

- La cara y la cruz de los CoCos
- MAB, inversión cualificada a largo plazo
- Entrevista Javier Villegas, Country Head Franklin Templeton Iberia



El Brexit

como oportunidad
de inversión

Vontobel

Asset Management

Dar en el blanco

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

vontobel.com/high-conviction

Cuando hacer previsiones no sirve de nada

El Brexit es y seguirá siendo, por tiempo, un factor de incertidumbre que se dejará sentir en los mercados. Da igual que el mercado británico esté barato o que sea mejor que salgan fuera de la Unión Europea, la incertidumbre en torno a la economía y sus compañías ya se está dejando sentir. Y, lo más complicado, es que no se puede valorar si el índice o su divisa están baratos respecto a su media histórica porque no se puede poner en precio algo que 1) no se sabe si va a suceder y 2) no se sabe cuál será su impacto. Por el momento las gestoras reconocen que los flujos sobre sus fondos de Reino Unido no se han visto resentidos en el año.

Detrás de esto es necesario ver cómo se han comportado los beneficios de las compañías, tanto las que generan beneficios fuera como los que los generan dentro. Un comportamiento en el que hay que tener en cuenta la evolución de la libra esterlina. De hecho, las compañías que han obtenido menos del 30% de sus ingresos en el Reino Unido serán más proclives a marcar un fuerte desempeño en períodos donde la libra tiende a depreciarse. Es más, la rentabilidad media de los valores de las compañías con menos del 30% de sus ingresos provenientes de Reino Unido ha sido superior en cada uno de los períodos desde 2016, fecha en que se votó a favor del referéndum.

Todo eso sabiendo que ningún experto sabe exactamente qué significará el Brexit y cualquier intento de aproximación al análisis puede quedar invalidado en el momento en que surjan más detalles en torno al proceso.

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

91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Depósito legal: M-12355-2019

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

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

info@estrategiasdeinversion.com

Imprime: Scorcia & Fiesco



6



32



44



64



66

JUNIO 2019 | Nº 6



CONTENIDOS

El Brexit como oportunidad de inversión <i>Reportaje por Silvia Morcillo</i>	6	Más allá del Ibex <i>Entrevista a Fernando González, consejero delegado de Ezentis</i>	64
La importancia de la monitorización de los inventarios semanales de crudo <i>Macroeconomía por Ramón Bermejo</i>	22	MAB, inversión cualificada a largo plazo <i>Por Javier Ablitas</i>	66
Ranking de fondos <i>Los mejores y peores del mes de mayo</i>	32	Entrevista final Javier Villegas <i>Country Head Franklin Templeton Iberia</i>	76
El fondo del mes <i>Veritas Global Real Return</i>	34		
Una hora con... Ana Ros <i>Directora de inversiones de If EAFI</i>	40		
Selectores <i>MoraBanc</i>	44		
El lado oscuro de los CoCos: ampliación de spreads y reprecación de estructuras a perpetuidad <i>Reportaje por Eva Pla</i>	54		



Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

BUSCAMOS LA EXCELENCIA EN LA INVERSIÓN

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

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

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



Telf.: 910 882 806

Mail: inversores@amiralgestion.com

www.amiralgestion.com/es

Suscríbese a nuestro newsletter en:
www.amiralgestion.com/es/newsletter



De izquierda a derecha: **Silvia Morcillo** (Ei), **Javier Martín** (URSUS 3 Capital SV), **Consuelo Blanco** (Ei), **Ismael García** (Mapfre AM), **Victoria Torre** (Self Bank), **Rubén García** (Columbia Threadneedle) y **Álvaro Antón** (Aberdeen Standard Investments)

El Brexit como oportunidad de inversión

Tras la dimisión de Theresa May como primera ministra británica, algunos de los candidatos para sucederla han manifestado su deseo de un Brexit sin acuerdo. En respuesta a ello, Europa estaría redoblando los preparativos para una ruptura total con Reino Unido. Un escenario que obliga a los analistas a revisar su escenario en un momento en que la libra está desplomada. Pero no siempre hay que elegir entre lo malo y lo peor porque este escenario deja oportunidades. **Por Silvia Morcillo**

La incertidumbre sobre el Brexit no se acabó después que, el pasado mes de mayo, Theresa May dimitiera al no haber podido ejecutar la separación definitiva de Reino Unido con Europa. La mandataria dejó así abierto un proceso para elegir sucesor como líder del Partido Conservador y jefe del Gobierno. Sin embargo, las últimas elecciones europeas celebradas el pasado 26 de mayo han supuesto un varapalo para el partido conservador – relegado a la quinta posición – en pro del Partido del Brexit fundador por el ultranacionalista Nigel Farage.

¿Y ahora? Después de tres años desde que se votara a favor del Brexit lo cierto es que el panorama sigue siendo igual de incierto. “Todo lo que se está produciendo en Reino Unido es inestabilidad y ésta no gusta a los mercados porque no ofrece seguridad jurídica”, asegura **Álvaro Antón, Country Head Iberia de Aberdeen Standard Investments**, en respuesta a la posible “nacionalización” de sectores propuesta por el laborista Jeremy Corbyn. La realidad, prosigue este experto, es que la independencia y el “yo conmigo” no es bueno, más si se ve que el crecimiento de Reino Unido ha sido el peor de toda Europa “pues deberían estar creciendo

a un ritmo del 2-2,5%". Esta cifra está entre uno y dos puntos por encima de la cifra estimada por el Banco de Inglaterra, que prevé el crecimiento "más bajo en diez años" de la economía. Una situación que todavía no se ha dejado sentir en el ciudadano británico de a pie, admite **Rubén García Paez, Head of Iberia & Latam Distribution de Columbia Threadneedle**, al que se le ha incrementado el salario un 3,2% que compensa en cierto modo una inflación en el 1,9% y con una tasa de paro del 3,2%. De no ser así, "estaríamos hablando de una recesión en el PIB, de una foto más agresiva con los políticos actuando de otra manera".

Lo que es cierto es que el Brexit funciona como un contrato a futuro "y cuando llega la fecha de vencimiento rolas la posición al siguiente y todo sigue igual", admite **Ismael García, gestor de inversiones de Mapfre inversión**. Al final los políticos van y vienen, los partidos se van cambiando y lo que queda son las compañías que es donde hay que fijarse. De hecho, para muchos expertos seguramente Reino Unido tiene delante la oportunidad para redefinirse como país y está generando una

oportunidad de inversión fuera de serie al tener activos de muy buena calidad.

Cuando se habla de mercados de renta variable, **Javier Martín, socio de Ursus 3 AV** apunta a las "REITS, que desde la burbuja inmobiliaria han tenido una depreciación (-20%) de sus inmuebles con verdaderos activos con capacidad de valorar y trasladar el deterioro inmobiliario, y las small caps que son compañías muy flexibles con capacidad de adaptarse en momentos de incertidumbre".

Como economía, dice Martín, la economía británica es de lo más "potente que se puede encontrar ahora en Europa en cuanto a activos, al menos hasta que se materialice el Brexit". →

» La incertidumbre sobre el Brexit no se acabó después que, el pasado mes de mayo, Theresa May dimitiera al no haber podido ejecutar la separación definitiva de Reino Unido con Europa





→ De hecho, un tercio de las compañías británicas ya han programado y previsto el impacto que tendrán en caso de un Brexit. Si atendemos a aquellas más representativas de la economía británica, **Victoria Torre, responsable de contenidos, productos y servicios de Self Bank** cree que las financieras, en todo caso, “son las que menos problemas tendrán porque tienen mayor cobertura, desde un primer momento han estado más arropadas por el Gobierno, algo que no pasa con el resto de empresas”. Sin embargo, es un sector sobre el que ha pesado la política de tipos bajos y la regulación de nuevas fintech, por lo que “tienen otros problemas adicionales a los propios generados por el Brexit”

Eso sí, no hay que perder de vista que las grandes compañías son ya globales. En el caso del FTSE-100 “el 70% de los ingresos de sus compañías proviene del exterior (25% USA; 22% Europa y 20% Emergentes) por lo que seguro que existen oportunidades”, asegura el experto de Mapfre. Y además, es bien sabido que la renta variable de Reino Unido se caracteriza por su componente defensivo al

tener peso en sectores defensivos que ofrecen una rentabilidad por dividendo “muy atractiva que roza el 4% en estos momentos”. Uno de estos sectores es el de consumo básico que se está enfrentando un ajuste en márgenes muy importante motivado por factores disruptivos y que contribuye a que, el mercado británico sea de las que mejor se comporta cuando lo PMIs bajan.

Un mercado que, con una perspectiva histórica, está barato pero no todo vale cuando se habla de mercado británico. “Yo veo demasiado optimismo y, temas como fintech, consumo o los márgenes de algunas empresas no sabemos el impacto que tendrán con el Brexit”, admite **Consuelo** →

» Seguramente Reino Unido tiene delante la oportunidad para redefinirse como país y está generando una oportunidad de inversión fuera de serie al tener activos de muy buena calidad

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**



➔ **Blanco, responsable de fondos de Estrategias de inversión.** Una experta que alude a un PER de 14x como algo que en el mercado se considera barato pero ¿y si caen los beneficios de las compañías un 30%? Sin saber el impacto, es complicado dar una previsión de beneficios futuros.

