riesgo de desplome como posible explicación para estas primas de factores, pero no han hallado casi ninguna evidencia que lo respalde.

## El Factor Investing multiactivos

En su resumen ejecutivo del estudio, el equipo de Quantitative Investing de Robeco afirma, "analizamos 24 primas de factores globales en las principales clases de activos a través de la replicación y la evidencia de la nueva muestra que abarca más de 200 años de datos." Y afirman que "las primas de factores globales no están impulsadas por riesgos de mercado a la baja, o macroeconómicos. Estos resultados revelan fuertes primas de factores globales que presentan un desafío para las teorías de fijación de precios de activos".

En resumen, los autores presentan evidencias empíricas convincentes de que las primas de la mayoría de factores se hallan presentes en

cada una de las principales categorías de activos, son económicamente robustas y son persistentes en el tiempo. Resulta muy improbable que sean resultado del "*data mining*", lo que refuerza la idea de que se mantendrán en el futuro. ■



**Pim van Vliet,  
Guido Baltussen y  
Laurens Swinkels**

Robeco Asset Management -  
Quantitative Investing team

» Las primas de la mayoría de factores se hallan presentes en cada una de las principales categorías de activos, son económicamente robustas y son persistentes en el tiempo





# Cuatro factores positivos que apoyan la inversión a largo plazo en bonos corporativos

**E**l primer trimestre de este año ha sido favorable para los mercados europeos de crédito con grado de inversión. El principal impulsor de este movimiento sigue siendo la política de la Reserva Federal (FED) de EEUU, esta vez gracias a que están a punto de acabar con la reducción de su balance. Nosotros ya habíamos avanzado esta posibilidad desde mediados de 2018 y creemos que se trata de una noticia importante para los mercados de *spreads* de crédito. Además, pensamos que existen otros factores que indican que la inversión en bonos corporativos es atractiva:

1. **El giro de 180 grados en la política monetaria de la Reserva Federal**, que en los últimos meses ha pasado de manejar con decisión el camino de su política de normalización monetaria a revertirla. Creemos que la FED podría insinuar una vez más la flexibilidad de sus políticas, lo que se traducirá en una expansión de su balance hacia finales de este año. De hecho, esperamos que la institución monetaria aumente sus compras de bonos del tesoro en 2019.
2. **Guerra comercial**: Ni China ni EEUU van a permitir que estalle la guerra comercial, todo lo contrario. Ninguno de los dos países está interesado en un conflicto de esta magnitud, especialmente Donald Trump, que busca la reelección en su cargo el próximo año. Por eso esperamos ser testigos de un alivio de las tensiones entre EEUU y China relativamente pronto. Debería producirse un acuerdo a corto plazo que incluya compromisos por parte de China para comprar bienes adicionales a EEUU, y potencialmente aumentar el acceso de China a las empresas estadounidenses. La imposición de aranceles adicionales dejaría de figurar en el orden del día y un compromiso a gran escala de comprar más exportaciones estadounidenses tendría sin duda un efecto indirecto positivo en otros lugares, incluida Europa. De ahí se deriva nuestro optimismo de que las economías de mercado emergentes podrían ver la aparición de brotes verdes a partir del segundo semestre del año, algo que estimularía de nuevo las exportaciones europeas.
3. **Riesgo de recesión**: No creemos que el riesgo de una recesión económica se materialice este año ni en Estados Unidos ni en Europa, sino que prevemos un crecimiento moderado. De hecho, esperamos que una solución al conflicto comercial entre EEUU y China estimule la economía mundial, incluida la europea.
4. **Bancos Centrales**: Los precios de muchos activos siguen siendo atractivos gracias al aumento del exceso de liquidez en los mercados que van a provocar tanto el TLTRO III del BCE como las políticas menos restrictivas de la FED.

Si recuerdan, el exceso de liquidez también recibió un impulso de la última ampliación de ECB TLTRO III por parte del Sr. Draghi, y ahora se está fortaleciendo aún más. A modo de recordatorio, el sistema bancario europeo genera unos 250.000 millones de euros de nuevos depósitos cada año y estos no tendrán que utilizarse para sustituir la antigua operación TLTRO que se puso a disposición de los bancos. En este último caso, en 2021 vencerán 750.000 millones de fondos pero ahora han sido sustituidos por la nueva operación. Teniendo en cuenta que tenemos unos tres años completos al menos antes de que la nueva operación venza en 2023, durante los cuales el sistema bancario europeo recogerá nuevos depósitos, esto significa que el sistema europeo se beneficiará ahora de un exceso de liquidez de 750.000 millones de euros (tres años por 250.000 millones de nuevos depósitos). Además, la Reserva Federal anunció el final del programa de reducción de su balance como esperábamos. A partir de mayo, reducirían los límites de 30.000 a 15.000 millones de dólares estadounidenses, lo que significa que comprarían 15.000 millones más de bonos del Tesoro al mes a partir de finales de mayo. Esto aumentará la liquidez en dólares estadounidenses y contribuirá a un mayor exceso de liquidez.

Al final, lo que realmente importa a los inversores de crédito es que la expansión económica sea sostenida, aunque sea a un ritmo algo más moderado. Esta es nuestra opinión para el año y esperamos que los diferenciales de crédito se reduzcan aún más en este contexto. El *momentum* podría continuar y lo que más importa son las condiciones de relajación de la Reserva Federal, que deberían proporcionar un renovado apetito por los bonos corporativos.

» Al final, lo que realmente importa a los inversores de crédito es que la expansión económica sea sostenida, aunque sea a un ritmo algo más moderado

Tradicionalmente, el sector de *mid yield* ofrece buenas oportunidades y seguimos sobreponderando con cautela los híbridos corporativos de forma selectiva, títulos subordinados de aseguradoras, AT1s, emisiones Tier 1 y Tier 2 de estilo antiguo. Hemos hecho hincapié en el tema de los brotes verdes que resurgen en la economía mundial a partir de la segunda mitad a través de economías de mercado emergentes. Esto debería ser bueno

para las materias primas, por lo que decidimos aumentar nuestra exposición a las industrias básicas, la energía y los bienes de capital. También nos gustan nuestras inversiones en emisiones de bonos subordinados de instituciones financieras, ya que consideramos que los bancos europeos están bien capitalizados. ■

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



**Mondher  
Bettaieb-Loriot**

Director de crédito de Vontobel AM



# Ranking de fondos

**M**arzo ha sido, en general, positivo para las bolsas. Los principales mercados europeos y americanos cerraron con rendimientos positivos, pero más moderados que los dos meses anteriores. El Ibex cierra el mes con caídas del -0,36%. En términos acumulados, el Ibex, el Dax y el FTSE 100 reportan rentabilidades de +8%, cuando otros índices europeos y americanos atesoran rentabilidades de doble dígito. En los mercados de renta fija, la TIR del bono alemán a 10 años cayó hasta el -0,05% desde el 0,16% febrero. La rentabilidad del bono español a 10 años se redujo hasta el 1,08% (vs 1,26% en febrero), y la prima de riesgo aumentó (115 pbs vs 100 pbs en febrero). El euro cerró en 1,12 (una depreciación del euro del 1,6% con respecto a febrero).

¿Quién lo diría, sobre todo al haber terminado 2018 con un sentimiento tan negativo y una aversión al riesgo alta?

Quizás fueron los Bancos Centrales los que han ayudado en este sentido, ya que la Fed mantuvo los tipos de interés en el intervalo de 2,25-2,5%

y descartó subidas en lo que resta del año, mientras el BCE aplaza las alzas de tipos para finales de 2019. También pudo ser el acercamiento en las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China, pero no así el Brexit, que siguió dando páginas de lectura e impactando a la libra.

Bajo este contexto, los fondos registraron en marzo de 2019 una rentabilidad del 0,17% (acumulada del 3,43%). Todas las categorías cierran el mes en positivo, excepto la renta variable nacional e internacional, con un comportamiento ligeramente negativo, pero que

## RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN POR CATEGORÍAS

Categoría de inversión	Rentabilidad Marzo 2019	Acumulado 2019
Monetarios	0,00%	0,04%
Renta fija	0,18%	0,73%
Renta fija mixta	0,41%	2,55%
R. Variable mixta	0,58%	5,03%
R. Var. Nacional	-2,34%	5,68%
R. Var. Internacional	-0,41%	9,89%
Garantizados	0,57%	1,37%
Retorno absoluto	0,30%	2,14%
Gestión pasiva	0,29%	2,89%
Globales	0,19%	3,95%
<b>Total Fondos Inversión</b>	<b>0,17%</b>	<b>3,43%</b>

FUENTE: INVERCO.



en términos trimestrales acumulan las mayores rentabilidades positivas (10% para la renta variable internacional y casi el 6% para la renta variable nacional).

En cuanto a volumen de activos, los fondos cierran el mes (de acuerdo a datos provisionales de Inverco) con un incremento de 771 millones de euros (0,3% superior a febrero y 3% más que al cierre de 2018), situándose en 265.262 millones de euros. Dicho crecimiento es debido en mayor medida al buen comportamiento del mercado y en menor medida (164 millones de euros - 21%) a suscripciones netas, con lo que ya sería el segundo mes consecutivo de suscripciones netas.

La renta fija es la que lideró el crecimiento del volumen de activos, con 927 millones de euros más en marzo, basado principalmente en el importante volumen de suscripciones netas (779 millones) experimentado tanto en la Renta Fija Largo Plazo como la de Corto Plazo, acumulando un incremento de 1.438 millones en el primer trimestre. Le siguen los Garantizados, con 271 millones de euros de crecimiento patrimonial en marzo (462 millones en los tres primeros meses del año), y con suscripciones netas de 143 millones de euros.

La evolución del patrimonio de los Fondos Globales volvió a crecer en marzo en 137 millones de euros (y tan sólo 24 millones de suscripcio-

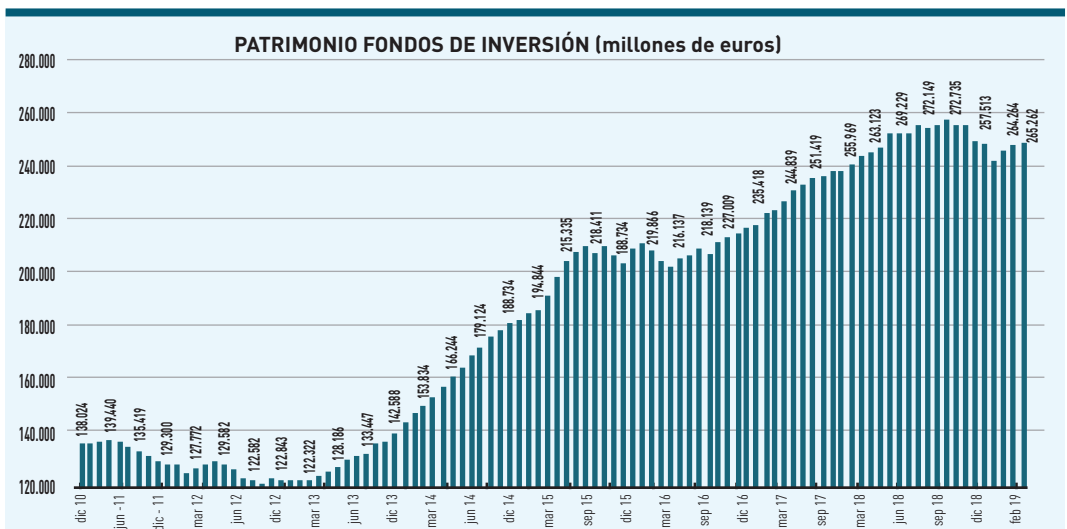
nes netas), liderando el crecimiento del volumen de activos en el año con 1.800 millones de euros más que en diciembre de 2018.

La evolución del patrimonio de los Fondos Mixtos también fue positiva en el periodo, no así las suscripciones. Los Mixtos de Renta Variable, su patrimonio creció en 122 millones de euros (pero tuvieron reembolsos por 40 millones), mientras que para los Mixtos de Renta Fija el patrimonio creció en 199 millones de euros y tuvieron suscripciones netas de 7 millones. En conjunto acumulan reembolsos en el año por 339 millones y un crecimiento de 1.847 millones de euros en su patrimonio.

Los fondos monetarios incrementaron su volumen de activos en el mes en 49 millones de euros. Este aumento viene explicado casi en su totalidad por las entradas netas registradas en el periodo. En el primer trimestre acumulan un crecimiento de 979 millones de euros.

La categoría de Retorno absoluto es la de mayores salidas mensuales y la segunda en el trimestre, detrás de la Renta Variable Internacional. Los fondos de Gestión Pasiva, aún cuando registraron reembolsos en el mes, en el año siguen acumulando entradas netas por 177 millones. No así la Renta Variable Nacional que tiene reembolsos en el mes y en el trimestre acumula también salidas. ■

**Por Consuelo Blanco.**



ÓSCAR DEL DIEGO | Gestor de Ibercaja Petroquímico

# “Buscamos compañías que podamos tener los próximos 10 años sin preocuparnos por su evolución diaria”

Hablamos con el gestor del fondo Ibercaja Petroquímico, un producto de renta variable que trata de ir sumando rentabilidad día a día para aportar valor a lo largo del ciclo. **Por Silvia Morcillo y Raquel Jiménez.**

- Gestora: Ibercaja Gestión
- Presidente: Francisco Serrano Gill de Albornoz
- Año de fundación: 1988
- Patrimonio: 12.816 mill. euros
- Número de fondos registrados: 58 fondos y 11 sicavs



## ¿De qué depende que siga subiendo el precio del crudo? ¿Cuál es su estimación?

El principal riesgo para el precio del crudo a corto plazo es que Rusia ceda a las presiones internas y decida aumentar su producción hasta niveles previos a su acuerdo actual con Arabia Saudí. A medio plazo, el riesgo está en que una desaceleración económica global afecte a la demanda, que en 2018 se mantuvo en muy buena forma. Los precios deberían situarse entre los 60 y 70 dólares, donde se incentivan nuevos proyectos de producción de petróleo. No obstante, al ser un sector de oferta relativamente rígida, es muy difícil predecir los movimientos a corto plazo.

## Hay quien ve señales de recalentamiento en este mercado. ¿Cuál es su opinión?

El mercado, tras lo sucedido en el último trimestre de 2018, ha vuelto a la posición inicial. El mercado no está sobrecomprado por el momento, muchos inversores no han participado de la subida.

## ¿Cuál es el mayor riesgo al que, a su juicio, se enfrentan los mercados?

El riesgo siempre está en una desaceleración del crecimiento económico. La demanda se resiente y, al final, el flujo de caja también. En los mercados actuales hay que estar además atentos a los

efectos mariposa, movimientos que empiezan con alguna excusa y que con tantos actores “automáticos” se aceleran de manera vertiginosa. Los preparativos de la cartera para estos momentos hay que hacerlos antes, cuando el mercado está complaciente, para poder aprovecharlos en nuestro beneficio y no al revés.

## ¿Cuál es el que más puede impactar en la cartera de Ibercaja Petroquímico?

Ibercaja Petroquímico es un fondo sectorial que siempre intenta mantener un perfil defensivo, en el sentido de apostar por los subsectores con más margen de seguridad ante los movimientos imprevistos del mercado. Por supuesto, no es inmune a las caídas de los mercados, pero también aumentamos o disminuimos nuestra liquidez en función de nuestras perspectivas. Su exposición a empresas químicas le da un poco más de ciclicidad, pero buscamos compañías con poder de fijación de precios que puedan aguantar mejor una ralentización económica.