¿Y si hablamos de renta fija? La clave está en la política monetaria pues el Banco de Inglaterra no es ajeno al Brexit y no puede trabajar bajo un escenario macro fiable. “Con una inflación cercana al límite superior del 2%, tasa de paro baja, salarios creciendo y PMI por encima de 50, lo normal sería apostar por un endurecimiento de las condiciones monetarias”, admite García. Ahora bien, a pesar de esto, la capacidad de pago de la economía británica no está en entredicho y todavía puede con-

siderarse un activo refugio. Y eso que Reino Unido es el segundo país del mundo con más deuda (456% del PIB) después de Japón, un tercio de la misma está en manos de bancos y además, Reino Unido es el país con una deuda externa más elevada en relación a su tamaño, un 307% del PIB. Unos datos que, vistos en perspectiva, muestran lo formidable que es “cómo se ha comportado la economía británica ante un evento como el Brexit, con tantas implicaciones y tan complicadas que los políticos prefieren no firmarlas”, asegura el experto de Ursus 3 Capital.

Todo esto pone de manifiesto la dificultad de acertar en el timing. De hecho, si se tira de estadísticas, si cogemos el FTSE All Share desde 1998 hasta 2008 y hubiéramos estado fuera del mercado los 90 días mejores de ➔

La oportunidad del Brexit en titulares:

Javier Martín (*Ursus 3 Capital SV*): “Brexit como oportunidad de inversión. Siempre que hay jaleo suele haber oportunidades”.

Álvaro Antón (*Aberdeen Standard Investments*): “Brexit,

buena valoración de compañías y bueno para las exportaciones. Un proceso que no depende solo de ellos”.

Victoria Torre (*Self Bank*): “No esperamos que se vaya a resolver a corto plazo. La vola-

tilidad va a continuar y no es un hecho aislado sino que hay mucho ruido en Europa”.

Rubén García (*Columbia Threadneedle*): “La incertidumbre va a continuar pero también va a generar oportuni-

dades de inversión para gestores activos. Hay que tomar posiciones poco a poco”.

Consuelo Blanco (*Estrategias de inversión*): Valoraciones baratas sí, pero falta de visibilidad en beneficios.



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

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.

→ ese período habríamos retornado un -8%. Si esos mismos 20 años se está invertido de forma continua la rentabilidad anual habría sido del +8%. “Esta divergencia es brutal y pone de manifiesto que la oportunidad existe pero intentar acertar en el punto más bajo del mercado es imposible”, admite el experto de Columbia Threadneedle.

Una situación que dependerá también, sobre todo por eso de que estamos en España e invertimos en euros - de la libra. Una divisa que se ha depreciado frente al euro encadenando su peor racha en 19 años y que es la que mejor refleja el sentimiento del mer-

cado de cara al Brexit y sus negociaciones. “Es cierto que desde el referéndum, la libra ha perdido mucho terreno frente a divisas como el euro y el dólar es posible que esto siga así durante un período elevado de tiempo. La volatilidad implícita de las opciones nos dice que el mercado espera una libra estable en los actuales niveles”, dice el experto de Mapfre, aunque asignando cierta probabilidad de una libra mucho más débil pese a que el soft Brexit podría fortalecer la divisa. Una situación que hace arriesgado tomar posición sobre la divisa primero porque no sólo tienes que adivinar qué divisa lo hará mejor sino que adivinar contra quién. ■

HAN PARTICIPADO



Aberdeen Standard Investments

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



Ursus-3Capital A.V.

- **Fundador/es:** Bienvenido Lara (Presidente), Juan Jurado (Director General)
- **Año de fundación:** 2013
- **Patrimonio gestionado clientes:** 150 millones de euros
- **Número de clientes en España:** 270 clientes



Columbia Threadneedle

- **Año de fundación:** 1994
- **Patrimonio bajo gestión:** 409.000 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 89 fondos

MAPFRE Inversión S.V.

MAPFRE Inversión S.V.

- **Presidente:** José Luis Jiménez Guajardo-Fajardo
- **Año de fundación:** 1989
- **Patrimonio bajo gestión:** 36.300 Millones de euros.
- **Número de fondos registrados en España:** 6 fondos de inversión, 12 planes de pensiones, 3EPSVS



Self Bank

- **Año de fundación:** 2000
- **Número de fondos registrados en la plataforma:** 3.000
- **Número de clientes en España:** 96.000

IM&GINA

DAR FORMA AL FUTURO
INVIRTIENDO EN ÉL



M&G
INVESTMENTS

mandg.es

La marcha de May es un punto de inflexión



Paul O'Connor, director del Equipo Multiactivos con sede en Reino Unido, comenta los callejones sin salida, los cambios y las decisiones difíciles a las que habrá de hacer frente el nuevo primer ministro conservador.

Un callejón sin salida

La esperada decisión de Theresa May de dejar el cargo de líder del Partido Conservador supone un punto de inflexión en el proceso del Brexit. Hace ya más de mil días desde que Reino Unido votó a favor de abandonar la Unión Europea (UE), pero apenas han avanzado las negociaciones desde entonces. El proyecto de ley sobre el acuerdo de salida, un elemento legislativo fundamental de un Brexit negociado, ha sido rechazado tres veces por el Parlamento. Dos rondas de votos indicativos entre los diputados tampoco han conseguido establecer un consenso sobre alguna forma de Brexit. El proceso ha llegado a un callejón sin salida con May.

La llegada de un nuevo primer ministro inyectará un impulso significativo de energía política en este debate y parece es probable que

acabe con el actual punto muerto. Si bien es difícil predecir dónde estará el proceso del Brexit cuando se alcance la fecha límite el 31 de octubre, es probable que haya ocurrido algo significativo para entonces. El Brexit negociado y progresivo que buscaba Theresa May parece ahora un resultado improbable, mientras que un Brexit sin acuerdo, elecciones generales en 2019 o un segundo referéndum parecen ahora más probables que hace unas semanas.

Un liderazgo euroescéptico

Hay bastantes probabilidades de que el nuevo primer ministro asuma el cargo a finales de julio. Todo apunta a que el nuevo líder ganará con una campaña bastante euroescéptica, centrada en una política de "renegociación o Brexit sin acuerdo". Este tipo de campaña encantará a las bases conservadoras, ya que una encuesta reciente del partido indicó que un 75 % de los miembros votaría por este modelo¹. También es probable que reciba un amplio apoyo entre los diputados conservadores, de los cuales 157 votaron a favor de un Brexit sin acuerdo en los votos indicativos del 27 de marzo, en comparación con 94 que votaron en contra. El considerable resultado hacia partidos europeos en las

elecciones al Parlamento Europeo no hará más que alentar este tipo de campaña.

Sin embargo, el nuevo primer ministro no tardará en darse cuenta de lo difícil que será implementar la forma de Brexit que le habrá permitido hacerse con el cargo. El primer golpe de realidad vendrá cuando el nuevo líder interactúe con la UE. Es probable que una de las primeras prioridades del nuevo primer ministro sea intentar reabrir las negociaciones sobre un acuerdo de retirada, centrándose especialmente en la salvaguardia relativa a Irlanda del Norte. Es poco probable que Bruselas ceda significativamente ante un líder británico que defiende activamente un resultado sin acuerdo. Asumiendo, como nosotros hacemos, que no se produzca ninguna renegociación sustancial, el nuevo primer ministro tendrá ante sí un complejo abanico de opciones:

- **Apostar por un Brexit más suave**, centrándose en conseguir una ampliación de la fecha límite y, finalmente, un acuerdo negociado. El tipo de compromisos que es probable que la UE exija antes de acceder a una ampliación serían, casi con toda seguridad, políticamente inaceptables para el nuevo primer ministro. Otra variante consistiría en cambiar la declaración política no vinculante, que establece el marco de las futuras relaciones comerciales, e intentar que se apruebe el actual acuerdo de salida. Teniendo en cuenta los diversos fracasos de May al respecto, esto comportaría enormes riesgos políticos para el nuevo líder y debería considerarse poco probable.
- **Seguir buscando un Brexit sin acuerdo**, con el objetivo de abandonar la UE el 31 de octubre. Esta senda hará chocar al Gobierno con un Parlamento en el que existe una sólida mayoría en favor de un Brexit negociado. El reto será aún mayor si, como parece probable, algunos conservadores moderados abandonan el partido cuando el líder euroescéptico asuma el cargo. Ahora que la mayoría parlamentaria del Gobierno es menor de 10 diputados, no son necesarias muchas renuncias para inclinar la balanza. La situación más probable sería que el Parlamento aprobase una moción de censura contra el Gobierno, lo que le daría dos semanas para recuperar el apoyo del Parlamento o convocar elecciones generales. →

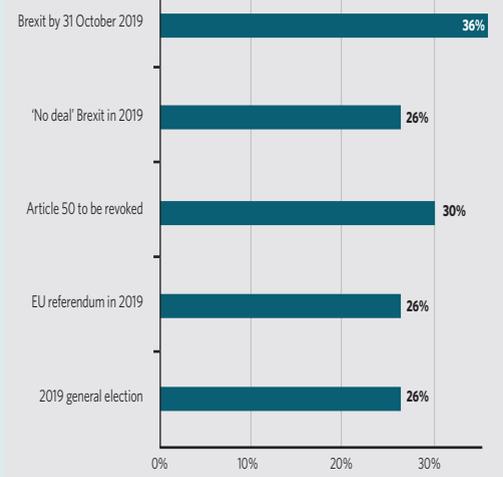
» El valor de las inversiones y las rentas derivadas de ellas puede disminuir y aumentar y es posible que los inversores no recuperen la cantidad invertida inicialmente



Paul O'Connor

Director Equipo Multiactivos en Reino Unido de Janus Henderson

Probabilidades pasadas en las posibilidades de Betfair a 28 de mayo de 2019



→ ● **Suspensión parlamentaria.** En teoría, el primer ministro puede suspender las sesiones parlamentarias, lo que impediría que el Parlamento pudiese evitar un Brexit sin acuerdo. Esto sería una decisión muy polémica, ya que estaría actuando en contra de la voluntad de una mayoría parlamentaria.

● **Convocar elecciones generales.** Reconociendo la dificultad para aprobar leyes importantes con poca autoridad parlamentaria, un nuevo primer ministro podría decidir convocar elecciones generales para conseguir un mandato más fuerte. Sin embargo, a no ser que haya un cambio decisivo en la opinión pública a favor de los conservadores en las próximas semanas, parece una opción arriesgada, puesto el partido obtuvo menos de un 10 % de los votos en las últimas elecciones al Parlamento Europeo. El tiempo es un factor importante a tener en cuenta, con el Parlamento en período de receso del 20 de julio al 5 de septiembre y la fecha límite para el Brexit el 31 de octubre cada vez más cerca.

● **Convocar otro referéndum sobre la pertenencia a la UE.** Dadas las dificultades políticas asociadas a cualquiera de las opciones anteriores, un nuevo primer ministro podría en su lugar decidir que

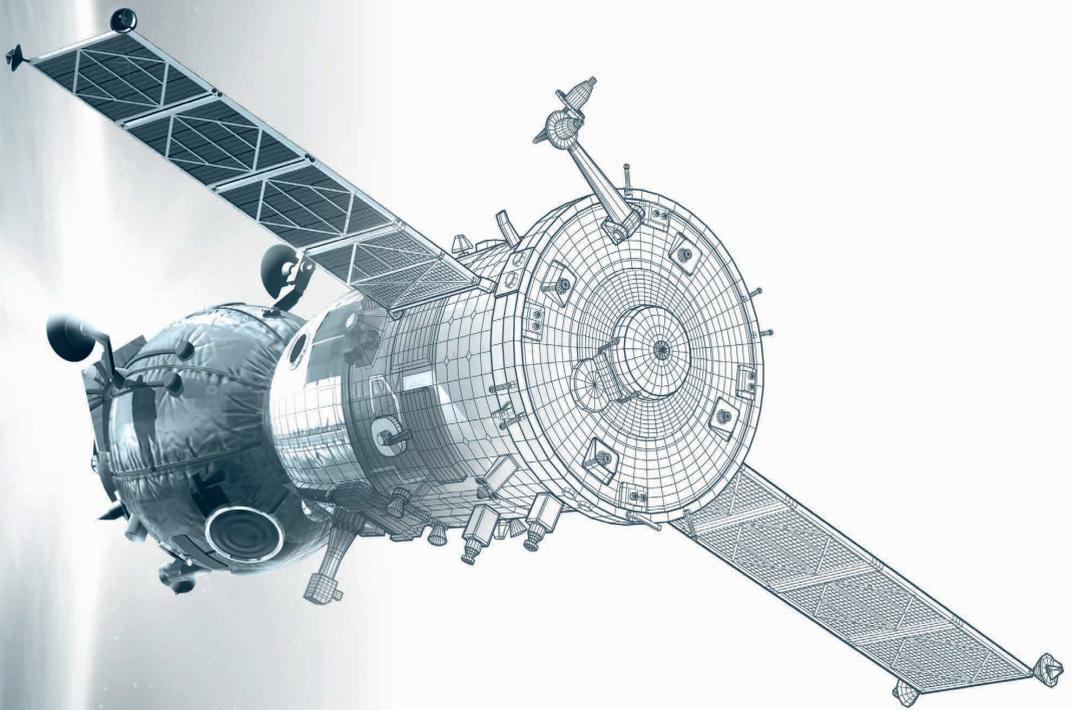
un segundo referéndum sería la forma más efectiva de acabar con el impasse, esperando que dicha votación arrojase una mayoría más sólida a favor del Brexit, lo que haría más fácil su implementación. El mayor riesgo sería la reacción de los partidarios del Brexit si el voto fuese favorable a permanecer en la UE. Otro aspecto a tener en cuenta es que la posición de débil mayoría parlamentaria del Gobierno quiere decir que tendría poco control sobre las preguntas del referéndum y puede ser que ni siquiera consiguiese que la salida sin acuerdo apareciese como posibilidad.

Hora de tomar decisiones

No hay una opción fácil para el nuevo primer ministro en lo que respecta al Brexit. En un par de meses probablemente sepamos quién es el nuevo primer ministro, pero podrían pasar semanas o meses a partir de ahí para que sepamos qué camino tomará hacia la fecha límite del 31 de octubre. Algo que sí parece estar claro ahora, sin embargo, es que la probabilidad de una salida negociada ha bajado de forma significativa con la marcha de Theresa May. En su lugar, diversas opciones de Brexit que parecían poco probables hace unas semanas, ahora se antojan más probables. Si echamos un vistazo a los mercados de apuestas para ayudar a cuantificar las probabilidades, vemos que un Brexit sin acuerdo, que no haya Brexit (revocación del artículo 50), elecciones generales en 2019 y un segundo referéndum sobre la UE son ahora resultados igual de probables. ■

Este documento recoge las opiniones expresadas por el autor en el momento de su publicación y podrían ser diferentes de las de otras personas y otros equipos de Janus Henderson Investors. Los sectores, los índices, los fondos y los valores que se mencionan en este artículo no constituyen ni forman parte de ninguna oferta o invitación para comprarlos o venderlos. La rentabilidad pasada no es indicativa de rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y las rentas derivadas de ellas puede disminuir y aumentar y es posible que los inversores no recuperen la cantidad invertida inicialmente. La información recogida en este artículo no reúne las condiciones para considerarse recomendación de inversión.

¹ Encuesta conservativehome.com: cómo votarían los miembros del partido en una votación indicativo; están mayoritariamente a favor de una salida sin acuerdo.



ALCANCE GLOBAL

PERSPECTIVAS EN PROFUNDIDAD

Janus Henderson Investors existe para ayudar a sus clientes a alcanzar sus objetivos financieros a largo plazo.

Constituida en 2017 de la fusión entre Janus Capital Group y Henderson Global Investors, nos comprometemos a añadir valor mediante una gestión activa.

Con unos activos gestionados valorados en 318.2 millones de euros*, nos enorgullece ofrecer una gama de productos altamente diversificada, aprovechando el capital intelectual de algunos de los pensadores más innovadores e instructivos del sector. Gracias a nuestros equipos de inversión, ubicados en todo el mundo, prestamos nuestros servicios a inversores institucionales y particulares a escala global.

Para obtener más información visite janushenderson.com

Con fines promocionales

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—

*Activos gestionados a 31 de Marzo de 2019. El valor de las inversiones y de las rentas derivadas de ellas puede disminuir o aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el que Janus Capital International Limited (número de registro: 3594615), Henderson Global Investors Limited (número de registro: 906355), Henderson Investment Funds Limited (número de registro: 2678531), AlphaGen Capital Limited (número de registro: 962757), Henderson Equity Partners Limited (número de registro: 2606646), (entidades constituidas y registradas en Inglaterra y Gales con domicilio social en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE) están autorizadas y reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido para comercializar productos y servicios de inversión. Henderson Management S.A. (n.º de reg. B22848) se constituyó y está registrada en Luxemburgo con sede social sita en 2 Rue de Bitbourg, L-1273 Luxemburgo y cuenta con la autorización de la Commission de Surveillance du Secteur Financier. © 2018, Janus Henderson Investors. El nombre Janus Henderson Investors incluye HGI Group Limited, Henderson Global Investors (Brand Management) Sarl y Janus International Holding LLC.

BREXIT?

Brexit: oportunidades para el inversor de largo plazo

Tras la dimisión de Theresa May el pasado 24 de mayo, la incertidumbre sobre el futuro del Reino Unido y su salida de la Unión Europea es absoluta. Esto genera claramente oportunidades para los inversores con un horizonte de inversión de largo plazo, a los que no les importa pescar en río revuelto y aprovechar los picos de volatilidad inherentes al funcionamiento de los mercados financieros. El mercado británico, desde la propia votación del Brexit en junio de 2016, lleva tiempo brindando precios ciertamente atractivos para inversores lo suficientemente valientes de analizar compañías penalizadas por la situación tan anómala que está viviendo los británicos.

Apenas unas semanas tras la primera votación del Brexit, la corrección en Bolsa de multitud de compañías británicas eran de más del 30%. Muchas de ellas contaban con negocios netamente europeos o globales, pero eso no fue suficiente motivo para que su capitalización bursátil se viese dañada. Un ejemplo claro que aprovechamos en Amiral Gestion fue el de

easyJet. El segundo jugador low-cost en Europa vio cómo su capitalización caía más de un 30% en pocas semanas. El riesgo era que su licencia europea que tenía vigente para desarrollar su actividad perdiera su validez. El inversor más miedoso, vende de manera automática. Un inversor más sereno y racional, trata de estudiar la situación, hablar con abogados expertos en la materia, busca situaciones similares que se han dado en el pasado en otras regiones y opta por formar su opinión sólo tras tomar las debidas diligencias de análisis. Todo apuntaba en una clara dirección: easyJet obtendría con facilidad una nueva licencia tras el Brexit que le permitiría seguir desarrollando sus operaciones en el espacio aéreo europeo con normalidad. Para más inri, la cotización cayó tanto en más de un 85% el precio de cada acción estaba cubierta por el valor de la flota de aviones que tenía en propiedad.