## ¿Cuál es el nivel de liquidez que tienen actualmente?

Un 10%. El fondo está creciendo en tamaño y estamos esperando un momento en el que el mercado esté más nervioso para reducir esta liquidez.



### **¿Aprovecharon las caídas de finales de 2018 para entrar?**

Siempre hacemos una gestión activa de los movimientos de mercado. Aprovechamos para aumentar en las compañías más castigadas, sobre todo en alguna química más cíclica.

### **¿Qué buscan de un valor para tenerlo en cartera?**

Buscamos tener una base de compañías que podamos tener para los próximos 10 años sin tener que preocuparnos día a día por su evolución. Adicionalmente, podemos tener posiciones más tácticas en compañías a las que el mercado ha penalizado en exceso. Finalmente, jugamos con los pesos para aprovechar los movimientos relativos de los precios de las acciones.

### **¿Qué importancia le dan a la sostenibilidad a la hora de seleccionar compañías?**

El sector petrolero no es el mejor lugar para empezar a encontrar empresas que tengan buen rating ESG, principalmente por la E. Sin embargo, las compañías integradas tienen importantes presupuestos de inversión para prepararse para la transición energética hacia fuentes renovables. A los factores S y G siempre les prestamos mucha importancia, ya que nos gustan compañías en las que podamos estar invertidos durante muchos años y para eso es importante que tengan unas estructuras robustas desde el pun-

to de vista social y de gobernanza. Finalmente, también incorporamos en el fondo inversiones que tratan de beneficiarse directamente de la transición energética.

### **¿Cómo gestionan el riesgo divisa?**

El riesgo divisa hay que verlo como un riesgo más dentro de una cartera diversificada. Muchas de las compañías que tenemos en cartera son grandes multinacionales con negocios en todo el mundo con lo que cubrir la moneda en la que cotizan es un poco quedarse en la primera capa del análisis. Eso no quiere decir que no tengamos una visión de hacia dónde van a ir las divisas y que evitemos (o apostemos) por modelos de negocio que se vean perjudicados (o beneficiados) por esos movimientos que esperamos; tampoco quiere decir que no podamos cubrir partes de la cartera de forma táctica si creemos que algún movimiento es inminente o preferimos reducir la volatilidad en un momento dado.

### **¿Qué exposición tienen en emergentes?**

Actualmente baja, tenemos una pequeña exposición en Petrobras y Gazprom. Por el análisis financiero probablemente tendríamos más, pero el aspecto de gobernanza es el que hace que nuestra posición sea muy baja. Las injerencias políticas son muy altas en este sector en los mercados emergentes. ■

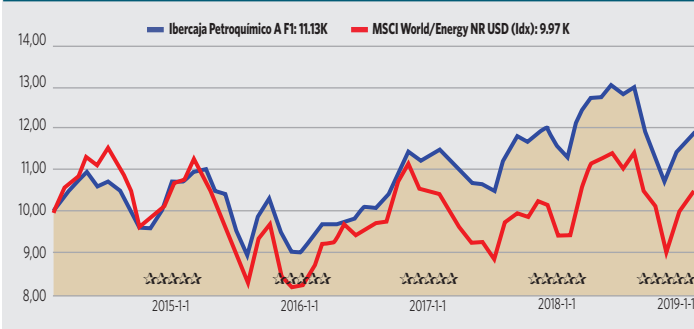


# Ibercaja Petroquímico



Manuel Barangó Boffill  
manuel@barange.org

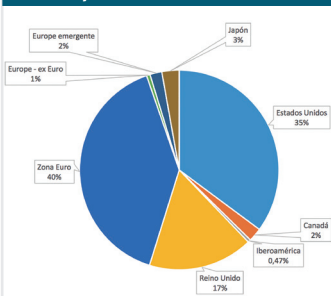
## Cómo se ha comportado este fondo



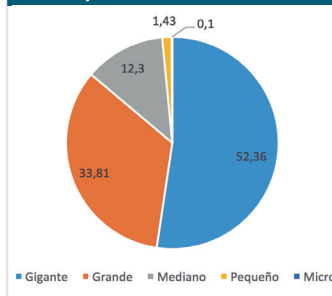
## Principales posiciones

Total SA	9,11%	Basf SE	4,27%
Royal Dutch Shell PLC Class A	5,6%	DowDuPont Inc	3,89%
Repsol SA	5,09%	Exxon Mobil Corp	3,51%
Valero Energy Corp	4,72%	Bayer AG	3,32%
BP PLC	4,71%	Chevron Corp	3,28%

## Composición de la cartera



## Capitalización Bursátil



De entre todos los fondos nacionales e internacionales registrados en España que invierten en el sector energía destaca con la máxima calificación (5 estrellas Morningstar) el fondo Ibercaja Petroquímico. Se trata de un producto que gestiona 64 millones de euros gestionado por Ibercaja Gestión. Fue lanzado en abril de 2000 y está gestionado por Óscar del Diego Ezeza desde hace más de una década. La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice MSCI World Energy (35%), más la del MSCI Europe Energy (30%), la del MSCI World Chemicals (30%) y un 5% del Simultánea mes Zona Euro. Invierte al menos un 75% en renta variable emitida por empresas cuyo objeto social es la explotación, producción, refinado y distribución de petróleo, gas y sus derivados. El fondo destina parte de su exposición en empresas del sector químico incluyendo empresas petroquímicas, agroquímicas, químicas especializadas y de gases industriales. Las inversiones pueden realizarse tanto en emisores y mercados pertenecientes como no a la OCDE, sin descartar la inversión en emisores y mercados emergentes. La inversión mayoritaria es en compañías de alta capitalización aunque puede invertir también en compañías medianas y pequeñas. El resto de la cartera se invierte en renta fija, de emisores tanto públicos como privados pertenecientes a la OCDE con reconocida solvencia y liquidez (incluyendo depósitos a la vista e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos) de al menos mediana calidad crediticia (rating mínimo BBB- por S&P o equivalente). Sin perjuicio de lo anterior, las mencionadas referencias al rating de las emisiones se entienden sustituidas por el rating del Reino de España en cada momento, si fuera inferior. La duración media de la cartera de renta fija es inferior a 18 meses y la exposición a riesgo divisa varía entre el 0% y el 100%. En 2019 acumula una rentabilidad del 12% y sus principales inversiones se materializan en Total, Royal Dutch Shell, Repsol, Valero Energy y BP. ■

# 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



Tel.: 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)





# Inversión con criterios sostenibles: Mi cambio de visión

**L**os gestores de fondos generalmente tenemos como misión principal generar las mayores rentabilidades ajustadas al riesgo que podamos conseguir para nuestros clientes, por lo que muchos se preguntan cómo compatibilizarla con los principios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG), al existir argumentos para sugerir que haciéndolo se realizan algunas concesiones.

En primer lugar, si se aplican exclusiones sobre la base de factores ASG, lógicamente se reduce la diversificación potencial de un fondo. En segundo lugar, si solo se invierte en las empresas más cumplidoras y limpias que se pueden encontrar, es seguro que se terminarán pagando precios más elevados que implican unas menores rentabilidades previstas a largo plazo. Sin embargo, en la práctica estos dos argumentos no suponen impedimentos reales para el gestor de un fondo que presta atención a factores ASG, sobre todo cuando hablamos de carteras internacionales diversificadas. Normalmente, cuando los clientes definen nombres o áreas de exclusión específicos, la "lista negra" resultante solo

constituye una pequeña parte del universo de inversión, por lo que no existe un efecto real en el grado de diversificación de la cartera. En cuanto al segundo punto, podría ser cierto que existen algunos grandes paradigmas de la inversión ASG que cotizan a precios muy elevados, pero son en su mayoría empresas que se ocupan de una "temática" verde que algunos inversores ven como una forma de aprovechar un elevado potencial de crecimiento a largo plazo. Es necesario examinar estas empresas caso por caso, ya que no todas serán buenas inversiones.

Así, podríamos hablar por ejemplo de una empresa de energías renovables china que comenzó a cotizar en la Bolsa de Hong Kong en 2011. Su valoración era elevada, pero prometía mucho crecimiento y en su día ilusionó a algunos observadores ASG. La empresa ofreció el crecimiento prometido en los ingresos, pero a un coste tremendo en forma de deuda en el balance. Las acciones perdieron más de la mitad de su valor durante el primer año de cotización y todavía no han recuperado su precio de salida. Este es solo un ejemplo que ilustra claramente que un enfoque de inversión que se



centra únicamente en criterios ASG y excluye consideraciones de inversión tradicionales es arriesgado en el mejor de los casos e irresponsable en el peor.

¿Dónde nos deja esto entonces? ¿Estamos olvidando deliberadamente unos principios de inversión valiosos cuando adoptamos consideraciones ASG? La respuesta es no, y creo que las ideas en torno al riesgo y la rentabilidad ya expuestas encuentran contraargumentos más poderosos en el terreno ASG. El número de inversores que desea utilizar su capital de forma responsable sigue aumentando. Conforme se va desarrollando este proceso, las empresas "buenas" por factores ASG conseguirán de forma natural un coste del capital más bajo que las empresas "malas", y este flujo constante hacia las mejores empresas también debería contribuir a sus rentabilidades. En el plano de los riesgos, resulta evidente que las empresas cumplidoras tienen menos probabilidades de verse penalizadas por las políticas de las autoridades y por socios comerciales que quieren asegurarse de que se respetan las normas más estrictas en sus cadenas de suministro.

Estos argumentos bastan para que cada vez esté más dispuesto a adoptar los criterios ASG en el fondo internacional que gestiono. Pienso además que reviste suma importancia adherirse a las prácticas ASG como declaración de principios básica, es decir, no como medio para conseguir unos objetivos de inversión particulares, sino de forma separada y paralela a ellos. Incluso si los gobiernos que deberían representar los intereses colectivos no lo hacen, como inversores empresariales encargados de

tutelar grandes cantidades de activos de clientes y también de determinar colectivamente el coste del capital de las empresas en todo el mundo, debemos mantener las normas más estrictas posibles. También tenemos que mejorar nuestras interacciones con las empresas para compartir estas perspectivas con ellas.

Por eso, ha llegado la hora de cambiar nuestra visión sobre la inversión ASG. No es solo lo más inteligente que se puede hacer o lo apropiado. Para nuestros clientes y como empresa responsable, con independencia de la dirección en la que se mueve el péndulo político, nuestra obligación es prestar mayor atención a las consideraciones ASG y tenerlas siempre presentes. Es hora de cambiar nuestra perspectiva. ■

» Es de suma importancia adherirse a las prácticas ASG como declaración de principios básica, es decir, no como medio para conseguir unos objetivos de inversión particulares, sino de forma separada y paralela a ellos



**Jeremy Podger**

Gestor del fondo FF World Fund,  
Fidelity International

# El desafío de incorporar criterios ESG en una cartera multiactivo

Fur	\$280.00	\$3
Gateen	\$181.00	\$1
Silk	\$188.00	\$1
Oil	\$794.00	\$1
Gas	\$59	
Electric power	\$599	
Gold		A
		B
Silver		Alum
Copper		Chre

**E**n un momento en el que los criterios de sostenibilidad cobran fuerza a la hora de tomar decisiones de inversión, analizamos los desafíos que nos encontramos al crear una cartera multiactivo 100% sostenible. Y es que si ya existen dificultades a la hora de construir una cartera de inversión que cumpla determinados criterios de sostenibilidad, la tarea se vuelve todavía más compleja cuando se trata de una cartera multiactivo.

El primer reto a la hora de construir una cartera sostenible es decidir qué enfoque vamos a adoptar. En concreto, en Schroders hemos definido tres niveles de implementación diferentes que se pueden utilizar a la hora de abordar la sostenibilidad. Existe la opción del screening o cribado, donde se aplica un filtro de exclusión. En un segundo nivel, los criterios ESG se integran dentro del análisis de cada uno de los componentes de las carteras. Finalmente, también existe la posibilidad de que la sostenibilidad sea la piedra angular del proceso de inversión.

Cada uno de estos enfoques tiene ventajas y desventajas y está en manos de cada gestor el decidir qué enfoque adoptar. Esta decisión depende de varios factores entre los que destacan: sus creencias sobre la importancia de invertir de manera sostenible; la disponibilidad de activos de inversión gestionados mediante un enfoque ESG;

la habilidad de los gestores de combinar factores ESG en sus procesos; el marco de tiempo durante el cual se evaluará una estrategia de inversión y el coste de implementar una estrategia ESG.

Y es precisamente en este último punto en el que es importante detenernos. Cualquier gestor que considere que la ESG es un componente importante de su cartera, debería incluir un presupuesto dedicado en exclusiva a la sostenibilidad. Hablamos de algo parecido a los presupuesto de riesgo y buen gobierno para definir y aplicar los criterios de sostenibilidad con miras a obtener mejores rentabilidades ajustadas al riesgo a largo plazo. Una vez decidido el tamaño del presupuesto, será clave tener en cuenta dos cuestiones que, a su vez, están interconectadas. Por un lado, la medida en la que el presupuesto de sostenibilidad afecta a los presupuestos de riesgo y gobernanza ya que, por ejemplo, se necesitará más tiempo y recursos para gestionar los activos de una manera sostenible. Además, limitar la oportunidad de inversión (sea cual sea el motivo, incluso cuando se limita por cuestiones de sostenibilidad) puede comprometer el grado de diversificación de la cartera. Por tanto se puede exponer la cartera más de lo deseado a riesgos a corto plazo como, por ejemplo, un cambio regulatorio en un sector determinado. Sin embargo, si el horizonte de inversión es suficientemente amplio, este tipo de riesgos son menos importantes. De hecho, en Schroders creemos que la inversión sostenible no está reñida con



la rentabilidad (sino todo lo contrario), pero es de esperar que los beneficios de este tipo de inversión sean más visibles en el largo plazo. Finalmente, otro aspecto que el gestor deberá tener en cuenta es cómo se implementa el presupuesto: si considera que es mejor hacerlo desde un enfoque bottom up mediante la selección de valores individuales concretos, o si considera que es más apropiado hacerlo a nivel de asignación de activos.

A la hora de aplicar estos criterios -independientemente del nivel de compromiso ESG que busque el inversor-, creemos que la gestión activa es mucho más efectiva que

la pasiva ya que permite evaluar de manera más precisa la capacidad de las empresas para adaptarse a los desafíos que presenta la sostenibilidad.

» Cualquier gestor que considere que la ESG es un componente importante de su cartera, debería incluir un presupuesto dedicado en exclusiva a la sostenibilidad

En definitiva, creemos que los inversores deben considerar la aplicación de criterios sostenibles teniendo en cuenta el conjunto de activos que poseen, en vez de analizar individualmente cada uno de los componentes de

su cartera. Además, pensamos que es necesario contar con un presupuesto de sostenibilidad aplicable al conjunto de la cartera que pueda convivir con el resto de presupuestos. Sabemos que no es tarea fácil, de hecho, somos conscientes que adoptar este enfoque llevará tiempo y generará mucho debate pero, en nuestra opinión, los beneficios de abordar esta cuestión de manera integral en cualquier cartera que comprenda diferentes clases de activos y diferentes enfoques merecen la pena. ■



**Jessica Ground**

Responsable global de ESG  
en Schroders



YVES CEELEN | Director de Gestión Institucional de Carteras de DPAM

6 claves para entender el curso de los mercados de renta variable:

“no son tan malos como se temía”

Yves Ceelen, Director de Gestión Institucional de Carteras de Degroof Petercam Asset Management (DPAM), da su visión sobre los mercados de renta variable y el papel clave de la gestión activa en el entorno actual. **Por Redacción.**

---

**1. Después de un buen inicio de año, ¿qué tipo de valoraciones ofrece la renta variable?**

En lo que va de año, la renta variable ha tenido un comportamiento sorprendente gracias a los niveles de sobreventa de finales del año pasado. Sin embargo, las expectativas de beneficios por acción (BPA), se han ido deteriorando cada vez más, dejando este repunte totalmente condicionado a una reevaluación de las valoraciones. Parece que la renta variable ya está deduciendo las repercusiones positivas de la Reserva Federal y China, junto con el flujo de noticias positivas desde el frente comercial que afrontan ambos países. Esto significa que existe margen para las sorpresas negativas si el crecimiento no se reactiva como se esperaba.