Otro ejemplo interesante de inversión es de gestoras de fondos de inversión cotizadas. Los casos de Amundi (francesa pero con parte de negocio en Reino Unido) y Jupiter no fueron

desaprovechados y la rentabilidad ha sido, de momento, más que satisfactoria. El negocio de la gestión de activos es relativamente fácil de analizar. Por suerte o por desgracia, los activos bajo gestión, salvo motivados por la propia caída de los mercados o por una mala gestión de los fondos, suelen ser estables. En una industria que se mueve entre las compañías cotizadas por su escala, una vez que una gestora consolida un nivel de activos bajo gestión, se puede permitir tanto un amplio equipo de inversión como una fuerza de ventas y de marketing que le ayude a seguir creciendo en activos. En años incluso como el 2008, fueron varias las gestoras que no sufrieron fuertes reembolsos, dado que son miles sus clientes que religiosamente a final de cada mes hacen sus aportaciones periódicas a sus planes de pensiones. Evidentemente el mercado tuvo miedo del nuevo escenario que se habría ante el Brexit. ¿Podrían estas gestoras vender sus productos en la Unión Europea? ¿Cómo impactaría este nuevo escenario a la cuenta de pérdidas y ganancias? Lo cierto es que el Brexit tuvo como consecuencia una natural depreciación de la libra esterlina, lo que afectó de manera positiva a todas aquellas empresas que tenían el grueso de sus costes en libras y una gran parte de sus ingresos en euros. El Brexit, a decir verdad, benefició a empresas como Jupiter.

Situaciones como el Brexit no son tan habituales. Estamos convencidos de que los inversores más avisados serán capaces de encontrar muchas más ideas de inversión asimétricas de este tipo en Reino Unido, ahora que la incertidumbre vuelve a dispararse. Lo realmente interesante de la situación que tiene lugar en Reino Unido es el amplio abanico de escenarios que pueden darse. Como suele decir el inversor en valor Mohnish Pabrai, hay que buscar escenarios en donde nos encontramos ante un riesgo relativamente bajo y mucha incertidumbre. Eso hace que nuestra probabilidad de sufrir como inversores una pérdida permanente de capital sea baja, al tiempo que la alta incertidumbre provoca valoraciones absurdas que de no haber ese amplio número

» Europa y Reino Unido son regiones atractivas para invertir, tanto si están juntas como si son dos entidades separadas entre sí, tal y como apuntó Warren Buffett

de escenario no daría lugar. Warren Buffett ya manifestó en su Junta General de Accionistas el pasado mayo: Europa y Reino Unido son regiones atractivas para invertir, tanto si están juntas como si son dos entidades separadas entre sí. Así que no se centre en qué pasará finalmente y busque aquellas compañías en las que gane con independencia de cómo resulte ser el Brexit. ■



Pablo Martínez Bernal

*Responsable de relación
con inversores de Amiral Gestion*



Javier Martín Carretero

Socio Ursus 3 Capital AV

Medidas de contingencia ante el Brexit

¿Cómo posicionarse?

El Brexit puede ser la mejor excusa para realizar inversiones en activos de gran calidad (los de compañías del R.U.) a precios muy atractivos, fruto de la incertidumbre creada por la salida del R.U. de la Unión Europea. A los bajos precios se suma la fuerte devaluación de la libra desde junio de 2016.

El riesgo de radicalización de la política en el R.U. no se puede menospreciar, pero es altamente improbable que en caso de ganar las elecciones un líder populista, lleve a cabo políticas de nacionalización de activos. Más bien, es probable que tras el Brexit, el parlamento británico tenga la necesidad y oportunidad de redefinir la posición del Reino Unido en el mundo.

Podrán decidir entonces sobre la fiscalidad, que sectores incentivar, aliados comerciales preferentes. No es descartable que el R.U. se coloque como un punto privilegiado no sólo para las empresas financieras, también para las tecnológicas, investigación en salud, seguros, consultoría, fruto de ventajas a las sociedades que se instalen allí y de las enormes sinergias e incrementos de productividad que se generan al estar en entornos de empresas líderes.

De esta manera, cabría esperar que la economía del R.U. más pronto que tarde volviera a tener un ciclo alcista en su crecimiento económico que colocará de nuevo a su divisa con una razonable apreciación.

De hecho, podemos ver que cada vez que el ciclo económico del R.U. se desacelera, la libra se debilita por las ventas de muchos inversores, además del beneplácito del Gobierno y Banco Central para hacer más liviana la recesión. Tras ella, cuando vuelve el crecimiento, lo atractivo de los activos del R.U. facilita la demanda de inversiones en esta área que revaloriza la libra.

Brexit y la industria de Fondos de Inversión

El impuesto de suscripción luxemburgués (taxe d'abonnement) es del 0,05% anual para los inversores minoristas y del 0,01% anual para los inversores institucionales. No se prevé que el menor tamaño de las nuevas SICAV tenga un efecto sustancial en las cifras de gastos corrientes, pero en el peor de los escenarios podría darse un aumento del 0,02%. En total, esto podría suponer un incremento del 0,07% de las cifras de gastos corrientes, incluyendo ambas variables.

Para facilitar el tránsito, echar un cable a la industria y proteger a los inversores en fondos, los reguladores financieros de la UE y el Reino Unido han firmado un 'memorandum de entendimiento' con el fin de poner en marcha un marco de cooperación entre ambos mercados. Entre otros aspectos, ESMA y la FCA cooperarán en materia de supervisión e intercambio de información.

La normativa UCITS, de los fondos 'tradicionales', prohíbe expresamente delegar la gestión de los productos a gestoras no europeas. ■

¿CUÁL ES LA ENERGÍA DE TU FUTURO?

ENDESA, COMPROMETIDA CON EL PROGRESO Y LA SOSTENIBILIDAD. Cada uno de nosotros tenemos una energía que nos impulsa a avanzar y construir el futuro que queremos. Y cada uno de nosotros hoy puede contar con esa energía sostenible para hacerlo. **Sea cual sea tu energía, cree en ella.**

What's your power?

La importancia de la monitorización de los inventarios semanales de crudo cuando se opera en futuros sobre el Light Sweet Crude (NYMEX)

Hay un evento semanal de mercado dentro del calendario de indicadores que cobra especial relevancia en la operativa sobre el contrato de futuros más líquido que existe. Se trata del Light Sweet Crude, que cotiza en el NYMEX (New York Mercantile Exchange) y que se publica cada miércoles a las 16:30 pm, salvo festivos que en dicho caso se traslada al jueves a las 17:00 pm hora española.

la baja en virtud del grado de desviación respecto al consenso de analistas encuestados semanalmente por Bloomberg, y esta reacción a veces no sólo se circunscribe a las horas siguientes a su publicación generando amplios movimientos intradiarios que en las últimas tres ocasiones registradas desde el 22 de mayo 2019 hasta el 5 de junio 2019 han sido del -8,68% (22-23 de mayo), -11,18% (30-31 de mayo) y -4,48% (5 de junio), sino que persiste más allá de la sesión en la que se publica.

Este evento de mercado tiene la capacidad de provocar una fuerte deriva (*drift*) al alza o a

El seguimiento estrecho y minucioso de este dato unido a la extraordinaria liquidez de la



que da testamento el volumen de contratos negociados de este contrato de futuros, tal como se puede observar en el gráfico intradiario adjunto de 60 minutos, nos permite utilizar de manera combinada técnicas de *market timing* (reconocimiento de patrones en las series diarias e intradiarias junto a métodos de alisado) junto al seguimiento de noticias que puedan mover el mercado. Nótese como en dicho gráfico se puede observar un icono en fondo verde de un barril de crudo que nos alerta que el resultado del dato ha sido superior al nivel de la previsión de los analistas encuestados.

Nos estamos refiriendo a los inventarios semanales de crudo que publica el DOE de EEUU (U.S. Department of Energy), donde en las últimas tres ocasiones citadas el nivel de inventarios ha sido superior a las encuestas de analistas (*surveys*) provocando dicha deriva bajista, tal como se aprecia en el siguiente gráfico adjunto donde el histograma en verde muestra la previsión de los analistas y el histograma en blanco el resultado del dato, observándose por tanto el grado de desviación entre el dato publicado y el consenso.