**2. En los dos primeros meses del año se produjo un descenso notable y generalizado de las previsiones de beneficios por consenso, ¿espera que esto siga así? ¿Cree que los inversores deberían preocuparse?**

Las expectativas de beneficios al comienzo del año suelen ser demasiado altas. En este 2019, las rebajas de las previsiones de beneficios se produ-



jeron rápidamente y de manera lógica, dado que el consenso de mercado no logró comprender el alcance de la ralentización mundial. Esto fue especialmente claro cuando se compararon el precio de cambio de las materias primas de 2018-2019 con las expectativas de crecimiento de los BPA. Es cierto que las expectativas del segundo semestre de determinados sectores cíclicos siguen siendo bastante ambiciosas y

**“Las expectativas de beneficios al comienzo del año suelen ser demasiado altas. En este 2019, las rebajas de las previsiones de beneficios se produjeron rápidamente y de manera lógica”**

requieren una reactivación del crecimiento mundial. Lo mismo se aplica al 2020.

### **3. ¿Tiene en mente una previsión de rentabilidad para la renta variable en 2019?**

La renta variable ya ha valorado las condiciones favorables para los próximos meses.

Habrà que hacer más en el frente fiscal y monetario para mantener esta recuperación. Es muy posible que el resto del año sea plano o ligeramente descendente.

### **4. ¿Cree que el entorno actual es más favorable a las estrategias de selección al-**

### **pha/stock picking que a las basadas en índices de referencia?**

La gestión activa debería prevalecer en la renta variable europea para evitar las trampas de valor, especialmente en sectores sobredimensionados y excesivamente regulados como el financiero, los servicios públicos y los de telecomunicaciones. Dentro de los bonos corporativos, la gestión activa es especialmente importante para identificar negocios y balances sanos que puedan soportar, tarde o temprano, una inevitable desaceleración del crecimiento.

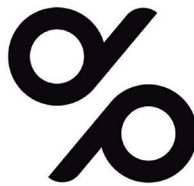
### **5. ¿Qué tipo de acciones/empresas serían la opción correcta en el entorno actual?**

Las compañías de calidad y de capitalización mediana. Dentro de las defensivas, los fundamentales de los productos básicos y de la venta al por menor parecen poco inspiradores.

### **6. ¿Cuál cree que es el mayor riesgo en 2019?**

Un repunte de la inflación en Estados Unidos que lleve a la Reserva Federal a sentirse obligada a endurecer su política monetaria. Esto llevaría a un endurecimiento de las condiciones financieras y el dólar estadounidense podría registrar otra subida. Esto, a su vez, arrastraría el crecimiento global y las clases de activos de riesgo como las acciones y los bonos de baja calificación.■

Degroof Petercam Asset Management (DPAM) es una firma de gestión de activos independiente que forma parte de Degroof Petercam, grupo familiar con sus orígenes en 1871. DPAM es una entidad de gestión activa y sostenible, pionera e innovadora en inversión responsable y sostenible. Destaca su integración de criterios ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) en todas las clases de activos y temáticas. DPAM tiene un fuerte enfoque en el análisis y la investigación, con equipos de analistas fundamen-



# Degroof Petercam

tales y cuantitativos propios, que interactúan entre sí apoyando la gestión de activos. Cuenta con una amplia gama de capacidades de gestión y áreas de especialización en renta variable, renta fija, y activos inmobiliarios cotizados europeos (REITs), así como fondos multiactivos y de inversión sosteni-

ble, con diferentes temáticas y una visión disruptiva.

Actualmente, DPAM gestiona más de 31 mil millones de euros, con más de 135 profesionales de la inversión. Con sede en Bruselas y oficinas de representación en Alemania, España, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Suiza.



# Brexit - El imposible consenso de la clase política británica

**E**l 25 de noviembre de 2018, la Unión Europea (UE) y el Reino Unido (UK) firmaron dos documentos, el Acuerdo de Salida y la Declaración Política. El Acuerdo de Salida resuelve el proyecto de ley del pasado y establece un periodo de transición hasta el 31 de diciembre de 2020, que marca el final del actual ciclo presupuestario de 7 años de la UE. El segundo documento proporciona el marco de trabajo para las futuras negociaciones sobre la relación futura entre UK y la UE, y permite la posibilidad de una extensión única del periodo de negociación (Artículo 50) por un máximo de 2 años.

Estos documentos debían ser ratificados por el Parlamento de UK y luego por el Parlamento Europeo. Sin embargo, el 15 de enero de 2019, el Parlamento de UK rechazó este acuerdo. Desde entonces, las divisiones y luchas internas en el parlamento británico se han multiplicado, reflejando la dificultad para que UK organice su propio destino.

Una única cláusula impide la ratificación del Acuerdo: esta cláusula se refiere al mecanismo de

seguridad conocido como el "backstop", que garantiza que no se restablecerá ninguna frontera física, ni siquiera temporalmente, entre la República de Irlanda e Irlanda del Norte. *Los Brexiteers* temen que este mecanismo pueda volverse permanente y conducir a la reunificación de Irlanda.

## ¿Cuáles son los posibles escenarios?

**Escenario 1**, prevé un periodo de transición, le da al Reino Unido y Europa tiempo para organizar el futuro, sin poner en tela de juicio los principios del mercado único y de la unión aduanera, la salida se llevaría a cabo de manera ordenada. El impacto de este escenario en las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020 sigue siendo limitado. Este escenario parece imposible hoy en día. Sin embargo, los *Brexiteers* (aquellos que desean abandonar la UE), temiendo un nuevo referéndum, todavía podrían decidir ratificar el Acuerdo "revisado" o, más precisamente, podrían aceptar una versión revisada de la Declaración Política, el único documento que la UE está actualmente preparada para modificar.

**Escenario 2**, "hard" o "no-deal" Brexit, significaría que el Reino Unido abandona la Unión Euro-



pea inmediatamente, sin periodo de transición. La legislación de la UE dejaría de aplicarse al Reino Unido, y las relaciones comerciales entre las dos partes cambiarían de un día a otro en el marco legal de la OMC. Este escenario sería económicamente perjudicial, ya que implicaría un aumento inmediato de las tarifas aduaneras y un aumento en los costes indirectos de producción, debido a la desorganización de la cadena de producción, demoras en la entrega, pruebas e inspecciones adicionales de salud y seguridad, y ajustes legales y contractuales. Seguiría una recesión británica y el crecimiento europeo también sufriría un impacto negativo de aproximadamente el 0,5%. Aunque el riesgo de este escenario está disminuyendo (tras la cita del 29 de marzo), no se puede descartar por completo con la nueva fecha límite del 30 de junio de 2019 mencionada por Theresa May.

**Escenario 3**, una extensión del artículo 50, consiste en que UK solicita a la UE posponer la fecha de la salida para evitar una salida desorganizada. La ventaja de este escenario es que evita el caos de UK "saliendo de la UE" sin un acuerdo, pero también extiende las incertidumbres relacionadas, que siempre son perjudiciales para la inversión. La clave aquí es la duración de la extensión: si el aplazamiento de la salida es "corto y limitado", como en el caso del 30 de junio de 2019, el riesgo de un "Brexit sin acuerdo" no desaparecerá. Si el Artículo 50 se extiende hasta el 31/12/2020, que es la solución prevista por la UE, esto reemplazaría el periodo de transición (que UK denomina "fase de implementación") por una extensión de la mem-

bresía plena del Reino Unido en la UE hasta la finalización de las negociaciones sobre la relación futura, y la cuestión del *Backstop* sería irrelevante. Por el contrario, los británicos tendrían que elegir nuevos representantes para el Parlamento Europeo (MEP) a finales de mayo. En términos de impacto económico, este escenario es similar al escenario 1. El escenario 3 sigue siendo nuestro escenario central, aunque en este momento no podemos predecir cuál de las opciones de extensión prevalecerá.

» Una extensión del artículo 50, consistente en que UK solicita a la UE posponer la fecha de la salida para evitar una salida desorganizada sigue siendo nuestro escenario central, aunque en este momento no sabemos la duración de la extensión

Finalmente, el **escenario 4**, la cancelación del Brexit, es actualmente una probabilidad baja: sus posibilidades dependerán de los debates en la Cámara de los Comunes, la evolución de las posiciones de los dos principales partidos políticos frente a la revuelta de algunos de sus parlamentarios... Y, sobre todo, de la opinión pública. ■



**Álvaro de Liniers Peletier**

*Business Development Manager  
Iberia & Latam de Groupama  
Asset Management*



# Por qué invertir en Asia

**U**n inversor inteligente siempre busca las mejores oportunidades de inversión, pero encontrarlas en un mercado tan competitivo no es fácil. Una opción muy sensata es buscar allí donde hay menos competencia (inversores buscando acciones infravaloradas) y más ineficiencias (mercados que valoran las compañías de manera incorrecta con más frecuencia por diferentes razones). Asia sin lugar a dudas cumple con estas dos características.

Ahora bien, el enfoque que los inversores tengan a la hora de abordar dichos mercados creemos que debe ser algo contraintuitivo. Conviene evitar las típicas acciones *value* puras, que suelen estar baratas por las razones adecuadas (como una industria muy *commodity*, un pobre gobierno corporativo o mala asignación de capital). Creemos que tiene más sentido a la hora de invertir en los mercados asiáticos focalizarse en las compañías de gran calidad con valoraciones atractivas, aunque permanecemos abiertos a cualquier oportunidad fuera de esta categoría.

En Japón podemos encontrarnos con compañías de calidad y en crecimiento, como es el caso de Avant Corp., líder en el nicho de *software* contable, y Toyota Industries, el mayor fabricante mundial de carretillas elevadoras, industria tre-

mendamente beneficiada del incremento del comercio electrónico a nivel global. En Amiral Gestion vemos una clara tendencia positiva hacia una mejora en términos de asignación de capital y gobierno corporativo en Japón, especialmente porque todavía es posible encontrar compañías con valoraciones atractivas. Este también es el caso en Corea del Sur, si bien es cierto que el ritmo de esa tendencia es más lento.

China también es otro mercado en donde se pueden encontrar compañías de gran calidad, como es el caso de Alibaba (el líder del comercio electrónico), Kweichow Moutai (una de las mayores marcas en China) y el aeropuerto de Shanghai, que se beneficia de la tendencia del turismo secular en el país. Otra empresa atractiva es Clear Media, que es el líder en publicidad exterior en China. En comparación con los mercados de Estados Unidos y Europa, tendemos a ver en China valoraciones atractivas de excelentes activos con *pricing power* y mucho recorrido para seguir creciendo.

El único *hándicap*, si cabe, a la inversión en los mercados asiáticos es su mayor volatilidad. Es el precio que hay que pagar por la posibilidad de invertir en mercados menos eficientes que los que nos podemos encontrar en Estados Unidos y Europa. Las principales



## Jacques Gout-Lombard

Gestor-Analista de  
Amiral Gestión

razones de esa mayor volatilidad son una mayor base de inversores minoristas en comparación con otros mercados occidentales. En China, por ejemplo, el 80% del volumen es generado por inversores minoristas, de los cuales según varios estudios, dos tercios no cuentan con el graduado escolar. Los mercados, por tanto, se mueven más a menudo por razones no fundamentales.

» El único hándicap, si cabe, a la inversión en los mercados asiáticos es su mayor volatilidad. Es el precio que hay que pagar por la posibilidad de invertir en mercados menos eficientes que los que nos podemos encontrar en EEUU y Europa

Otra razón es el número de compañías cotizadas por persona, que es superior a Occidente. En España o Francia, por ejemplo, hay respectivamente 2 y 4 compañías cotizadas por cada millón de habitantes comparado respectivamente con las 20 y 10 cotizadas en Taiwán y Corea del Sur. Como resultado, muchas compañías asiáticas no son seguidas por ningún bróker, especialmente en el segmento de compañías pequeñas y medianas.

Por último, muchas compañías no reportan en inglés ni hablan con facilidad con inversores extranjeros. Por tanto, muchos inversores internacionales no se molestan si quiera en mirar a las compañías pequeñas y medianas en Asia, lo que deja una excelente oportunidad a los inversores que sí están dispuestos a hacer ese esfuerzo adicional, incluyendo visitar a las compañías sobre el terreno. ■



# ¿Por qué invertir en renta fija a vencimiento fijo?

**E**l deterioro del entorno económico mundial de finales de 2018 ha provocado un repunte significativo de las primas de riesgos que han alcanzado niveles de 2016. Así, en 2018, las primas de riesgo de *Investment Grade* y *High Yield* han aumentado más del doble, alcanzando respectivamente 154 puntos básicos y 520 puntos básicos a cierre de 2018 y, con ello, los activos de deuda han vuelto a ofrecer rendimientos atractivos.

En un contexto de bajos tipos de interés e incertidumbres relacionadas con la desaceleración del crecimiento global, los inversores pueden encontrar oportunidades y obtener rentabilidad mientras limitan el riesgo con diferentes estrategias.

## **Definición y ventaja de una estrategia de renta fija a vencimiento fijo**

Un fondo de bonos a vencimiento fijo invierte en diferentes tipos de cupones cuya fecha de vencimiento máxima se conoce y se fija

con antelación. La cartera de un fondo de este tipo no busca un *turnover* importante para evitar borrar el rendimiento anunciado en el lanzamiento del fondo. Sin embargo, si el gestor del fondo cree que la tesis de inversión en un emisor ha cambiado y que se avecina un riesgo de impago, tiene la posibilidad de abandonar las líneas definidas y arbitrar otras cuestiones mientras mantenga la restricción de la madurez.

En conclusión, la ventaja de un fondo a vencimiento fijo reside en el conocimiento con antelación del retorno. Así, si el inversor mantiene su capital invertido hasta el vencimiento del fondo, evita los riesgos de la sensibilidad de los tipos, lo que parece particularmente atractivo actualmente en vista del nivel de los tipos de interés.

## **¿Por qué invertir ahora en fondos de renta fija a vencimiento fijo?**

Se espera que las tasas de impago de los bonos a 12 meses se mantengan en niveles reducidos,

en torno al 1,4% según pronósticos de Moody's. La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios concedidos a empresas muestra que los bancos siguen siendo muy conciliadores con las empresas. Sin embargo, esta encuesta suele deteriorarse un año antes del aumento en las tasas de morosidad, lo que corrobora los pronósticos de Moody's sobre la evolución de las tasas de impago en los próximos meses. Los ratios de crédito y liquidez en bancos y empresas privadas siguen siendo fuertes. Fundamentalmente, no hay razón para que los diferenciales se desvíen. Además, con tasas soberanas muy bajas e incluso negativas, la demanda de activos de deuda debería reforzarse este año, lo que favorecerá la reducción de las primas de riesgo.

El fondo Lazard Credit 2024 pretende obtener una rentabilidad neta del 3% invirtiendo principalmente en obligaciones de renta fija emitidas por Estados, empresas e instituciones financieras de *Investment Grade* o *High Yield*. El fondo está diversificado con más de 55 títulos de todos los sectores de actividad y con un 59% en compañías de *Investment Grade*, que favorece un rating medio de los emisores de la cartera de BBB-. En *High Yield*, hemos decidido centrarnos principalmente en emisores de alta calidad con una calificación BB porque no tenemos suficiente visibilidad con 5 años para enfocarnos en emisores con una calificación B. Los emisores B+ representan solo el 6% de la cartera y son títulos con un largo *track record* en cuanto a resistencia a los ciclos económicos.

» En un contexto de tipos de interés bajos e incertidumbres relacionadas con la desaceleración del crecimiento global, los inversores pueden encontrar oportunidades y obtener rentabilidad mientras limitan el riesgo con diferentes estrategias

también puede invertir hasta un 15% en acciones AT1. En este segmento, hemos seleccionado calificaciones crediticias de primer nivel (emisores con una calificación media A-) así como títulos con características técnicas que maximizan la probabilidad de call antes de la fecha de vencimiento del fondo. ■



**Éléonore Bunel**

Responsable de renta fija  
Lazard Frères Gestión

También hemos decidido centrarnos en deuda híbrida corporativa que permite obtener rendimientos atractivos, a menudo superiores a emisiones calificadas BB mientras aprovechamos el riesgo crediticio de *Investment Grade*.

El fondo está invertido en tres tipos de activos de renta fija, deuda corporativa de grado de inversión y de alto rendimiento, deuda híbrida corporativa, deuda financiera subordinada Tier 2 de emisores con una calificación media BBB y BB. El fondo

# Análisis Cualitativo y Trazabilidad

**E**l análisis y selección de fondos de inversión regulados (básicamente UCITs) se trata de una actividad profesional que en España supera ya ampliamente los veinte años de historia, con una extensión generalizada de la misma hacia finales de los años noventa del siglo pasado. Dicha expansión se produjo al calor del registro de numerosos fondos de inversión de grandes gestores internacionales. Con un universo de fondos creciente y un número de inversores al alza (fundamentalmente entonces en el segmento de banca privada) aparecía la necesidad de filtrar y discernir “cuáles era los buenos”.

El análisis cuantitativo de series históricas con típicos ratios econométricos como Sharpe, Alfa Jensen, Información, Desviación Típica o Volatilidad, etc. se convirtió en el estándar en la industria. Naturalmente, los que obtenían resultados más favorables en dichos ratios ganaban el favor de los inversores. Adicionalmente, aparecía otro “criterio” fundamental de selección en muchas entidades que era identificar cuales dejaban mayor retrocesión o ingresos para la entidad selectora y distribuidora de fondos. Por tanto, ingresos y mejor desempeño cuantitativo, probablemente en este (perverso) orden, eran los dos grandes criterios de selección.

Con la llegada de MiFID II y su trasposición a la norma española este año debería significar un

vuelco a esta situación para Empresas de Servicios de Inversión y entidades de crédito que asesoran y/o distribuyen fondos de inversión. En primer lugar, aparece la exigencia regulatoria de demostrar que se está analizando el universo disponible para un inversor español de forma objetiva siguiendo un proceso claramente establecido con recursos adecuados. La incorporación de criterios de ingresos vía retrocesiones queda terminantemente prohibido incluso en el caso de la prestación de servicios de inversión mediante asesoramiento en modo no independiente. Respecto al análisis puramente cuantitativo, si bien puede ser predominante, existen toda una serie de requisitos de gobernanza e idoneidad adicionales que deben de ser incorporados en los procesos de selección y reporting.

En este punto es importante realizar la siguiente reflexión intelectual y de negocio. ¿Funciona realmente el análisis cuantitativo en la selección de fondos de inversión, entendido como mejor desempeño futuro, sea este superar índices y medias de categorías o preservar mejor el capital por ejemplo? La respuesta es inequívocamente negativa si nos atenemos al análisis y estudios académicos publicados durante años en Europa y Estados Unidos en particular, donde el histórico supera ampliamente el medio siglo. Nuestro propio análisis de dos décadas no hace más que corroborar dicha evidencia empírica: las rentabilidades pasadas, ratios econométricos pasados,



ratings o modelos cuantitativos carecen de persistencia. Dicho de otro modo, en sí mismos no nos ayudan a seleccionar fondos con buen desempeño futuro con algún nivel de probabilidad superior al 50%. Por consiguiente, si el puro análisis cuantitativo no aporta valor y el regulador nos va a exigir incorporar *due diligence* y gobernanza en los procesos, ¿no será mejor establecer un procedimiento que integre ya aspectos cualitativos o de *due diligence* en la selección de producto? Adicionalmente, un buen análisis cualitativo o *due diligence* de gestoras y fondos basado en criterios empíricos sí aporta valor y nos puede proporcionar un discurso diferencial frente a los clientes y la competencia.

La conclusión es que se torna necesario para cumplir con la nueva normativa y competir adecuadamente en este nuevo entorno disponer de recursos adecuados para establecer e implementar un procedimiento de selección y gobernanza de fondos completamente transparente y trazable que incorpore debida diligencia. La gobernanza supone entre otras cosas:

- Asegurase que se comercializan los productos (fondos) con los clientes/inversores adecuados (=mercado objetivo).
- Se informa de forma transparente de todos los costes de los mismos.
- Se documentan debidamente todas las recomendaciones y cambios de recomendación.
- Se proporciona toda la documentación legal de los fondos debidamente actualizada.
- Se ofrecen y recomiendan las mejores (más baratas) clases de fondos a las que tienen derecho los inversores.

La realización de estas actividades de forma interna tiene poco sentido en nuestra opinión en el entorno de incremento de costes actual. ■



**Juan Manuel  
Vicente  
Casadevall, EAFI**

*Consejero de FondosDirecto  
Sistemas de Información*



**ASEAFI**

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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





### FICHA TÉCNICA

- Patrimonio mínimo para ser clientes: 1 millón de euros.
- Número de oficinas en España: 6 (Madrid, Barcelona, Bilbao, San Sebastián, Sevilla y Valencia).
- Director de Inversiones: Miguel Macho.
- Consejero Delegado de CA-Indosuez Wealth Management (Europe) Sucursal en España: Antonio Losada.

**IÑIGO CALDERÓN** | Director de la Región Centro de CA-Indosuez Wealth Management (Europe) Sucursal en España

## “Vamos a empezar a ver segmentaciones diferentes”

La competencia en gestión patrimonial hoy en día es feroz, sin embargo, algunas entidades han sabido adaptarse a los nuevos tiempos, dando un servicio que se adecua a los clientes más exigentes del mercado. Uno de los casos de éxito internacional y que también ha encontrado su espacio en España, es Indosuez WM. La entidad de origen francés, está en plena fase de crecimiento en España. **Por Alejandro García-Angulo.**

**I**ndosuez WM cuenta con presencia internacional en 14 países, lo que les permite simultáneamente ser un actor especializado local, que cuenta con expertos en todas las regiones geográficas y los mercados en los que actúan. Además, otra de sus fortalezas es la sinergia con el área de banca de inversión del grupo, que les confiere capacidad para atender las necesidades de grupos empresariales familiares.

La gestora de patrimonios tiene la intención de consolidarse como un actor relevante del mercado de wealth management español, una de sus mejores bazas para conseguirlo y que les diferencia del resto, supone tener una marca propia y especializada y simultáneamente, apoyarse en el potencial de un gran grupo bancario europeo. Por ello en Indosuez WM, se sienten muy cómodos en un universo en el que el cliente migra de →

# JORNADA ASESORAMIENTO FINANCIERO

## MURCIA

14 Mayo 2019

#jornadasEFPA



Los mejores *players* del asesoramiento financiero en Murcia, Valladolid (22 de mayo) e Islas Baleares (6 de junio)

### Temas :

- ◆ ¿Cómo funciona el cerebro del inversor?
- ◆ Perspectivas de mercados
- ◆ El ahorro para la jubilación
- ◆ Finanzas sostenibles

Válido por 4hs de formación EIA, EIP, EFA y EFP

Más info: [www.efpa.es/jornadasEFPA](http://www.efpa.es/jornadasEFPA)





→ una operativa transaccional hacia otra de mandato, ya sea de gestión discrecional o de asesoramiento.

Contar con el respaldo de uno de los primeros grupos bancarios de Europa como es Crédit Agricole, les permite ofrecer a sus clientes un amplio abanico de clases de activos con gran posibilidad de diversificación geográfica. La gestora es una de las entidades de nuestro país que cuenta con arquitectura abierta entre su oferta. A este respecto Indosuez afirma que entiende este negocio como la obligación de ofrecer a sus clientes la mejor opción disponible en el mercado, “la relación con el cliente, se puede materializar en mandatos de asesoramiento, de gestión discrecional o ambos”

Y es que, en cuestión de gestión de grandes patrimonios, una estrategia personal para cada cliente es crucial para conseguir el éxito. Con respecto a este asunto, la gestora posee un sistema de adecuación al cliente basadas en tres premisas: necesidades del cliente, perfil inversor y patrimonio a gestionar. Este sistema estratégico en el marco de un entorno regulatorio MiFID II, se adapta en caso de pequeños patrimonios y la entidad se decanta por estandarizar el servicio.

### **Una estrategia en toda Europa con España entre sus objetivos principales**

Como parte de su estrategia, han reforzado los equipos, incorporado talento y gestores experimentados para favorecer el desarrollo de negocio en un entorno marcado por las crecientes exigencias impuestas por la nueva regulación y la revolución digital. El refuerzo de los equipos acometido en España, ha buscado potenciar el asesoramiento a los clientes por parte de los banqueros en todas las áreas de negocio e inversión.

España es un mercado que conocen bien y que para la gestora de banca privada se ha desarrollado y sofisticado durante los últimos 25 años. El desarrollo económico y empresarial de nuestro país ha ido ensanchado el mercado progresivamente con la incorporación de profesionales y emprendedores, pero no solo ha aumentado el universo de clientes sino también sus necesidades y exigencias. A su vez, “la competencia se ha endurecido no solo por la reorientación de negocio de los bancos locales sino por el aterrizaje en nuestro mer- →

**“Es probable que la desaceleración del crecimiento económico limite los retornos bursátiles”**

# 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

→ cado de nuevas entidades. Este escenario y el aumento de los requerimientos regulatorios “nos plantea el reto permanente de mejora.” apuntan.

En cuanto a su estrategia de inversión, la entidad tiene como filosofía ofrecer a sus clientes tanto fondos de la casa como de terceros. En la selección de las gestoras con las que trabajan tienen siempre en cuenta el perfil del cliente, de su cartera y sus necesidades de diversificación.

Ante la transformación digital, Indosuez WM adopta una postura eficiente y tienen muy claro que es necesario adaptarse a la revolución digital y beneficiarse de las mejoras que la tecnología permite en la interacción con el cliente. Los gestores digitales representan una buena solución para algunos perfiles de cliente que priorizan la movilidad y la agilidad de servicio. “La interacción banquero-cliente seguirá siendo la base de nuestro un negocio, aprovechándose cada vez más del uso de la tecnología, que beneficia tanto al cliente como al propio banquero” afirman desde la gestora, y reconoce que el negocio de la banca privada es “un negocio de confianza en la que la figura del banquero privado en su función de asesor es fundamental”.

Asimismo, la compañía ve el futuro del sector de la banca privada con un ojo puesto en la llegada de nuevas generaciones Millennials. Es un segmento de clientela que para la entidad reclama una mayor presencia de las nuevas tecnologías en todos los servicios que consumen. Así, la gestora aborda este reto como una de las prioridades, junto a la incorporación de talento y el crecimiento de los activos.

Por otro lado MiFID II es uno de los puntos que esta gestora está teniendo en cuenta a la hora de marcar su estrategia. La aplicación de la norma que genera una mayor presión de costes, probablemente desemboque en una mayor concentración del sector. Es por ello que según la entidad, “aquellas compañías que no puedan alcanzar una masa crítica suficiente de Activos bajo Ges-







ción tendrán dificultades para seguir operando competitivamente en España". Con respecto a este asunto, la entidad asegura que empezaremos a ver segmentaciones diferentes a las que estamos acostumbrados. "Si hasta ahora segmentábamos a los clientes por nivel de patrimonio, ahora vamos a ir convergiendo hacia sistemas de interacción con el cliente para definir propuestas de valor y oferta de producto y de servicio".

### Prudencia más que pánico en los próximos 6 meses

La valoración general de las perspectivas para los próximos 6 meses del actual entorno de mercado para Indosuez WM, es que este reclama prudencia más que pánico. Según sus expertos, es probable que la desaceleración del crecimiento económico limite los retornos bursátiles, si bien la aceptable rentabilidad absoluta del ciclo económico mundial debería aportar un soporte a dichos retornos.

Una vez consumido el primer trimestre, para una cartera equilibrada de gestión discrecional, desde la gestora han decidido reducir la exposición tanto a renta variable como a renta fija. Desde Indosuez WM señalan que esto no se debe a la previsión de una recesión, sino que, "es un reflejo del rebote de estas clases de activos en lo que va de año, del que hemos podido beneficiarnos extraordinariamente".

Según sus previsiones, recortarían un uno por ciento la exposición a bolsa europea y asiática, permaneciendo aún sobreponderados en mercados emergentes y neutrales en la estadounidense. En cuanto a la renta fija, consideran que habrán logrado en torno al 80% de la rentabilidad prevista para este año, recortando la exposición un 10% en la cartera prudente y un 3% en la equilibrada. De esta forma deja un 20% de efectivo en los mandatos. Defienden esta posición como estrategia de inversión, habida cuenta de que el efectivo es una clase de activo en sí. "Esta estrategia nos permitirá incrementar la exposición a otras clases de activos si surge la oportunidad y además protegerá las carteras ante cualquier bache de los mercados" apuntan desde Indosuez WM. ■



Pie de Foto (De izquierda a derecha y de abajo a arriba): **Patricia de Arriaga** de Pictet AM; **Roser Gomila** de Reig Jofre; **Juan Martínez** de Abante; **Luis Mora** de PharmaMar; **Enric Rello** de Oryzon; **Gonzalo García** de Deloitte; **Jose María Huch** de Atrys Health; **Javier Ablitas** de Ei.

## Biotecnología y salud, un sector para invertir

La vitalidad del mercado biotecnológico al otro lado del Atlántico va en aumento. Prueba de ello son las más de 220 compañías que integran el Nasdaq Biotech o las más de 120 del S&P Biotechnology Select Industry Index. Desde Europa estos números se miran con envidia. Pese a un dinamismo que también se percibe en España, queda mucho camino por recorrer. **Por Javier Ablitas.**

**E**n su último informe anual, la patronal del sector en España, Asebio, cifraba las operaciones financieras en biotecnología en 149 millones de euros, un 17% más que el ejercicio anterior, y su contribución al PIB en 7.300 millones de euros. Un escenario bajo el que figuran, si nos circunscribimos al ámbito de la salud, compañías con perfiles diversos pero con un elemento común: un elevado perfil de riesgo pero también con un elevado potencial de rentabilidad muy superior a la media del mercado, lo que conlleva formación del

inversor o asesoramiento profesional para poder participar en el mercado con garantías. “Se trata del área de mayor innovación dentro del sector farmacéutico y muchos inversores la miran cuando las rentabilidades han repuntado. Pero toda inversión de nicho es de largo plazo”, afirma **Patricia de Arriaga, subdirectora general de Pictet Asset Management**. En esta misma línea, **Juan Martínez, gestor de Abante Biotech Fund, de Abante Asesores**, destaca que “estamos viviendo una segunda ola de desarrollo del sector, pero hay que educar al inversor privado para que lo entienda bien”.