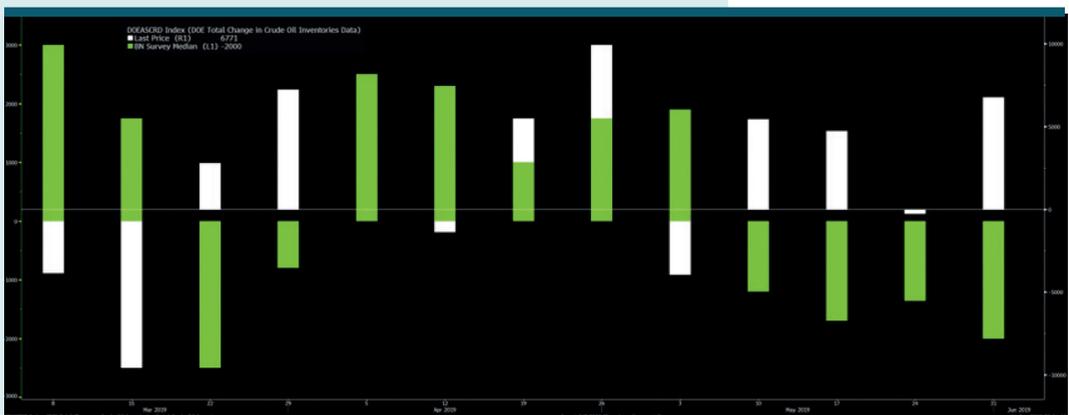
Los datos de inventarios de los archivos de texto publicados por la Energy Information Administration forma parte de su Informe Semanal del Estado del Petróleo en <http://www.eia.gov/petroleum/supply/weekly/>. Las cifras en este reporte semanal son estimadas hasta el cierre semanal que termina el viernes de la semana anterior a su publicación y dichas estimaciones se basan en datos semanales recopilados por el DOE.

Desde el punto de vista del *practitioner* su nivel de relevancia queda patente teniendo en cuenta el nivel de suscripciones de alertas que este evento semanal registra dentro del terminal profesional Bloomberg. ■



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





Perspectivas en mercados emergentes

Desde finales del tercer trimestre de 2018, el mundo en desarrollo ha experimentado muchos cambios positivos (por ejemplo, la pausa en la fortaleza del dólar, la relajación de las condiciones financieras y una menor preocupación por el proteccionismo comercial). Como resultado, las acciones de los mercados emergentes superaron a las de EE.UU. durante un período de seis meses. De hecho, hasta mediados de abril, las acciones de los mercados emergentes subieron casi un 13% antes de ceder la mayor parte de sus ganancias a medida que se rompían las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos.

Los inversores de los mercados emergentes siguen afrontando varios riesgos, incluidas las fricciones comerciales entre China y Estados Unidos, posibles sanciones adicionales a Rusia, y la volatilidad de la renta variable y la moneda brasileña debido al complicado proceso legislativo para la reforma de la seguridad social. Además, el crecimiento mundial parece estar desacelerándose. El Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó su pronóstico de crecimiento económico mundial para 2019 a la baja, del 3,9% a 3,5%.

Dados los muchos riesgos, puede ser fácil pasar por alto los aspectos positivos. Los fundamenta-

les de los mercados emergentes siguen siendo relativamente sólidos: los balances de los países están siendo más estables de lo esperado, y los déficits fiscales se mantienen en general en buena forma. Los tipos de interés reales son relativamente altos en comparación con los mercados desarrollados. Los tipos de interés se acercaron por última vez a estos niveles en 2016, justo antes de una recuperación de dos años de los activos de los mercados emergentes.

Además, a pesar de la disminución de las previsiones económicas mundiales del FMI, es fundamental señalar que el mundo en desarrollo impulsa cada vez más la mayor parte del crecimiento mundial y que se prevé que la prima de crecimiento económico sobre los mercados desarrollados vuelva a crecer en favor de los mercados emergentes este año. En el pasado, esto ha funcionado como catalizador del rendimiento superior de la renta variable de los mercados emergentes.

También podría ayudar a reducir la fortaleza del dólar estadounidense. De cara al futuro, esperamos que el crecimiento de los beneficios en EE.UU. se modere a medida que los efectos del estímulo fiscal disminuyan en 2019, potencialmente a un nivel inferior al de los mercados emergentes.

Debido a la disminución de las valoraciones tras las caídas de la renta variable en 2018, el descuento relativo de la ratio precio/beneficio (P/E) de los mercados emergentes respecto a la renta variable de EE.UU. se amplió hasta aproximadamente el 25%, la media de los últimos 20 años. Al final del tercer trimestre del año pasado, el descuento de la valoración de la renta variable de EE.UU. se encontraba en su punto máximo, cerca del 40%.

Creemos que este relativamente amplio descuento ofrece a los inversores a largo plazo un punto de entrada especialmente atractivo para obtener exposición a empresas líderes de sus sectores con una prima de crecimiento económico potencialmente mayor que la del desacelerado mundo desarrollado. Las acciones de los mercados emergentes también ofrecen atractivos rendimientos de flujo de caja libre (5,5% frente al 4,7% de los mercados desarrollados y el 4,6% de Estados Unidos) y oportunidades de recoger dividendos: el rendimiento por dividendo del MSCI Emerging Markets Index es de aproximadamente el 2,7%, en comparación con el 1,8% del índice S&P 500. Por contra, la rentabilidad por dividendo del fondo Lazard Emerging Markets Equity se acerca al 4,1%.

Aunque las cuestiones macroeconómicas y políticas continuarán influyendo en la clase de activos, esperamos que nuestro enfoque en los fundamentales de las compañías se traduzca en un mejor desempeño de la cartera. Además, creemos que el crecimiento económico de los mercados emergentes continuará a pesar de la reciente disminución de las expectativas de crecimiento mundial, y seremos testigos de una renovada confianza en algunas de las acciones más sensibles a la economía.

» Creemos que el crecimiento económico de los mercados emergentes continuará a pesar de la reciente disminución de las expectativas de crecimiento mundial

se ha traducido en una mejor protección en los mercados bajistas y en participación en los alcistas.

La estrategia del fondo Lazard Emerging Markets Equity ganó un 4,5% frente al rendimiento del MSCI Emerging Markets Index, del 4,0%, hasta el 22 de mayo de 2019. ■



James Donald

Gestor de mercados emergentes
de Lazard Asset Management



Una nueva era de esperanza en Japón

La ascensión del Emperador Naruhito al Trono del Crisantemo ha marcado el inicio de una nueva era imperial para Japón. Bajo el título de Reiwa, se espera que esta nueva fase se asocie con renacimiento y la renovación. ¿Estamos ante el resurgimiento de la primavera económica tras un invierno de décadas?

Reiwa reemplazó la era Heisei, que comenzó cuando el padre de Naruhito, Akihito, asumió el trono en 1989. Heisei significa paz. Sin embargo, en términos económicos fue todo menos una etapa pacífica, después de que los precios inflados de los activos estallaran y la economía nipona cayera en picado, de lo que todavía está luchando por recuperarse. Pero hay razones para el optimismo. Los responsables políticos han identificado un plan para reanimar Japón y están intentando construir un ecosistema económico más dinámico que aumente la productividad y estimule la innovación. Estos son los retos que Japón tiene por delante.

Mejorar la eficacia

El envejecimiento demográfico de Japón y el elevado ratio capital/producción dificultan el aumento del potencial de crecimiento de la economía. Sin embargo, cada vez más compañías están poniendo

a trabajar el exceso de capital, aumentando el pago de dividendos y recomprando sus propias acciones. Esto se ha traducido en un aumento de los ratios de rentabilidad sobre recursos propios (ROE), lo que refleja una creciente eficiencia del capital, aunque las cifras han descendido en los últimos meses, si bien es cierto que esta ha sido la tónica en todas las regiones.

Flexibilizar la regulación

Después de haber intentado durante mucho tiempo proteger los intereses de poderosos grupos de presión agrícolas, Japón ha mostrado recientemente una notable voluntad de adoptar acuerdos de libre comercio de amplio alcance. Además, una legislación parlamentaria promulgada en abril permitirá que casi 350.000 extranjeros se incorporen al mercado laboral del Japón en los próximos cinco años. Esto podría duplicar la mano de obra extranjera, que actualmente es del 2%. El gobierno ha aplicado esta legislación a 14 industrias en las que ha detectado una grave escasez de mano de obra. Lamentablemente, buena parte del foco ha estado puesto en trabajos poco cualificados. Ninguno de estos trabajos es particularmente productivo o de valor añadido. Abrir el lado productivo del mercado laboral a los trabajadores extranjeros es algo que el gobierno tendrá que hacer.

Aumentar la innovación

Si la obsesión de Abenomics es crear un legado, debe centrarse en la construcción de un ecosistema económico y regulatorio que pueda aumentar el dinamismo económico de Japón de forma permanente. La tercera economía más grande del mundo ocupa el puesto 39 de 190 países en la clasificación anual Ease of Doing Business del Banco Mundial y obtiene una mala puntuación en otras mediciones del espíritu empresarial.

Ajustar los impuestos

El sistema tributario de Japón es problemático. La disminución de la población en edad de trabajar y el aumento del número de jubilados se traducen en una dinámica fiscal deficiente. Si se añade la proporción de empresas deficitarias que no pagan impuestos, la dinámica se deteriora aún más. Esto significa que las empresas grandes y exitosas soportan la mayor parte de la carga fiscal. La reducción de los impuestos directos y el aumento de los impuestos indirectos -en forma de un aumento del IVA- sería el equilibrio correcto a alcanzar y es lo que los responsables políticos están intentando conseguir. Pero hay que hacer más.

Conclusión

El plan que siguen los legisladores japoneses es bueno. Sin embargo, no debemos subestimar la magnitud del desafío. La población está disminuyendo en alrededor de 400.000 personas al año, mientras que la proporción de personas de 65 años o más se sitúa en el 28% y está aumentando, convirtiéndose en la más alta del planeta. En un mundo en el que el crecimiento es rentable, la demografía japonesa sitúa al país una situación de desventaja considerable.

» Las autoridades deben centrarse en la productividad del capital y del trabajo. La eficiencia es la forma de impulsar el crecimiento

Las autoridades deben centrarse en la productividad del capital y del trabajo. La eficiencia es la forma de impulsar el crecimiento. Necesitan inspirar una cultura de innovación más fuerte, de crear valor donde antes no lo había. En la mayoría de las encuestas, las empresas japonesas dicen que su lógica para invertir en nuevas tecnologías es reducir los costes. Muy pocos invierten para crear nuevos productos y mercados. Japón necesita volver a su lugar a la vanguardia de la tecnología, que es donde estaba al principio de la era Heisei hace tres décadas. ■



Álvaro Antón

Country Head para Iberia de
Aberdeen Standard Investments



Gestión activa para aprovechar el potencial de la renta fija emergente

La deuda corporativa emergente se ha convertido este año en uno de los activos que despierta más interés entre unos inversores ávidos de rentabilidad, sobre todo ahora que parece que los grandes Bancos Centrales del mundo han decidido suspender sus políticas de normalización monetaria (si es que alguna vez la tuvieron, como el BCE). La perspectiva más acomodaticia de las autoridades monetarias de los países desarrollados hace prever que los tipos estarán bajos por un periodo de tiempo aún más largo y eso vuelve a complicar la ardua tarea de encontrar retornos decentes.

Hace ya tiempo que quedó claro que para encontrar rentabilidad había que invertir en otras clases de activos y, en ese entorno, la deuda de los mercados emergentes es atractiva, aunque esperamos una mayor volatilidad a partir de ahora.

Pensamos que en estos momentos esta clase de activo dispone de una gran cantidad de bonos con unas valoraciones muy atractivas. De hecho, nosotros tenemos en nuestra cartera más emisiones no denominados en dólares es-

tadounidenses que nunca antes. Eso sí, creemos también que las valoraciones en euros, libras y francos suizos son muy atractivas.

Somos unos firmes convencidos de la gestión activa en cualquier activo, pero en el caso de renta fija emergente creemos que es, incluso, más necesaria. Es una herramienta imprescindible para poder rentabilizar las ineficiencias de cualquier mercado. En este sentido, los bonos emergentes siguen estando poco invertidos y son ineficientes y nosotros tratamos de explotar de forma sistemática estos desequilibrios. Además, los mercados de bonos de los mercados emergentes están segmentados y presentan abundantes discrepancias en la fijación de precios. Esto se debe, entre otras cosas, a las limitaciones regulatorias y de calificación, dos aspectos que pesan mucho sobre los inversores.

La naturaleza oportunista de muchos participantes en el mercado conduce a menudo movimientos poco óptimos (ETF, fondos de vencimiento fijo, etc.). El comportamiento irracional de los inversores hace que, a menudo,

los mercados reaccionen de manera exagerada, ya sea tanto con compras como por ventas en exceso.

Para poder explotar estas ineficiencias nosotros seguimos un doble enfoque: por un lado, la gestión de crédito y, por otro, una estrategia bottom-up para seleccionar cada una de las emisiones individuales que forman parte de nuestra cartera. La estrategia bottom-up se apoya en el análisis de bonos Rich-Cheap & Lead-Lag para identificar los errores en los precios. Se podría decir que somos inversores de largo plazo "contrarians" que buscan beneficiarse de un comportamiento exuberante o irracional y diversificamos los riesgos sobre múltiples ideas de inversión con baja correlación.

Siguiendo esta estrategia, creemos que en estos momentos los bonos soberanos en moneda fuerte de Argentina, México y Rumanía son atractivos. Cuando nos referimos a los bonos corporativos de los mercados emergentes nuestras principales exposiciones están en Turquía, China y México. Si hablamos de China, pesamos que, a pesar de las subidas experimentadas desde principios de año, la deuda inmobiliaria del país sigue mostrando una valoración decente.

De hecho, no nos preocupa la economía del gigante asiático. Consideramos que este año se está recuperando el equilibrio después de la fuerte desaceleración experimentada a finales de 2018. Los últimos datos macroeconómicos que hemos conocido, concretamente las cifras del comercio y del PIB, implican que probablemente su economía ha tocado fondo por ahora. Además, en su último Congreso Nacional Popular anual, China estableció un objetivo de crecimiento del PIB del 6,0-6,5% para este año. Unos datos que parecen que podrían conseguirse si se cuenta con el apoyo de las conversaciones en curso entre los dirigentes del país y el equipo del Presidente Trump. Por lo tanto, creemos que es más probable que el crecimiento chino se estabilice en el segundo y tercer trimestre de 2019 a que se desacelere bruscamente, especialmente porque vemos que

» Somos unos firmes convencidos de la gestión activa en cualquier activo, pero en el caso de renta fija emergente creemos que es, incluso, más necesaria

los indicadores de la oferta monetaria se están estabilizando. Además, también se han recuperado algunos indicadores como el componente de nuevos pedidos del PMI chino.

Pero si hay algo que tenemos claro es que la optimización de los diferenciales seguirá siendo clave para obtener un exceso de rentabilidad consistente en esta clase de activos ineficientes. ■



Luc D'hooge

*Head of Emerging Market Bonds,
Vontobel Asset Management*



Evaluando la sostenibilidad en países emergentes

Las economías emergentes tienen un gran potencial, sobre todo por su juventud y el crecimiento de la población. Aunque la mayoría no son sostenibles o democráticas, integrar criterios de sostenibilidad en la gestión de una cartera en estos países puede tener un valor añadido real. Contrariamente a la creencia popular, la integración de factores sostenibles en el análisis de los emisores de los mercados emergentes es compatible con una cartera de deuda soberana. De hecho, esto ayuda a proporcionar un enfoque holístico enfocándose en las perspectivas a largo plazo de las instituciones clave que son vitales para el funcionamiento y desarrollo de mercados. El análisis es complementario a la clasificación crediticia trazando un mapa de riesgo en términos de sostenibilidad y proporcionando valiosos conocimientos a los inversores orientados a la sostenibilidad.

La población mundial asciende actualmente a 7.000 millones de personas y, según las estadísticas de Naciones Unidas se prevé que aumente a 9.500 millones para 2050. Este incremento será particularmente prevalente en países emergentes que ya se enfrentan a la superpoblación y a la falta de recursos naturales. El reto demográfico no sólo está relacionado con los desafíos energéticos y ecológicos, sino que también implica un reto para toda la economía.

Los levantamientos en Oriente Medio y los grandes movimientos migratorios, por ejemplo, han puesto de manifiesto la importancia del proceso democrático, la garantía de los derechos y libertades civiles. Por lo tanto, el análisis de la viabilidad de una economía emergente debe incluir la sostenibilidad del país en términos de transparencia y valores democráticos, así como de economía, medio ambiente y demografía, la atención de la salud, la distribución de la riqueza y la educación.

La experiencia de Degroof Petercam Asset Management (DPAM) en el análisis de sostenibilidad de los países de la OCDE ha dado lugar a un modelo de sostenibilidad (creado en 2008) diseñado para los mercados emergentes que incorpora el modelo específico de estos países.

Ranking de Sostenibilidad

El universo inicial está compuesto por 90 países, definidos principalmente por la existencia de un universo local o mercado de deuda soberana en moneda extranjera. El ranking de sostenibilidad permite la identificación de los países que han integrado plenamente los desafíos mundiales en el desarrollo de sus objetivos a medio plazo.

Esto complementa la información recopilada de la calificación crediticia, que se utiliza tradicionalmente para evaluar la valoración a corto

plazo de la deuda soberana. Integrar las perspectivas a largo plazo permitirá destacar a esos países que superan su rendimiento y que, por lo tanto, serán solventes.

# Country	H1 19	H1 18	# Country	H1 19	H1 18
1 Czech Republic	72	74	36 South Africa	58	55
2 Singapore	72	64	37 Senegal	58	57
3 Chile	70	74	38 El Salvador	58	59
4 Uruguay	70	69	39 Morocco	58	58
5 Costa Rica	69	71	40 Bolivia	57	63
6 South Korea	69	75	41 India	57	58
7 Hong Kong	69	74	42 Ghana	57	59
8 Croatia	68	70	43 Philippines	56	nr
9 Romania	66	68	44 Belize	56	nr
10 Georgia	66	67	45 Namibia	56	55
11 Hungary	66	65	46 Armenia	56	59
12 Seychelles	66	65	47 Kenya	55	54
13 Poland	66	70	48 Jordan	55	60
14 Israel	66	69	49 Trinidad and Tobago	55	61
15 Serbia	64	66	50 Botswana	54	nr
16 Malaysia	64	64	51 Guatemala	54	52
17 Tunisia	63	62	52 Ukraine	54	57
18 Peru	63	63	53 Brazil	54	60
19 Macedonia	62	60	54 Honduras	54	54
20 Montenegro	62	61	55 Turkey	53	53
21 Mexico	62	61	56 Malawi	53	50
22 Jamaica	61	63	57 Côte d'Ivoire	51	51
23 Colombia	61	61	58 Maldives	52	52
24 Ecuador	61	59	59 Tanzania	51	48
25 Panama	61	63	60 Bangladesh	51	53
26 Sri Lanka	60	58	61 Lebanon	50	48
27 Indonesia	59	59	62 Zambia	49	49
28 Argentina	59	65	63 Benin	49	nr
29 Bulgaria	59	66	64 Uganda	49	nr
30 Paraguay	59	59	65 Pakistan	47	46
31 Dominican Republic	59	57	66 Nigeria	47	44
32 Thailand	59	60	67 Mozambique	47	41
33 Mongolia	59	61	68 Papua New Guinea	46	nr
34 Albania	58	64	69 Iraq	44	42
35 Bahamas	58	65	70 Taiwan	-99	-99
			71 Aruba	-99	-99
United Arab Emirates	62		Russia	52	
Belarus	61		Egypt	52	
Oman	60		Bahrain	51	
China	58		Gabon	50	
Kazakhstan	57		Angola	50	
Azerbaijan	57		Venezuela	49	
Qatar	56		Cameroon	47	
Vietnam	55		Congo	46	
Rwanda	55		Ethiopia	45	
Saudi Arabia	55				

■ Top quartile countries
■ Second and third quartile countries
■ Bottom quartile countries
■ Not free countries



Ophélie Mortier

Responsable de estrategias SRI
de Degroof Petercam
Asset Management

La sostenibilidad es un verdadero valor añadido para gestionar la inversión en mercados emergentes. Realizar un claro y completo análisis de sostenibilidad de un país añade valor real como parte de la construcción de una inversión de la cartera, además de los valores ideológicos que se pueden presentar.