“Más riesgo, más volatilidad pero perspectivas positivas”, sintetiza **Gonzalo García Benavides, senior manager de Corporate Finance en Deloitte.**

**Luis Mora, director general de la Unidad de Negocio de Oncología de PharmaMar,** menciona “el riesgo de investigación” inherente al modelo de negocio, dada la complejidad del proceso de desarrollo de nuevos productos. En su caso, además de este paso, también los comercializan. En el otro extremo del escenario encontramos compañías como **Oryzon Genomics**, “biotecnológica pura”, según su director financiero, **Enric Rello:** desarrollan pero no son quienes ponen en el mercado el producto, sino que lo licencian. “Son modelos muy distintos y la creación de valor en cada caso es diferente. En nuestro caso, hemos hecho una estrategia de diversificación de producto. Es muy importante que el inversor identifique a qué tipo de compañía se está dirigiendo para que tenga claro lo que puede esperar en términos de rentabilidad y riesgo”.

Y, en medio de ambas, modelos híbridos, como el de **Atrys Health**, que no desarrolla fármacos de manera directa pero que, como destaca **Josep María Huch**, su director financiero, cuenta con un “alto componente de innovación en el sector salud, a través de la incorporación de nuevas herramientas y servicios de diagnóstico biomédicos”. O **Reig Jofre**, que participa en el desarrollo de biosimilares -fármaco biológico altamente similar a otro medicamento biológico ya aprobado- en colaboración con otras compañías; “nos posicionamos”, afirma su **directora financiera Roser Gomila**, “como su partner industrial, para poder dar estabilidad al concepto que se investiga”.

### Distintos perfiles de inversor

Al riesgo tecnológico inherente -“la molécula andará o no”, define de manera gráfica Rello- se suma otro: el financiero. Como apunta Martínez, “en el Nasdaq las ampliaciones de capital son habituales, pero aquí no se entienden”.

En esa misma línea Mora señala que “en función del país, las diferencias de valoración del mercado son muy acusadas. A ello hay que sumar que el estadio de desarrollo en el que te encuentres también hace que varíe el valor asignado. Hemos acabado una fase 3 y estamos viendo el apetito inversor, la expectación ante los resultados”, aunque menciona como signo contrario que “nunca se ha visto tanto recurso a deuda en el sector porque el mercado ha estado, en cierta medida, cerrado”. Recuerda que el último trimestre del paso ejercicio fue el tercer peor de la historia en bolsa en EEUU para la biotecnológica.

Un universo de búsqueda de financiación en el que Rello asegura que “todos los inversores son buenos, pero hay que clasificarlos. Cuando acudimos a rondas de financiación vamos a institucionales, buscamos especializados en biotech, family offices... pero también cuidamos al retail, porque permiten que haya una liquidez que necesitamos. Se trata de un ecosistema que se va retroalimentando”.

Frente a ello, Huch señala que “hemos tenido éxito captando capital aludiendo menos a nuestra parte más biotecnológica, porque percibimos que el riesgo que atribuye el inversor al sector es excesivo”. Algo que corrobora de Arriaga: “en los últimos años hemos visto un aumento en los clientes particulares del perfil conservador”. Martínez destaca que “la biotecnología debiera ser para →







→ todo tipo de inversor que se deje asesorar, pero el inversor europeo teme el riesgo”, algo que tampoco ayuda a atenuar “la dispersión de mercados frente a la estandarización estadounidense”. Mora añade otro elemento diferenciador: la regulación. “Tenemos un mercado bursátil hiperregulado”, afirma, “pero existe una falta de transparencia que no ayuda a sectores como el nuestro, por ejemplo, con las posiciones cortas”.

García Benavides cita también la relevancia del venture capital y del capital riesgo en este tipo de compañías y afirma que “ha habido muchos fondos de este perfil que han llevado a cabo inversiones corporativas en los últimos años”. Gomila, por su parte, menciona como otro actor relevante a través de las convocatorias de ayudas públicas a la Administración.

### ¿Hacia dónde vamos? Inteligencia Artificial

Martínez asegura que en España se hace “muy buena ciencia, pero no sabemos transferirla y vemos, por ejemplo, como aquí no se fomenta que desde la propia universidad nazcan empresas, como sí ocurre en EEUU”. Ello genera, según García Benavides, “un efecto inercia; las compañías nacen en regiones similares y los

fondos se concentran en esas mismas zonas”, algo que Huch califica como “factor cultural”.

En un sector tan puntero en términos de innovación, los nuevos avances no son planes de futuro sino realidades presentes. Además de la robotización de procesos y la gestión masiva de datos, Mora pone el foco en “la aplicación de la inteligencia artificial para el descubrimiento de nuevos fármacos, que ya está aquí. Las grandes tecnológicas mundiales están impulsando proyectos a través de sus algoritmos para que aumente la rapidez y la probabilidad de éxito de las investigaciones”.

Para García Benavides, este tipo de herramientas van a permitir mejorar la eficiencia de la I+D y “poner al cliente en el centro de la investigación, empoderarlo”, algo en lo que incide de Arriaga, en cuya opinión “el mayor manejo de datos implica fármacos más personalizados en un proceso en el que la medicina está evolucionando del tratamiento hacia la prevención”. Este carácter puntero lleva aparejado, destaca Rello, que “el personal con el que trabajamos sea muy cualificado, con lo que otro elemento importante, la parte de compliance y la ética, esté ya inmersa en la cultura de las propias compañías”. ■

# Experiencia y rigor científico al servicio de la salud y el bienestar



Desde 1929 en Reig Jofre centramos nuestro mejor saber hacer en la investigación, el desarrollo, la producción y la comercialización de medicamentos y complementos nutricionales con el deseo de mejorar la salud y promover el bienestar de las personas en los cinco continentes.

Además, nuestra especialización tecnológica en inyectables, liofilizados, antibióticos y productos dermatológicos tópicos nos convierte en socios estratégicos clave de otros laboratorios para la fabricación de sus fármacos.

Reig Jofre es una compañía cotizada en el mercado de valores español.



AITOR MARKAIDA | Comunicación Corporativa y Relaciones Externas de Euskaltel

# “Estamos abiertos a cualquier alianza que nos ayude a ganar eficiencia”

El triángulo Euskaltel, Zegona y Orange ha dado mucho que hablar en los últimos meses. Sin embargo, el Grupo Euskaltel mira este 2019 como el año de su expansión, tanto en cifras como en ámbito geográfico. El operador tiene planes para entrar en cinco nuevos mercados, que significarán 90.000 nuevos clientes y 70 millones adicionales de ingresos en 2022. **Por Raquel Jiménez.**

## ¿Cómo valoran los resultados de 2018?

El año 2018 suponía un reto desde su comienzo; se trataba de un año de ‘transición’. Nuestros ingresos del segmento residencial, que representan aproximadamente un 70% del total, se vieron significativamente impactados por la pérdida de clientes sufrida en 2017, que ascendió a más de 20.000 (un 3% del total de nuestra base). Esta pérdida estuvo motivada porque coincidió en el tiempo con el cambio de nuestro proveedor móvil en dos de las tres regiones en las que operamos, algo que no es usual en un año concreto. Es decir, fue algo extraordinario y así lo entendió la comunidad inversora. Empezamos por tanto 2018 con una base comparable complicada y retadora (recuperar 20.000 clientes en un año sin el plan de expansión en pleno funcionamiento). 2018 ha sido un año satisfactorio en términos de nuevos clientes captados pero no lo suficiente como para recuperar esta circunstancia. En términos de gestión de costes ha sido un buen año; hemos alcanzado ahorros por valor de más de 17 millones de euros, pero que no han sido suficientes para compensar el impacto mencionado en ingresos.

**La deuda neta se sitúa en las 4,45 veces sobre EBITDA. ¿Cómo se conjuga esto junto a una previsión del crecimiento del dividendo de doble dígito y un plan de expansión a otras regiones?**

Somos conscientes de que nuestro nivel de deuda es elevado, pero es el resultado

de las adquisiciones llevadas a cabo en los tres últimos años, que nos han permitido duplicar desde 2015 todas las magnitudes relevantes de negocio. El plan de negocio a 2022 asegura generación de efectivo suficiente para acometer el plan de expansión en el que nos encontramos, continuar con una atractiva remuneración a nuestros accionistas y desapalancarnos hasta niveles de 3,5x deuda neta/EBITDA al final del horizonte de mismo.

## ¿Cuáles esperan que sean los hitos de 2019 y los mayores riesgos?

2019 es el año de despegue de nuestra expansión. Nuestras tres marcas (Euskaltel, R y Telecable) son reconocidas en las regiones tradicionales en las que operamos (País Vasco, Galicia y Asturias, respectivamente), lo que nos ha permitido alcanzar cuotas de mercado superiores al 35%. Por el momento sólo hemos ‘metido el pie’ en Navarra, pero 2019 supondrá consolidar el éxito inicial en dicha región y ampliar nuestro alcance a Cataluña, León, La Rioja y Cantabria. Cinco nuevos mercados, que se traducirán en 90.000 nuevos clientes y 70 millones adicionales de ingresos en 2022.

“2019 supondrá ampliar nuestro alcance a Navarra, Cataluña, León, La Rioja y Cantabria, cinco nuevos mercados que se traducirán en 90.000 nuevos clientes y 70 millones adicionales de ingresos en 2022”





Sobre los riesgos, mientras el resto de operadores mantengan una estrategia racional de competencia, el Grupo Euskaltel seguirá manteniendo su base de clientes fiel.

**En los últimos meses ha habido muchas noticias sobre el intento de Zegona de convertirse en el primer accionista de la compañía. ¿Cree que los planes de la actual dirección difieren mucho de los de Zegona?**

El Plan de negocio actual recibió en octubre el apoyo de todos los miembros del Consejo, incluido el representante de Zegona, por lo que el equipo directivo no trabaja con otro marco de referencia. En cualquier caso, si Zegona o cualquier otro accionista tienen propuestas interesantes para mejorar la marcha de la empresa, serán tenidas en cuenta por el Consejo y puestas en marcha si lo considera oportuno.

**También se ha dicho que Orange está interesada en tomar una participación en Euskaltel. ¿Cómo lo valoran?**

Debemos remitirnos a lo que ha manifestado de manera oficial Orange, descartando esta

operación. El equipo está volcado en la ejecución del plan de negocio, lo que debe construir un futuro en el que sigamos siendo un operador independiente, rentable y con una generación de caja sólida. Por supuesto, somos conscientes de que esto, junto a las elevadas cuotas de mercado que tenemos, podrían ser atractivas también para algunos de nuestros competidores, pero es algo que no está bajo nuestro control.

**Recientemente crearon una central de compras de terminales móviles y routers junto a MásMóvil y Global Dominion. ¿Cree que el camino de las 'telecos' es una mayor integración y colaboración?**

Somos un operador que está ampliando sus fronteras, tanto geográficas como tecnológicas, y lo estamos haciendo con eficiencia y estableciendo alianzas con partners tecnológicos de primer orden. Estamos abiertos a cualquier alianza que nos ayude a ganar eficiencia porque estamos convencidos de que eso no pone en peligro el valor diferencial de Euskaltel en ninguno de sus mercados. ■



# Una visión macro. ¿Recesión?

**L**a mayoría de las recesiones acechan sigilosamente. A menudo te das cuenta de que comenzó hace algunos meses, mientras tú y otros seguís elogiando la fortaleza de la economía. Un buen indicador de los problemas que se avecinan es la diferencia entre los tipos de interés a corto y largo plazo. La teoría sostiene que los tipos a largo plazo deben ser más altos debido al mayor riesgo que supone para el inversor. Entonces, ¿qué está sucediendo cuando la curva se invierte? Ese escenario sugiere que los inversores se están acumulando en la parte larga de la curva (reduciendo su rentabilidad) debido a las expectativas de un menor crecimiento y de caída en los tipos en el futuro. En pocas palabras, eso es lo que está sucediendo ahora.

La diferencia entre las rentabilidades de la deuda del Tesoro americano a 3 meses con la de a 10 años se tornó negativa en julio del 2000 (la recesión comenzó en marzo de 2001), en agosto de 2006 (la recesión comenzó a fines de 2007) y ahora se encuentra en 0. En noviembre pasado, la rentabilidad a 10 años superó el 3%. Esto sugiere que 2020 podría ser un año peligroso.

Por otro lado, es pertinente destacar que la Reserva Federal (Fed) haya abandonado públicamente cualquier intento de aumentar los tipos en 2019, un cambio rotundo en sus intenciones de finales de 2018. También es probable que cese el *"Quantitative Tightening"*: el no reemplazo de bonos a medida que vencen. Esto sigue estando muy lejos del *"Quantitative Easing"* pero representa un cambio significativo.

La Fed se ha reafirmado en su previsión de que la tendencia del crecimiento del PIB real de los EE.UU. estará en el rango del 1,75% y 1,8%. Esto es ligeramente más pesimista que nuestro pronóstico del 2%. En cualquier caso, deja al mercado de valores americano preocupantemente hinchado en relación con el crecimiento potencial. El Dow Jones llegó por primera vez a 26,000 en enero de 2018 y hoy, más de un año después, se encuentra por debajo de ese nivel. ¿Otro indicador que se acercan tiempos complicados?

## Un enfoque en la eurozona

Mientras tanto, el Banco Central Europeo (BCE) reduce drásticamente su pronóstico de crecimiento en la eurozona. Hace un año pronosticó un crecimiento en 2019 del 2,4%; hace tres me-

ses del 1,7%, y ahora prevé un crecimiento de tan solo un 1,1%. El presidente del BCE naturalmente culpa al resto del mundo de la debilidad en la eurozona: la guerra comercial entre EE.UU. y China, la desaceleración del crecimiento en Japón y China, el Brexit y la subida de tipos de la Fed. Empleó una frase que sin duda se repetirá muchas veces: "debilidad prolongada e incertidumbre generalizada".

Draghi también redujo la previsión de inflación para el 2019 de 1.6% a 1.2%. Anunció que no habrá un aumento en los tipos antes de 2020 (el Sr. Draghi dejará el cargo en octubre), además de sus planes para conceder una serie de préstamos baratos a bancos de la eurozona a dos años, lo que constituye una relajación tácita en la política monetaria.

Observamos que el crecimiento de la productividad cayó por debajo de cero en el trimestre de diciembre, mientras que la producción industrial ha mostrado un crecimiento anualizado negativo desde noviembre. Según Draghi, la probabilidad de una recesión es "muy baja". No estamos demasiado de acuerdo con ese "muy".

La eurozona cumple ahora 20 años, habiendo comenzado con solo 11 miembros en enero de 1999, ahora son 19. ¿Ha funcionado? No podríamos precisamente evaluarla como un experimento económico exitoso. El crecimiento del PIB real en los 20 años ha promediado una ratio inferior al 1,5%. El Reino Unido lo ha hecho mucho mejor. El crecimiento de la productividad laboral ha promediado el 0,7%, con un envejecimiento poblacional y un crecimiento de estático a negativo de la fuerza laboral, será complicado lograr incluso un crecimiento del PIB del 1% en el futuro.

» Según Draghi, la probabilidad de una recesión es "muy baja". No estamos demasiado de acuerdo con ese "muy"

Empaquetar 19 entidades soberanas con un tipo de cambio y una estructura de tipos común a corto plazo, combinada con una flexibilidad fiscal limitada, nunca ha tenido mucho sentido para nosotros. Seguimos opinando que una ruptura, de cualquier tipo, está aún lejos de ser incluso una posibilidad remota. ■

*Artículo producido por el equipo de gestión de Pырford boutique 100% propiedad de BMO Global Asset Management.*

© 2019 BMO Global Asset Management. Las publicaciones financieras se emiten con fines de marketing e información en la UE por BMO Asset Management Netherlands B.V., que está regulada por la Autoridad Holandesa para los Mercados Financieros (AFM)



## Lars Nielsen

*Senior Product Specialist,  
Head of Relationship Management &  
Business Development at Pырford  
de BMO Global AM*





# Inteligencia artificial, una revolución silenciosa

**E**l lanzamiento del fondo ODDO BHF Artificial Intelligence a finales del año pasado supuso un hito importante puesto que se trata del primer fondo temático que invierte en compañías que hacen uso de la Inteligencia Artificial a la vez que utiliza esta tecnología en su proceso de inversión. A pesar de que no haya una definición uniforme de lo que el término Inteligencia Artificial (AI) significa, esta es la base para muchas tecnologías, como los algoritmos de los motores de búsqueda, el almacenamiento en la nube y la conducción autónoma, entre muchas otras más. Para nosotros, los principales campos de aplicación de la AI están en el *big data*, la automatización, *machine learning*, *Deep learning* y *cognitive computing*.

Para nosotros, la inteligencia artificial es una revolución silenciosa que afectará a todos los sectores de la sociedad y de la economía. Se estima que crecerá a un ritmo anual del 23% entre 2018 y 2025, mientras que la tecnología global lo hará un 10% (Gartner, Oct. 2018).

Según nuestros análisis, las empresas que puedan utilizar la inteligencia artificial para generar una ventaja competitiva generarán valor a largo plazo. Ese mismo es el objetivo de ODDO BHF Artificial Intelligence, nuestra nueva gama temática de fondos de ODDO BHF AM, que integra la inteligencia artificial en su proceso de inversión mediante algoritmos basados en *big data* y nuestro modelo cuantitativo tradicional Algo 4.

El poder de la inteligencia artificial combinado con un modelo cuantitativo de eficacia demostrada para invertir en las mejores acciones cotizadas globales vinculadas a la temática de la inteligencia artificial permite construir un universo de inversión sobre la temática de la inteligencia artificial de unos 300 valores a partir de un universo global.

Llevamos a cabo un proceso de inversión de tres fases que combina la inteligencia artificial con análisis cuantitativos y de los fundamentales. Comenzamos con la investigación

de los activos más interesantes de un universo global en base a su relación con el uso de la Inteligencia Artificial. Pueden ser tanto empresas pequeñas que no estén incluidas en los referentes del fondo, como del MSCI World Index, por ejemplo. De esta forma, construimos un universo de inversión de 300 compañías. Además, hay una actualización trimestral para identificar rápidamente nuevas oportunidades y tendencias. En el segundo paso, aplicamos nuestro propio modelo cuantitativo Algo 4 al universo de 300 valores seleccionados por el algoritmo de Inteligencia Artificial en el paso anterior, lo que nos lleva a seleccionar las 60 empresas con las mejores características en cuanto a datos financieros y riesgo y a diversificar la cartera por capitalización bursátil.

Por último, en el tercer paso, el gestor somete la cartera a una revisión cualitativa para identificar a tiempo posibles incoherencias. Las empresas seleccionadas son revisadas una a una por los gestores de la cartera antes de su inclusión en la misma con una ponderación equitativa. Esta revisión tiene por objetivo excluir, marginalmente, algunas empresas que no sean relevantes y la mejora del algoritmo de los macrodatos.

En el corto plazo desde su lanzamiento, el fondo ya ha conseguido unos resultados alentadores. El principal motivo es que aproximadamente el 30% de los activos en los activos se han invertido en pequeñas y medianas empresas. Se podría decir que muchas de estas compañías más pequeñas todavía no han sido identificadas por los gestores de fondos, pero tienen un potencial de crecimiento significativamente mayor que muchas compañías grandes.

Estos datos nos permiten afirmar que hemos conseguido ofrecer una verdadera innovación en el sector de la gestión de activos. Se podría decir que este fondo ha establecido un proceso de inversión único al combinar de forma prometedora la inteligencia artificial con una larga trayectoria de los miembros del equipo en la gestión cuantitativa de la renta variable. No sólo nos centramos en un tema que se podría considerar de carácter imperativo a día de hoy por su potente proyección en el futuro, sino que vamos un

» La inteligencia artificial es una revolución silenciosa que afectará a todos los sectores de la sociedad y de la economía

paso más allá y lo integramos en nuestro sistema de trabajo, especializándonos y posicionándonos a la vanguardia de la industria de la gestión de activos. ■



**Brice Prunas y  
Maxence Radjabi**

Gestores del fondo de  
ODDO BHF Asset Management



Pie de Foto (De izquierda a derecha): **Cristina del Castillo** de Fluidra; **Xavier Casajoana** de VozTelecom; **Salvador Casquero** de IEB y 2gether; **Nuria de Lucas** de Naturgy; **José Antonio Arribas** de Gigas Hosting; **Santiago de Torres** de Atrys Health; **Fernando Orteso** de Facephi.

# Tecnologías disruptivas

## Tendencias en la transformación digital

Transformación. Disrupción. Reconstrucción. Podemos cambiarle el nombre, pero el resultado es el mismo: el cambio es imparable y las implicaciones que tiene en las compañías son radicales. Un nuevo entorno en el que la velocidad de innovación y un escenario competitivo global cambian las reglas del juego también para los inversores. **Por Javier Ablitas.**

**U**tilización de drones e imagen satelital para planificar podas alrededor de una infraestructura de distribución energética, diagnosticar a distancia gracias a imágenes almacenadas en la nube, reconocimiento facial para la operativa financiera... ¿Cómo definimos la innovación? “Anticiparte a lo que viene e introducir mejoras productivas que repercuten en la cuenta de resultados” afirma **Santiago de Torres, presidente de Atrys Health**. “Una mejora de eficiencia a través de tecnología” para **José Antonio Arribas, COO y cofundador de Gigas Hosting**. **Xavier Casajoana, CEO de VozTelecom**, lo sintetiza en “transformar un negocio para crear nuevos ejes de valor

para clientes y accionistas”, a lo que **Cristina del Castillo, directora de relación con inversores y accionistas de Fluidra**, suma la búsqueda de lo que denomina “bienestar” de empleados y usuarios.

**Nuria de Lucas, responsable de Innovación de Naturgy**, incide en que “se puede aplicar en todos los procesos de la cadena de valor” e introduce el concepto de “innovación sincronizada”, es decir, desarrollada desde el inicio por todas las partes involucradas, lo que incluye “apalancarnos mucho en startups para ser capaces de alcanzar aquello a lo que no llegamos”. Esos nuevos modelos colaborativos vienen de la mano, según **Salvador Casquero, cofundador de 2gether y**



**profesor del programa directivo Innovación Digital y Fintech del IEB**, de la “democratización de las tecnologías, que ha permitido que el conocimiento se atomice, lo que provoca que salgan competidores donde no te lo esperas”. **Fernando Orteso, consejero de Facephi**, señala la importancia “del contacto con la comunidad tecnológica internacional a través de ferias, seminarios, etc. para conseguir aplicar soluciones a nuestros productos y adaptarlos más a lo que los clientes necesitan”. “Esa suma de las partes es uno de los aspectos más interesantes de la innovación, porque hace que sea exponencial” afirma Arribas. Además, añade de Torres, “afecta de forma radical a la cuenta de resultados. Si no llegas el primero te pueden echar del mercado”.

### La importancia del dato y la regulación

En una frase ya casi manida muchos expertos repiten que el dato se ha convertido en el petróleo del siglo XXI. “La base de datos es el poder para la mejora de la rentabilidad” destaca del Castillo. Su correcta gestión, “los derechos de los datos”, constituye uno de los asuntos “que más nos preocupan” señala de Torres, porque existe la sensación de que la gente “no es consciente de su importancia cuando los da”. Esta nueva vía de negocio, continúa, “se debe estructurar muy bien porque no podemos permitirnos ni un error”. Sobre ella, de Lucas considera que ahora estamos “intentando crear ese valor a los datos, viendo qué nuevos modelos y entrantes están apareciendo, con el cliente siempre en el centro”.

Casajoana añade a estos elementos “el impacto en las cadenas de valor de tecnologías basadas en inteligencia artificial para manejar la ingente cantidad de datos con la que contamos, algo que los humanos ya no podemos hacer, porque una cosa es tener la información y otra, saber qué haces con ella”. Además, advierte, el internet de las cosas (IoT) o las redes 5G van a multiplicar su volumen, por lo que estamos “a los inicios de la que va a ser siguiente revolución: la del conocimiento”. A ese estadio Casquero se

refiere no como transformación sino como “reconstrucción digital, porque implica volver a comenzar de cero, con nuevas estructuras de gestión”.

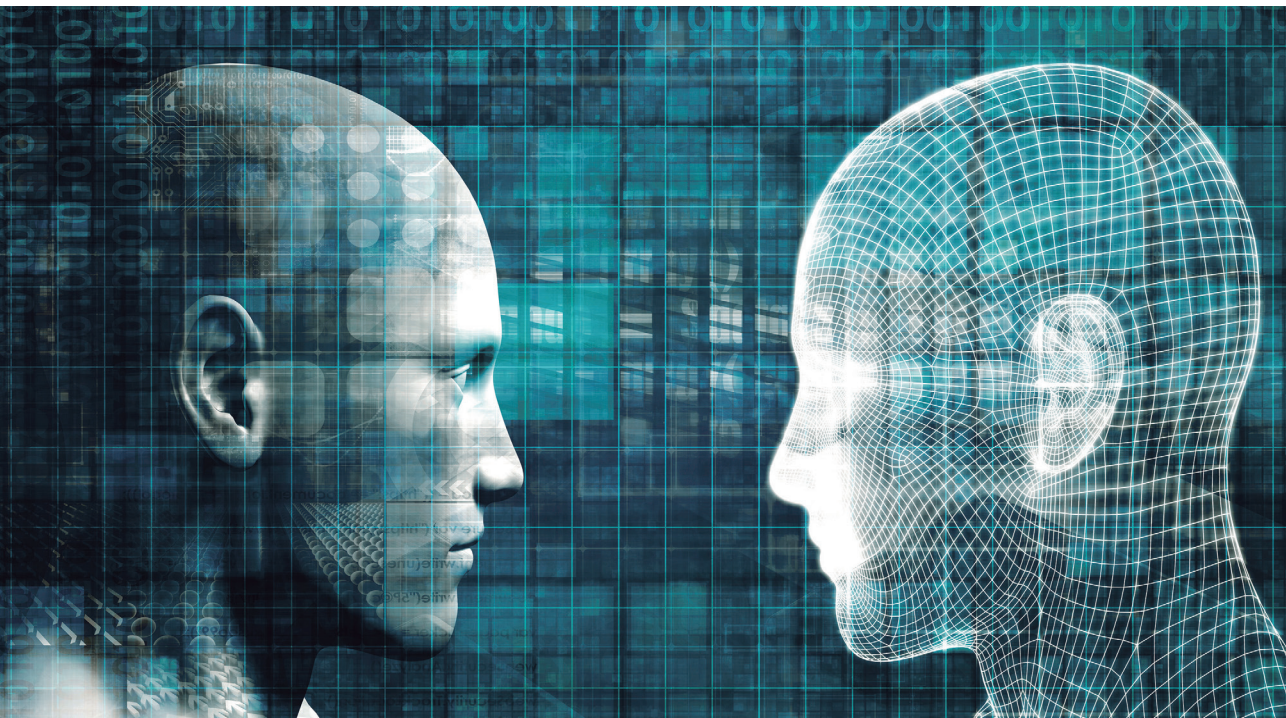
Orteso pone el punto de mira en la asimetría reguladora sobre este aspecto. “Hay tecnologías que en unos países son aplicables y en otros, no. La innovación queda frenada en función de la regulación”. Para de Lucas, sin embargo, esa circunstancia se convierte en una palanca de evolución al obligar a las compañías a pensar cómo progresar en cada territorio y a aprovechar las oportunidades que surgen de ello, algo en lo que coincide del Castillo: “la tecnología va más avanzada que la normativa”. Yendo un paso más adelante Casquero reconoce que en la actualidad es “restrictiva, pero cambia con el tiempo y se adaptará porque los nuevos reguladores son personas que ya conocen los nuevos modelos”.

De Torres identifica otra asimetría, la fiscal, “con compañías globales que se benefician de tributar donde mejor les viene”. En esa línea Casquero apunta al problema para los reguladores de que el desarrollo tecnológico permite tener un negocio en un lugar distinto al de la sede física.

### La perspectiva del inversor

Respecto a cómo debe el inversor acercarse a este fenómeno de Torres menciona la →





→ necesidad de que pidan a las empresas “anticipación, es decir, algo en lo que estén por delante del resto” y de que las organizaciones cuenten con un “relato de qué idea tienes, de cómo vas a hacer las cosas”, aunque añade como otros dos elementos imprescindibles “fundamentales y crecimiento”.

Arribas describe al inversor tipo en empresas como la suya como un buscador de un “crecimiento exponencial” y destaca cómo el desarrollo tecnológico ha permitido que el minorista “haya podido entrar en un entorno que pensaba que era para profesionales”. Del Castillo también menciona esa búsqueda “de más rentabilidad” vinculada al sector tecnológico y Casquero resalta la diversificación de carteras como estrategia. “Hay un gran abanico de empresas en las que estar y como no sabes cuál va a ser el próximo unicornio, inviertes en varias”.

De Torres alude al lastre de las diferencias en la fiscalidad autonómica y cita la necesidad de cuidar la liquidez bursátil -“si no la tienes, la gente no entra”- y de contar con inversores institucionales reconocidos. Para

Orteso, esta es una carencia del mercado español respecto a los emprendedores: la ausencia de gestores o fondos relevantes que inviertan en el MAB y de analistas que sigan este mercado y orienten al inversor, lo que “no favorece la salida de startups”. Sin embargo, detecta el inicio de una tendencia a que pequeños inversores y patrimonios que quieren diversificar su inversión empiecen a participar en el proceso de creación de estas compañías a través de nuevas vías distintas al sistema tradicional, como las plataformas de crowdfunding, fruto de la desintermediación financiera. Coincide en esta visión de la ausencia de análisis del Castillo. “Sin ella”, afirma, “es difícil que haya inversores institucionales que quieran entrar”.

Como conclusión, Orteso considera que nos encontramos “en un proceso imparable y que va muy rápido. O te mueves o te quedas fuera y Europa hoy no está llevando la velocidad que se ve en otros lugares, como EEUU o Asia”. Arribas también destaca esa divergencia geográfica y afirma que la innovación se trata para las empresas “no de una opción sino de una obligación”. ■





# FLUIDRA UNA INVERSIÓN CLARA. COMO EL AGUA.

**Creamos valor** en un entorno  
empresarial y financiero ético.

**CONTACTA** CON NOSTROS:  
[investor\\_relations@fluidra.com](mailto:investor_relations@fluidra.com)  
[www.fluidra.com](http://www.fluidra.com)



# FacePhi, el futuro de la biometría

La apuesta por la innovación sumada al desarrollo de un ambicioso plan estratégico de expansión internacional ha permitido que FacePhi se consolide como líder mundial dentro del sector de la biometría para entidades financieras durante este último año. Nuestro esfuerzo permanente en potenciar nuestro I+D+i ha derivado en la reciente creación de un nuevo producto tecnológico, único en el mundo de la biometría por sus aplicaciones y características.