El núcleo del modelo son los valores democráticos. Mantener esto es una obligación moral para DPAM, ya que está intrínsecamente ligado a la posición de un inversor sostenible. De hecho, la investigación académica ha demostrado que existe una clara correlación entre la calidad del marco institucional de un país y la de su riesgo de impago.

En total, la estrategia de inversión vinculada a este ranking de sostenibilidad se abstiene de invertir en países clasificados por fuentes internacionales como no libres' y confirmados como "regímenes autoritarios". Entre ellos, Emiratos Árabes Unidos, Bielorrusia, Omán, China y Egipto. Los estudios indican que existe un vínculo claro entre el nivel democrático de un país y su sostenibilidad. Por lo tanto, no debe sorprender que la mayoría de los países considerados "no libres" se encuentren en la parte inferior del ranking de sostenibilidad. ■



Fondos de inversión: comportamiento de los flujos y patrimonio en el mes de mayo

El mes de mayo estuvo caracterizado por una fuerte volatilidad en los mercados financieros. Los mercados de renta variable cayeron prácticamente de forma generalizada, salvándose un puñado muy contado (Merval, Bovespa, FTSE ASE20, y algunos otros). Por su parte, los precios de los bonos, a nivel global, se dispararon, reduciendo así las tasas de interés. Los bonos del Tesoro a diez años rinden tan sólo en torno al 2,26 %, casi un punto porcentual por debajo de noviembre de 2018.

Las perspectivas de inflación para los próximos años también están disminuyendo, al igual que los precios del petróleo y otros productos básicos. El euro se depreció un 0,6% respecto al dólar, para cerrar el mes en 1,12 euros por dólar.

Los fondos de inversión terminaron el mes con rentabilidad negativa (-1,26%), aunque en el acumulado del año siguen en positivo, siendo la renta variable internacional la que registra rentabilidades acumuladas de doble dígito.

Con esto en mente, y según datos provisionales de INVERCO, mayo ha resultado ser el primer mes del año de descenso en patrimonio de los fondos, a pesar de haberse registrado suscripciones por un valor de 218 millones de euros. Los activos bajo gestión en fondos españoles cayeron un 1,3% durante el mes, con lo que el patrimonio se sitúa en 265.597 millones de euros, (que se mantiene 3,1% por arriba de diciembre de 2018).

Dicho descenso afectó a la mayoría de las categorías, excepto a los fondos de Renta Fija y Monetarios, pero por cuestiones puntuales. El primero por el trasvase a esta categoría de varios fondos monetarios (como ya comentamos el mes pasado).

Los fondos más expuestos a acciones fueron los que experimentaron la mayor corrección de sus activos. Los fondos de renta variable internacional redujeron un 5,7% su volumen, mientras que los de renta variable nacional

cayeron un 5,3%. Los garantizados y los de renta fija mixta cayeron marginalmente (-0,2%), pero hasta la gestión pasiva fue víctima del refrán "sell in may and go away".

Los inversores parecen haber tomado una postura más conservadora, por lo que son las categorías más conservadoras, como renta fija (en especial corto plazo) y los monetarios, las que registran entradas netas mensuales (532 y 166 millones de euros, respectivamente), e igualmente son las que en el año acumulan el mayor volumen de flujos netos (1.785 y 1.515 millones de euros, respectivamente). Por el contrario, las categorías con mayores salidas de flujos mensuales fueron la gestión pasiva (en concreto los fondos índice) y la renta variable internacional, siendo ésta última una de las que también lidera las mayores salidas acumuladas en el año. ■

Por Consuelo Blanco.

RENTABILIDADES MEDIAS PONDERADAS FONDOS DE INVERSIÓN

Categoría de inversión	mayo 19	Importe Mayo	%	Importe 2019	%
RENTA FIJA	63.909.809	431.085	0,7	5.982.978	10,3
MONETARIOS	5.517.874	161.727	3,0	-1.266.044	-18,7
GARANTIZADOS	20.065.538	-38.069	-0,2	454.694	2,3
RETORNO ABSOLUTO	12.476.036	-160.368	-1,3	-1.962.383	-13,6
RENTA FIJA MIXTA	37.952.338	-164.773	-0,4	-1.173.452	-3,0
GESTIÓN PASIVA	15.552.260	-261.374	-1,7	-249.332	-1,6
RENTA VARIABLE NACIONAL	5.870.067	-327.015	-5,3	-390.163	-6,2
RENTA VARIABLE MIXTA	27.166.781	-489.027	-1,8	3.411.255	14,4
GLOBALES	44.077.304	-689.259	-1,5	2.136.141	5,1
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	30.670.849	-1.885.995	-5,7	1.016.623	3,4
INVERSIÓN LIBRE	2.337.717	-	-	121.784	5,5
TOTAL FONDOS INVERSIÓN	265.596.573	-3.393.068	-1,3	8.082.101	3,1

FUENTE: INVERCO.

SUSCRIPCIÓN NETAS POR CATEGORÍAS

Categoría de inversión	Suscripción Neta Mayo 2019	Acumulado 2019
Renta fija	532.224	1.785.356
Monetarios	166.207	1.515.440
Renta Fija Mixta	149.732	284.991
Globales	14.356	468.243
Garantizados	10.052	463.549
R. Var. Nacional	-57.419	-604.142
R. Var. Mixta	-74.036	-378.655
Retorno absoluto	-84.509	-1.891.832
Gestión pasiva	-168.493	-284.306
R. Var. Internacional	-270.172	-1.852.827
Total general	-254.422	-480.065

FUENTE: INVERCO.

RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN POR CATEGORÍAS

Categoría de inversión	Rentabilidad Mayo 2019	Acumulado 2019
Monetarios	-	-
Renta fija	-0,08%	0,99%
Renta Fija Mixta	-0,74%	2,66%
R. Var. Mixta	-1,42%	5,24%
R. Var. Nacional	-4,27%	6,20%
R. Var. Internacional	-4,80%	10,74%
Garantizados	-0,16%	1,83%
Retorno absoluto	-0,52%	2,19%
Gestión pasiva	-0,51%	4,25%
Globales	-1,49%	4,24%
Total fondos inversión	-1,26%	3,77%

FUENTE: INVERCO.



Manuel Barangé Boffil
manuel@barange.org

Veritas Global Real Return

Cómo se ha comportado este fondo



Principales Posiciones

Nombre del activo	Sector	País	% de activos
Charter Communications Inc A		Estados Unidos	10,85
Cigna Corp		Estados Unidos	8,36
CVS Health Corp		Estados Unidos	6,76
Thermo Fisher Scientific Inc		Estados Unidos	6,47
UnitedHealth Group Inc		Estados Unidos	6,44
American Express Co		Estados Unidos	5,99
Safran SA		Francia	5,75
Philip Morris International Inc		Estados Unidos	5,65
Unilever NV DR		Holanda	5,63
Reckitt Benckiser Group PLC		Reino Unido	5,59

⊕ Incremento ⊖ Reducción ✕ Nuevo desde la anterior cartera

Categoría: Alt - Multiestrategia

Distribución Geográfica

Estados Unidos	68,70%	África	0,00%
Canadá	3,04%	Oriente Medio	0,00%
Iberiamérica	0,00%	Japón	0,00%
Reino Unido	11,43%	Australasia	2,32%
Zona Euro	12,44%	Asia - Desarrollada	0,00%
Europe - ex Euro	0,00%	Asia - Emergente	2,06%
Europe emergente	0,00%		

Capitalización Bursátil

Gigante	53,21%
Grande	37,15%
Mediano	9,64%
Pequeño	0,00%
Micro	0,00%

Se trata del fondo con mejores resultados a tres años dentro de la categoría de inversiones alternativas (Multiestrategia). Veritas Asset Management es una gestora de fondos lanzada en 2003 con oficinas en Londres y Hong Kong. Gestionan el dinero de los partícipes basándose en su Veritas Real Return Approach, un sistema propio implementado por su equipo de inversiones con experiencia contrastada desde hace tiempo en los mercados financieros. El proceso de inversión utiliza una serie de métodos que incluyen sistemas para ayudar a identificar industrias y compañías que estén bien posicionadas para beneficiarse del crecimiento a medio plazo, independientemente de donde se encuentren. Estas compañías candidatas de inversión se someten luego a un riguroso análisis bottom-up que culmina con valoraciones absolutas bien detalladas y, en su caso, una evaluación del nivel y sostenibilidad del rendimiento de los dividendos. El fondo suele tener una cartera concentrada en 25-40 posiciones en compañías de gran calidad y de una capitalización mediana y grande. El horizonte de inversión de dicha cartera es de unos cinco años, o un ciclo de inversión completo. El sistema disciplinado de inversión hace que solo se invierta cuando se puedan obtener rendimientos atractivos. No suelen utilizar índices de referencia y el fondo se cubre con futuros y derivados sobre índices cuando se considere oportuno. Pretende alcanzar sus objetivos de inversión invirtiendo en acciones, bonos, efectivo y derivados globales. Los mercados en los que invierte son a nivel mundial, principalmente mercados y economías desarrolladas aunque también puede invertir en mercados emergentes. El objetivo de los dos gestores del fondo (Andy Headley y Charles Richardson) es lograr un rendimiento superior al IPC del G7 de la OCDE más un 4% anual, durante un periodo de cinco años. El fondo se lanzó en enero de 2010 y requiere una inversión mínima de quince mil euros (la clase retail). ■

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



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

CS1044



Inversión sostenible: ¿cómo evitar el “greenwashing”?