El lanzamiento de nuestra plataforma de autenticación, inPhinite, ha supuesto un paso significativo dentro de la estrategia de crecimiento y desarrollo tecnológico de esta compañía española, desde que se creó en el año 2012. Para dar a conocer esta novedosa tecnología elegimos un escenario de tanto prestigio internacional dentro del ámbito fintech como es el congreso Money 2020 de Las Vegas.

Durante el transcurso de este evento dimos a conocer las cualidades de esta plataforma integral que combina seis herramientas de reconocimiento de huella, ocular, facial, por firma y de voz. Estos instrumentos están di-

señados para la autenticación y su combinación convierten a este producto en un sistema de seguridad de 'riesgo cero' único en el mercado actual.

La confianza depositada en nuestra tecnología ha hecho posible que, hoy por hoy, FacePhi colabore con unas 30 entidades bancarias de todo el mundo, cuente con más de 6 millones de usuarios y genere más de 500 millones de autenticaciones a través de sus sistemas biométricos.

Esa confianza se ha traducido en que, en el último avance de resultados, publicado en el mes de enero, FacePhi haya aumentado la cifra de negocio en un 65,92% respecto al ejercicio anterior, lo que se traduce en una cifra de ingresos por venta de licencias de 4,48 millones de euros, superando los 2,7 millones de euros que se facturaron en 2017. Estos buenos resultados han movilizado y dinamizado el valor de nuestras acciones dentro del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), donde operamos desde 2014.

Las cifras, sin duda, son buenas y motivadoras pero nuestro objetivo es seguir creciendo. Para ello, vamos a continuar con un plan de expansión en el que vamos a centrar nuestro interés



## Javier Mira

CEO y Co-founder de FacePhi

en conseguir que más entidades bancarias de países latinoamericanos incorporen nuestra tecnología en su estrategia de transformación digital, sin olvidar otros enclaves relevantes situados en Europa, Estados Unidos o Asia como puntos de partida para nuevas y futuras colaboraciones.

» FacePhi ha nacido siendo consciente de que el sector de la biometría es exigente, competitivo y no se detiene, de ahí que miremos de manera constante hacia el futuro

Se abre ante nosotros un horizonte empresarial lleno de posibilidades en el que a través de nuevas alianzas con empresas líderes en soluciones de *identity management* podremos expandir en el medio plazo la incorporación de nuestra tecnología biométrica en otros sectores como el e-commerce, el sector público, la automoción y seguros, entre otros muchos.

FacePhi ha nacido siendo consciente de que el sector de la biometría es exigente y competitivo, no se detiene. De ahí que no podamos recrearnos en el presente y que miremos de manera constante hacia el futuro. A un futuro que va a estar definido por el desarrollo de nuevas alianzas que nos permitan ofrecer soluciones biométricas que mejoren y refuercen la seguridad de aquellos sistemas donde se implanten. Un futuro sin límites para la biometría de FacePhi. ■



# Gigas, el cloud español con mayor rentabilidad del mercado

**L**os grandes negocios muchas veces surgen de las necesidades. Y este es el caso de Gigas Hosting. Especializada en servicios de cloud computing, Gigas proporciona a sus clientes una plataforma de alojamiento de webs en servidores virtuales y, a fecha de hoy, es una de las mejores opciones para toda aquella empresa que busque servicios de cloud hosting con tecnología puntera.

### ¿Qué papel ocupa Gigas Hosting en un entorno cada vez más digital?

Gigas tiene un papel casi de facilitador, ya que al ser la infraestructura que se requiere para cualquier proyecto digital somos un facilitador para toda esa transformación. Estamos en la base de todos esos proyectos y de todos los actores, tanto de los clientes como de los partners, que requieren de esa infraestructura para acometer sus proyectos.

### ¿Cuál es la importancia que le dan en sus presupuestos a la inversión en I+D?

Una importancia enorme. El invertir en I+D es una de nuestras prioridades y marca de la com-

pañía, precisamente para estar a la vanguardia de los servicios de cloud. De hecho, seguimos invirtiendo y hemos invertido varios millones de euros en tener nuestra plataforma propia de cloud. Y ahí van a destinadas las inversiones que estamos haciendo ahora mismo, a lanzar nuevas funcionalidades en esa plataforma cloud.

### ¿El valor de la acción de Gigas se corresponde con los fundamentales de la empresa y la evolución del sector?

El valor de la acción ha ido acercándose y siguiendo el valor fundamental y evolución que ha tenido la empresa, que ha sido muy positiva con unos ratios de crecimiento muy altos. Los resultados de 2018 muestran un crecimiento del 46% en el importe neto de la cifra de negocio y casi hemos triplicado el EBITDA. Con estos ratios de crecimiento el valor de la compañía todavía está algo por encima de la cotización, y ahí todavía hay recorrido, sobre todo descontando los crecimientos futuros. Hemos publicado presupuesto para este año con un crecimiento en un entorno del 20%. Creemos que podemos seguir así durante los próximos años y por lo



tanto la compañía podría valer muchísimo más de lo que vale ahora en Bolsa.

### **Esperan alcanzar beneficio neto positivo por primera vez en su historia en 2019. ¿De cuánto, cómo y gracias a qué?**

El presupuesto de 2019 plantea un crecimiento en los entornos del 20% en la top line y en EBITDA hablamos de pasar del 1,6 millones que hicimos en 2018 a cerrar con casi 2,6 millones, es decir, crecer 1 millón de euros. Además, queremos llegar por primera vez dentro del ejercicio a resultado neto positivo. Esto se debe básicamente a que hemos ido cubriendo los costes fijos y con un margen bruto del 80%; con ello empezó a aflorar y crecer el EBITDA de una forma muy importante, y cuando ese EBITDA cubre los gastos de amortización y financieros llega el resultado neto positivo. En nuestro caso, tenemos una parte de esos costes que son propios del negocio y otra que es fruto de las adquisiciones realizadas. El gasto financiero también se ha incrementado por la emisión de los bonos convertibles que hicimos en abril de 2018, aunque sólo una parte de eso es gasto en efectivo y lo otro es un apunte contable. Pero sumando los dos componentes, el EBITDA será suficiente para tener resultado neto positivo en 2019.

### **Para el inversor: ¿Qué aporta y en qué se diferencia Gigas del resto de valores?**

Gigas está en un mercado de cloud e infraestructura, un sector que está creciendo a ratios muy importantes en todo el mundo, y eso obviamente nos ayuda. Por otro lado, Gigas como compañía disfruta de unos márgenes muy altos: al disponer de una plataforma propia estamos en unos márgenes brutos en el entorno del 77-78%. Y con los ratios de crecimiento que estamos teniendo al final casi todo el aumento de esos altos márgenes brutos se convierte primero en porcentajes de EBITDA altos y luego en resultado neto y sobre todo en generación de caja. Hemos tenido unos años de mucha inversión y creo que ahora toca recoger lo que hemos sembrado. Además, Gigas es un valor que tiene aún mucho recorrido,

» Gigas tiene un papel casi de facilitador, ya que al ser la infraestructura que se requiere para cualquier proyecto digital, somos un facilitador para toda esa transformación

tanto por el crecimiento orgánico que estamos teniendo como por posibles adquisiciones. Y, en cuento a la acción, que en 2018 ya logró una revalorización importante del 86%, esperamos que este año siga esa tendencia al alza. Por todo ello, es una inversión muy interesante. ■



**Diego Cabezado**

CEO y Co-Fundador  
de Gigas Hosting



# VozTelecom, liderando las comunicaciones en la nube en España desde el MAB

**V**ozTelecom lidera el sector de las comunicaciones en la nube en España prestando sus servicios a más de 5.000 empresas, superando en 2018 la cifra de los 10,5 millones de euros de ingresos y con un EBITDA de más de un millón, unas cifras que sitúan a la compañía como la líder en este segmento de mercado en España, donde operan una docena de compañías, todas de menor tamaño, con oferta de servicios similares para empresas. El servicio Centrex es el principal producto de comunicaciones para pymes de VozTelecom y ofrece en un único paquete la centralita en la nube junto a la telefonía fija, móvil y acceso a Internet. Este último ejercicio los ingresos del Centrex han crecido un 24% respecto 2017 y ya representa el 63% de los ingresos de la compañía, lo que pone de manifiesto la oportunidad de mercado que representan las comunicaciones en la nube en España.

Según datos de la consultora Cavell Group, el mercado de las comunicaciones en la nube ('UCaaS') en España ha crecido un 20% en 2018, superando el 5% de penetración de mercado, lo

que significa que al menos 25.000 empresas de 3 a 99 empleados ya han implantado servicios de centralita en la nube. VozTelecom con más de 5.000 empresas clientes, cuenta con un 20% de cuota en dicho segmento. Cavell estima que dicha penetración superará el 17% en los próximos cinco años, por lo que VozTelecom aspira a mantener su cuota de mercado actual triplicando su cartera de clientes en 2023.

En varios países europeos, así como en EEUU, la penetración de los servicios 'UCaaS' es muy superior a nuestro país, como es el caso del Reino Unido donde existen cinco veces más usuarios de 'UCaaS' que en España. Por ello el mercado nacional será uno de los de mayor crecimiento en los próximos años en Europa y VozTelecom es la compañía mejor posicionada para capturar una buena parte de dicho crecimiento, no sólo por su oferta de producto sino también por su modelo comercial y de negocio.

Este último ejercicio la compañía ha demostrado una mejora relevante de su rentabilidad operativa como resultado de la fuerte inversión comercial realizada tras la salida al MAB

en julio de 2016, tras el despliegue de una red de 15 Puntos de Servicio franquiciados que comercializan en exclusiva los servicios de VozTelecom, bajo un modelo de proximidad en las principales provincias y que complementan una red de distribución indirecta.

Desde el primer trimestre de 2017 hasta el último de 2018 la compañía ha multiplicado por diez el EBITDA trimestral, unos resultados que confirman la creciente rentabilidad operativa de la compañía, la cual continuará en los próximos ejercicios hasta situar el margen EBITDA cercano al 20% en el año 2020.

Esta positiva evolución del negocio en 2018 se ha visto complementada por la entrada de nuevos accionistas relevantes en la compañía, Inveready y Capital MAB, quienes han suscrito una parte significativa de una emisión de bonos convertibles de dos millones de euros, destinados a implementar futuras operaciones corporativas de consolidación de este sector muy atomizado. Todo ello ha resultado en una muy buena evolución de la acción que ha alcanzado una revalorización del +53,8% en el 2018, batiendo a los índices de referencia que han registrado caídas del -7,5% el Ibx Small Caps y de -13,9% el MAB Index. El presente ejercicio 2019 y hasta el 5 de abril la cotización registra una rentabilidad del +40% alcanzando la compañía una capitalización superior a los 18 millones de euros, manteniéndose la cotización por encima de los cuatro euros desde finales del mes de marzo.

En cuanto a empresas comparables en otros mercados, VozTelecom alcanzó en el último trimestre del 2018 una rentabilidad del 17,19% con respecto a rentabilidades negativas de empre-

sas similares en USA como son [www.ringcentral.com](http://www.ringcentral.com) (-11,40%), [www.8x8.com](http://www.8x8.com) (-15,11%) o [www.vonage.com](http://www.vonage.com) (-38,35%).

VozTelecom anunció al mercado un anticipo de los resultados anuales el pasado 20 de febrero confirmando el cumplimiento del Plan de Negocio previsto para 2018 y desde el 18 de marzo la compañía forma parte del índice

Ibx MAB 15, que agrupa las quince empresas del MAB con mayor volumen de contratación, un índice que cierra el primer trimestre del 2019 con una revaloración del +16,66% ocupando VozTelecom la tercera posición con un +36%.

En conclusión, VozTelecom ofrece al inversor del MAB una atractiva oportunidad de inversión. ■



**Xavier Casajoana**

Consejero Delegado  
de VozTelecom

» El mercado de las comunicaciones en la nube en España ha crecido un 20% en 2018, superando el 5% de penetración de mercado





# El Growth Hacking en la era del Tsunami Tecnológico

**E**l *Growth Hacking* es, en términos generales, una estrategia centrada únicamente en el crecimiento exponencial. Por lo general, se utiliza en relación con las nuevas empresas en etapa inicial; unidades de negocio que necesitan un crecimiento masivo en poco tiempo con presupuestos pequeños.

El objetivo de las estrategias de *Growth Hacking* es adquirir la mayor cantidad posible de usuarios o clientes y gastar lo menos posible. Este término fue acuñado en 2010 por Sean Ellis, fundador y CEO de *Growth Hackers*, definiendo a cualquier persona involucrada en un producto o servicio, incluidos los gerentes de producto e ingenieros, que utiliza estrategias creativas y de bajo costo para ayudar a las empresas a adquirir y retener clientes. A veces, los *Growth Hackers* también se denominan *growth marketers*, pero hay que puntualizar que los *Growth Hackers* no son simplemente publicistas.

Los *Growth Hackers* tienden a ser obsesivos, curiosos y analíticos, se centran únicamente en estrategias relacionadas con el crecimiento del negocio, plantean hipótesis, priorizan y prueban estrategias de crecimiento innovado-

ras para ver qué está funcionando, establecen prioridades, identificar canales para la adquisición de clientes, miden el éxito y saben cómo escalar el crecimiento.

Para cada compañía, el *Growth Hackers* trata de averiguar por qué creces y buscar formas de hacer que eso suceda a propósito; su trabajo, su obsesión es obtener tráfico y visitantes, convertir a los visitantes en usuarios y retenerlos como clientes felices.

Todas las empresas deberían de crear este puesto, siempre y cuando tengamos un producto y hayamos comprobado que hay una demanda real y nuestros futuros compradores estén dispuestos a pagarlo. Si estas premisas están superadas podremos empezar a recopilar datos para que podamos comprender las costumbres de nuestros principales compradores y orientar las tácticas de marketing de crecimiento en consecuencia.

Debemos invertir en actualizar nuestro producto a intervalos regulares y seguir comunicando para recibir comentarios de los clientes, debemos alentarles a comentarnos sus experiencias, nuestras ventajas y nuestros proble-

mas, para que siempre sepamos si estamos en el camino correcto, o nos estamos quedando atrás.

Llegado este punto es muy probable que ya nos encontremos en la fase de comercialización, hemos testeado con muestras y ahora buscamos fomentar el crecimiento continuo con la venta. Debemos analizar cada venta y aplicar técnicas de optimización de conversión para conocer el crecimiento efectivo de una técnica que no debemos olvidar, busca un crecimiento exponencial.

Pero las empresas siempre quieren saber cuál de las diferentes estrategias de *Growth Hacking*, funciona mejor. Lo importante no es decantarse por una línea, sino trabajar en las tres áreas principales: Marketing de contenidos, Marketing de producto y Publicidad.

Las actividades típicas de marketing de contenidos incluyen desde comenzar un blog y crear contenido valioso y comparable, participar activamente en otros blogs como invitados, creando y difundiendo contenidos en redes sociales, generar libros electrónicos y libros blancos que acerquen la realidad de mi producto o servicio al mercado, arrancar con acciones de podcasting o ejecución de webinars.

Lo antes posible deberemos empezar a aplicar actividades de Marketing de producto, manteniendo una estrecha relación con los medios para tener una mayor presencia, envío de muestras a

bloggers, lanzamiento de concursos, o un trabajo específico con foros relevantes, grupos y subreddits, para incrementar el valor de nuestra comunicación, serán actividades permanentes.

La publicidad es el tercer motor de nuestra experiencia, buscando realizar un Marketing influyente, que nos permita construir

una conexión más fuerte con los usuarios, mejorar la visibilidad del contenido trabajando acciones SEO, generar campañas de publicidad de pago por clic para incentivar la compra.

Existen muchas empresas que han crecido exponencialmente que aplican técnicas de *Growth Hacker* desde el minuto cero, es famoso el caso de AirBnB, que utilizó Craigslist, un sitio web de anuncios clasificados con secciones dedicadas al empleo, vivienda, y foros de discusión entre otras, para encontrar y comercializar a personas que buscaban un alojamiento asequible y poderles ofrecer su propio producto. ■



## Ángel Bonet

Experto en Innovación  
e Impacto Social

» El marketing vuelve a ser una pieza clave y estratégica en el crecimiento exponencial de las compañías, en pleno tsunami tecnológico



# La IA es una tecnología exponencial

**E**l ecosistema de la IA (inteligencia artificial) es una tecnología exponencial. La efectividad de cada una de las funciones de desarrollo, mejora la efectividad de los otros desarrollos y lleva a todo el ecosistema a mejorar a un ritmo cada vez más rápido.

## Las compañías están vendiendo hoy productos y servicios de IA

Si bien podemos echar un vistazo a las compañías cuyos modelos de negocio utilizan ahora mismo la IA, cabe preguntarse qué está haciendo hoy por hoy la IA. A continuación, presentamos algunos ejemplos:

- **Automatización de los procesos de robótica:** compañías como Blue Prism, Nice y Pegasysystems, ayudan a las empresas a asumir ciertas funciones de trabajo, sobre todo aquellas que generalmente son repetitivas, como por ejemplo: la revisión de documentos, la facturación con cumplimiento de contrato y la incorporación de clientes. Al permitir que las computadoras se encarguen de estas tareas repetitivas, los humanos quedan liberados para realizar un trabajo más estimulante.
- **Reconocimiento virtual:** Veritone es una firma que trabaja con temas relacionados con el reconocimiento facial y de objetos, lo cual abarca funciones de IA más amplias como la Conducción Autónoma y Seguridad.
- **Automatización de procesos de Marketing/Ventas:** compañías como Corelogic y Pros Hol-

dings, ayudan en tareas como el ajuste a medida de los parámetros empleados para las propuestas de negocio a los clientes inmobiliarios, así como en la predicción de las oportunidades que serían de mayor interés para los clientes.

- **Procesamiento de lenguaje natural:** esta es un área muy prometedora, porque implica que las computadoras puedan procesar textos y/o voces que se utilizan con frecuencia en chatbots y en las líneas telefónicas de servicio de atención al cliente. Empresas como Nuance Communications, están interesadas en esta área.

## Las grandes compañías versus, las más nuevas y pequeñas

¿Están compañías como Amazon, Microsoft, Alphabet y Alibaba involucradas en el mundo de la IA? Inequívocamente, la respuesta es: ¡SÍ! Si bien estas firmas están llevando a este campo a desarrollarse en modalidades muy importantes, un aspecto clave que las distingue del resto del sector, es que están yendo por muchos otros objetivos. Asimismo, hoy en día, son algunas de las compañías más grandes a nivel mundial. No caben dudas de que no solamente mejoran el ecosistema de la IA, sino que además son algunos de los grandes pesos en materia de inversiones "tech" más genéricas. Creemos que es importante diferenciar el foco que se hace con la IA, de aquellos gigantes tecnológicos bien conocidos.

## Las compañías están llevando la funcionalidad de la IA "al límite"

La mega tendencia en IA también beneficia a las compañías que hacen otras tareas más allá de la venta directa de procesos de IA. Cuando ha-



como mencionamos a “El Límite”, nos referimos a la distinción que hay entre: realizar la IA en la nube -y por ende la necesidad de enviar los datos a un área centralizada antes de que se realicen los procesos de IA- y la realización inmediata de funciones de IA y procesos. De mayor a menor, el Gráfico 1 indica el modo en que esto sucede, así como plantea el ejemplo de compañías que funcionan en cada paso de la cadena.



- **NVIDIA:** este es el productor estándar de unidades de procesamiento gráfico (GPUs, por sus siglas en inglés), que son piezas muy importantes de redes neuronales de múltiples capas y requieren una gran capacidad de procesamiento computacional.
- **Intel & XILINX:** una vez que se definen las tareas específicas de un proceso relacionado con la IA, puede pasar que inclusive las GPUs, no alcancen la funcionalidad óptima. Esto puede hacer que los usuarios de la IA requieran unidades de procesamiento más especializadas. Intel y XILINX son las empresas líderes de mercado en la producción de Matrices de Puertas Programables de Campo (FPGA). Las mismas son simplemente chips de computadora, que pueden ajustarse en el campo para mejorar sus capacidades de realizar una tarea específica.
- **Mediatek, CEVA & Alphabet:** una vez que se logra un punto en el que no se requieren más ajustes en el procesador, el enfoque más eficiente para colocar procesos relacionados con la IA “al Límite”, se realiza a través de la utilización de Circuitos Integrados Específicos De Aplicación (ASIC). Estos chips son ideales solamente para su función específica y nada más que ella, y han sido diseñados para optimizar tareas como el consumo de energía y el peso. ■



**Christopher Gannatti**

*Head of Research WisdomTree*

SÉBASTIEN SENEGAS | Director Edmond de Rothschild AM España

# “Mantener la excelencia en lo que hacemos es nuestro principio”

Sébastien (de origen francés), se incorporó al Grupo Edmond de Rothschild en 2006 como encargado de venta de soluciones de inversión para la península ibérica desde Francia. En 2009 fue el responsable de la apertura de la oficina de Edmond de Rothschild Investment Managers en España y desde marzo de 2015 máximo responsable de Edmond de Rothschild Asset Management para España. Un ejecutivo inquieto e involucrado en el desarrollo internacional de la gestora, sobre todo del mercado americano. Profesional altamente cualificado, domina varios idiomas, cercana y amable donde las haya. Entre sus aficiones está el rugby, cocinar y leer, sobre todo, historia. **Por Consuelo Blanco.**

**E**l Grupo Edmond de Rothschild es una empresa independiente y de capital familiar especializada en banca privada y gestión de activos. También lleva a cabo actividades de financiación corporativa, private equity y administración de fondos. Tiene presencia en varios países europeos, en China y Hong Kong y en Latinoamérica, empleando a 2,700 profesionales.

Edmond de Rothschild es un nombre muy conocido no sólo en el sector financiero, sino en otros como el vinícola”. La rama francesa de la dinastía mantiene viva la herencia del fundador, Mayer Amschel Rothschild, pasión por los viñedos y sus caldos.

**“En todo lo que hacemos, tratamos de mantener la excelencia”**, hace hincapié Sébastien.

Cuando pensamos qué hace diferente a Edmond de Rothschild, al igual que comentamos de la cercanía de Sébastien, es la proximidad de los equipos de gestión con los clientes una de las variables sumamente diferencial, y algo apreciado por sus clientes. Los gestores no son divas, sino personas con la capacidad y experiencia necesaria para tomar decisiones de inversión por parte de sus partícipes, pero con la empatía y huma-

nidad suficiente para, si es necesario, aclarar dudas a sus clientes. Siempre dispuestos y encantados de hablar con ellos, aún cuando cuentan con la figura de especialista de producto.

No debemos quedarnos con la idea que la firma es pequeña (ya que gestionan en torno a 150.000 millones de euros a nivel Grupo), sino que tiene un “buen tamaño” lo suficientemente grande y con los recursos necesarios para hacer lo que quieren, pero más pequeños comparados con otros en la industria, lo que les otorga una mayor flexibilidad para hacerlo como lo quieren. Las gestoras que tienen fondos muy grandes (entre 15 - 20 mil millones) no siempre tiene la facilidad de gestionar o invertir como quisieran, ya que el volumen algunas veces impone unos corsets bien rígidos.

Hablando con Senegas sobre la **excelencia**, cabe considerar que menos del 20% de los clientes son internos, lo que hace que constantemente estén buscando la perfección no sólo en el servicio sino también en resultados, evitando poner en riesgo más del 80% de la base de clientes.

Tiene clientes institucionales de relevancia en Francia, Suiza, Alemania e Italia. Poco menos de la mitad de su base de clientes, son clientes



institucionales, alrededor de un 18% son internos y el resto son clientes de *wholesale*.

**España es un país diferente para el grupo.** Es el único, aparte de Francia, donde desarrollan todas las actividades donde el Grupo tiene presencia: financieras, vinícolas y las relacionadas con fundaciones y filantropía. Un país donde hay un fuerte compromiso y donde el Grupo está para quedarse. Así lo demuestra día a día: recientemente un fondo de *private equity* de Edmond de Rothschild compró y reformó un hotel en Velázquez 62, en pleno centro de Madrid. "Adquisiciones como esta ratifican nuestro compromiso de permanencia en España", dijo Sébastien.

Pero entonces nos preguntamos, dado este compromiso, ¿cuánto contribuye EdRAM Es-

paña a los resultados del Grupo? Aún cuando España no es de los mercados de mayor aporte (apenas hará su décimo aniversario en junio), sí es de los de mayor crecimiento.

Durante nuestra charla con Sébastien comentamos sobre los productos que se demandan. En Europa, los clientes no siempre buscan las mismas clases de activos, pero sí hay un cierto parecido. Se buscan buenos productos en cuanto a flexibilidad y necesidades concretas, con un *performance* satisfactorio en el largo plazo, que justifiquen las comisiones que se pagan.

**Los fondos convertibles se venden bien en Francia.** En España, como alternativa a los depósitos, pero con más riesgo, han ofrecido crédito europeo *buy and hold*.

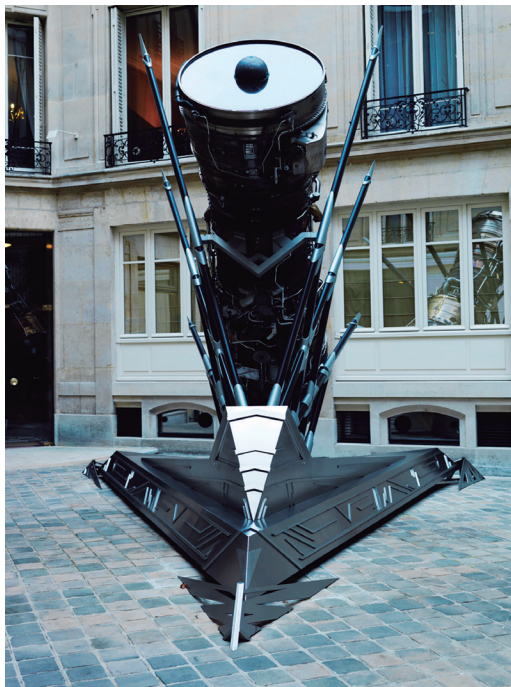
Los fondos de retorno absoluto tienen mucho éxito en España, aún cuando en 2018 todo se correlacionó, haciendo difícil obtener rentabilidades positivas. Justamente el Financial Times dedicó un artículo en portada a este tema el 18 de marzo de 2019, que titulaba "los activos europeos en fondos de retorno absoluto cayeron a 86.000 millones de euros).

Entre sus productos, **EdRAM** cuenta con el fondo EdR Start (642 millones de euros en activos bajo gestión), y aún cuando sólo perdieron 1% en 2018 (habiendo conseguido ya rentabilidades positivas en estos primeros meses del año), también sufrió con estas estas salidas generalizadas.

Senegas es un partidario de los *performance fees* o comisiones por resultados. Considera que es la mejor forma de garantizar la alineación de intereses entre inversores y gestores. Cree que la remuneración del gestor debería estar vinculada al desempeño de su fondo. "Hay que tener cuidado con que el gestor quiera tomar mucho riesgo, de ahí, la importancia del área de control", nos enfatiza.

La gestión pasiva es complemento de la gestión activa. Los gestores activos tienen que alejarse lo más posible de la gestión pasi- →





→ va, con comisiones que justifiquen su alfa, y carteras concentradas. Fondos mixtos, fondos balanceados, fondos temáticos en RV, fondos flexibles es donde la gestión activa tiene mucho futuro.

**MiFID II** implica mayor transparencia para el cliente, lo que se traduce y traducirá en mayores costes en tecnología, riesgos, control, etc. Es verdad que las comisiones de gestión van a ir a menos, no sólo en España sino a nivel global. Menores comisiones, mayores costes.... habrá una consolidación del sector, que ya ha comenzado. "También creo que se requieren gestoras independientes como nosotros, con ideas innovadoras de inversión, que tendrán que crecer y alcanzar más volúmenes".

Asimismo, debe haber una consolidación de la oferta de productos. EdRAM tiene 70 fondos abiertos y, entre mandatos y otros cerrados, llegan a 150. Han reducido la oferta en los últimos años vía fusiones, absorciones, "concentrarte en aquellos productos donde tienes credibilidad, porque tienes los recursos, equipos, capacidad y las ideas", y nos destaca dos de sus fondos: el fondo

temático EdR Fund Big Data, gestionado por Jacques-Aurélien Marcireau y el fondo EdR Bond Allocation, gestionado por dos gestores de amplia experiencia (Guillaume Riége y Eliezer Ben Zimra).

Para terminar, le pedimos que nos de su visión sobre la fase del ciclo en el que estamos. Nos comentó que **estamos más cerca del final de ciclo en EE.UU.**, pero hay que prestar atención a la creación de riqueza, que no ha sido la más importante, con tasas de crecimiento bastante bajas respecto a otros ciclos. El 9 de marzo se cumplieron 10 años de ciclo expansivo, pero no se ha creado tanta riqueza. Un dato a tener en cuenta es que de la riqueza generada por el mercado de valores estadounidense en el periodo 1926-2016, puede atribuirse tan solo al 4% de las acciones que lo componen. Aún queda camino por recorrer en este sentido, aunque considera que en tres años sí que podría haber una recesión que lleve a bajadas de tipos en EE.UU. En Europa, BCE aún está en modo expansivo.

Ante este escenario, le preguntamos **¿qué activos nos recomendaría?** "La renta fija sigue viva, es menos fácil que antes, pero hay soluciones, sobre todo, manteniéndola en un periodo suficiente de tiempo (4-5 años), que, para un inversor español, no tan acostumbrado al largo plazo, es difícil; pero en Francia sí, porque hay un tratamiento fiscal muy favorable a 8 años que empuja a tener una visión a largo plazo".

En renta variable habrá volatilidad, por supuesto, pero cree en las temáticas: Big Data (muy largo plazo), con un futuro muy bueno. No tienen tanta correlación con la macroeconomía; no dependen que la venta del iPhone crezca a doble dígito en china, pero sí del capex en IT en las empresas. Es un fondo multi-sectorial, siempre y cuando el big data aporte valor y además las empresas tengan fundamentales buenos.

**"Si tu tienes tiempo, hay muchas soluciones de inversión"**, concluye. ■



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

# Miramos más allá de lo tradicional. Con un objetivo. El tuyo

Mediante la combinación de flexibilidad y experiencia para invertir en una extensa gama de clases de activo, instrumentos y mercados, nuestras estrategias multiactivo ofrecen acceso a un amplio universo de oportunidades para ayudar a tus clientes a conseguir sus objetivos de inversión.

[aberdeenstandard.es/multiasset](http://aberdeenstandard.es/multiasset)

Capital en riesgo

**Aberdeen Standard**  
Investments

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.SC108419. 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.



Cultivar desde  
el sofá.

¿En serio?

En serio.

**Los vehículos agrícolas autónomos son una realidad.** En estos tiempos de rápido crecimiento de la población y aumento de la demanda de alimentos, la producción agrícola también se vuelve más eficiente. Fidelity analiza e invierte en estas megatendencias a través del **Fidelity Funds Global Demographics Fund**.

[fondosfidelity.es/megatendencias](https://fondosfidelity.es/megatendencias)



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

CS1044