Con el auge de los nuevos fondos sostenibles, la cuestión de cómo evitar el “greenwashing” está ganando importancia. Invertir de manera sostenible resulta mucho más difícil que comprar un conjunto de puntuaciones ASG y aplicarlas a una cartera. Hablemos por ejemplo de las nuevas modalidades de inversión sostenible, y de los dilemas que plantea el “ecoblanqueo” (o “greenwashing”).

Existen ámbitos que los inversores sostenibles buscan “evitar”, como el tabaco, las armas, el incumplimiento de las condiciones básicas de trabajo y los derechos humanos, así como ciertos tipos de combustibles fósiles, como el carbón térmico. La cuestión reside en si mantener la inversión en estas empresas e interactuar con ellas puede ser mejor para promover su transformación, en lugar de apartarse de ellas. Una estrategia resulta verdaderamente sostenible si lo es también desde el punto de vista financiero. Supone reflexionar mucho sobre la sostenibilidad y cómo afecta a las empresas y a las estrategias de inversión. Por ejemplo: en todas

nuestras estrategias cuantitativas, cuando dos valores presentan igual puntuación (financiera) en un factor, se atribuye mayor ponderación al que reviste mejor puntuación ASG. En nuestras estrategias por fundamentales, los criterios ASG afectan a la valoración, esto es, al precio objetivo. Por ejemplo, la protección de datos y la gestión de la misma por parte de las empresas de Internet ya se tiene en cuenta en el modelo de valoración mucho antes de que se convierta en un problema. Lo mismo sucede con los precios en el sector de salud.

La integración de información ASG en el proceso de inversión ayuda a nuestros equipos a tomar mejores decisiones. En nuestro fondo de renta variable global hemos observado que, en los últimos dos años, en torno al 75% de las valoraciones han sido ajustadas después de la asimilación de los criterios ASG. Esta integración ASG, combinada con la exclusión de los segmentos de tabaco y armas controvertidas, ha representado aproximadamente un 22% del diferencial de rentabilidad positiva entre 2017 y 2018¹. Este método de integración ASG, aunque

infinitamente más complicado y profundo de aplicar que la opción de recurrir meramente a puntuaciones ASG para reducir el universo de inversión, a menudo no se considera una estrategia sostenible como tal.

Recursos y análisis

En Robeco, contamos con multitud de especialistas en sostenibilidad de diversa índole que trabajan con todos nuestros equipos de inversión; no tenemos un equipo separado de inversión sostenible. Todo el mundo participa. Existen además infinidad de datos ASG, por lo que resulta de gran importancia poder comprender y evaluar estos datos.

Titularidad activa

Robeco lleva 15 años ejerciendo como titular activa. Contamos con un enfoque muy estructurado para abordar cuestiones que otros inversores ni siquiera saben que están ahí, como es el caso de las interacciones sobre protección de datos que iniciamos en 2015. Estamos empezando a interactuar en las esferas de la atención sanitaria digital y el impacto social de la inteligencia artificial. Se trata de dos temas muy a largo plazo y que guardan relación tanto con las nuevas tecnologías como con la sostenibilidad: en el primer caso, buscamos atajar el incremento del gasto sanitario y, en el segundo, analizar los riesgos sociales que pueden surgir a largo plazo. El año pasado, nuestro equipo de 13 especialistas desarrolló interacciones con 214 empresas.

El ejercicio de los derechos de voto es otra cuestión interesante. Consideramos que las propuestas sociales y ambientales que se presentan en las juntas se están formulando cada vez mejor y alineándose con la creación de valor a largo plazo para el accionista. Por ello, el año pasado votamos a favor de este tipo de propuestas en un 72% y un 78% de los casos, respectivamente.

» Invertir de manera sostenible resulta mucho más difícil que comprar un conjunto de puntuaciones ASG y aplicarlas a una cartera

Esto me lleva a la conclusión clave: hay que predicar con el ejemplo. ¿Qué credibilidad tiene un proveedor de fondos que ofrece un puñado de productos de IS muy buenos pero que luego no hace nada con el resto de su oferta, ni con sus propias operaciones, como en el caso del ejercicio de los derechos de voto que

acabo de mencionar? Hay muchas preguntas que los clientes deberían plantearse para delimitar esta credibilidad. ■



Masja Zandbergen

Responsable de ASG de Robeco

¹ Cifras de rentabilidad del fondo Robeco Global Stars Equities



Gobierno corporativo: Pensar rápido, pensar despacio

El gobierno corporativo es un aspecto importante para los inversores. Sin embargo, es mucho más complejo de lo que podríamos pensar a priori. Definir cómo debe ser un buen gobierno corporativo no es fácil y, de hecho, existe una falta de consenso entre la esfera académica y los profesionales en la materia. En Schroders creemos que parte del problema reside en la forma en la que se evalúa el gobierno corporativo actualmente ya que corre el riesgo de simplificar en demasía un asunto que es muy complejo como para quedar reflejado en un solo número.

Una lectura obligatoria para todo aquel que le interese la inversión es el libro de Daniel Kahneman Thinking Fast and Slow («Pensar rápido, pensar despacio»). En él se describen dos sistemas de pensamiento que utilizamos a la hora de tomar decisiones. El primero comprende la intuición, las reacciones instintivas, las primeras impresiones, etc. En cambio, el segundo es mucho más analítico, se basa en el pensamiento crítico y

la reflexión y está orientado a solucionar problemas.

Si analizamos el sector del gobierno corporativo, nos encontramos con miles de muestras del primer sistema de pensamiento: listas de requisitos que se deben cumplir, códigos que se deben acatar, puntuaciones superficiales, etc. Y también hallamos pruebas que demuestran que este sistema de medición está obsoleto: desde los retornos obtenidos por tecnológicas con estructuras de gobierno corporativo poco convencionales, hasta el fracaso de compañías como Toshiba en Japón, que contaba con todos los comités necesarios y un 25% de consejeros independientes para cumplir con el código de buen gobierno japonés.

El gobierno corporativo es un elemento importante para los inversores pero es más complejo de lo que en primera instancia podríamos pensar. Existen una serie de elementos que inciden sobre la gobernanza y que son fácilmente visibles: la remuneración de consejeros, el proceso de elección y nominación de miembros

directivos, etc. Hasta ahora, la práctica habitual era centrarse en estos factores asumiendo que la cuestión más importante del gobierno corporativo era la construcción de un marco adecuado. Sin embargo, creemos que este modelo de análisis comete el error de asumir que correlación es lo mismo que causalidad. Y no lo es.

La gobernanza no debería ser un fin en sí mismo, sino más bien un medio para obtener mejores rentabilidades en el largo plazo (retornos sostenibles). Por esta razón, en Schroders hemos centrado nuestros esfuerzos en crear un sistema propio de evaluación que nos permita identificar los elementos de gobierno corporativo que tienen un impacto directo en los resultados financieros. Y, este análisis, requiere del segundo sistema de pensamiento que mencionaba Kahneman en su libro.

Empezamos identificando aquello que sería deseable encontrar en una compañía con buen gobierno corporativo. Esto nos llevó a desglosar el buen gobierno corporativo en tres grupos principales de indicadores que, a nuestros ojos, resultan fundamentales para la creación de valor a largo plazo para los accionistas: el control del negocio, -que se traduce en transparencia en el plano financiero y la elusión de errores de control en el plano ético-, el control estratégico, -que permite una asignación del capital eficiente a más largo plazo- y la alineación con los accionistas, -que garantiza un tratamiento justo al accionariado-. En este sentido, consideramos que adoptar distintas perspectivas en el plano del gobierno corporativo es más pertinente que aplicar

un enfoque que simplifique estas perspectivas en una sola dimensión. Sin embargo, nuestros análisis también apuntan a que el gobierno corporativo depende del contexto, y que, por lo tanto, un enfoque “plug and play” a la hora de aplicar criterios de gobierno corporativo en las decisiones de inversión, debe ser adoptado con cautela.

» La gobernanza no debería ser un fin en sí mismo, sino más bien un medio para obtener mejores rentabilidades en el largo plazo

Somos conscientes de que es prácticamente imposible capturar todas las facetas del gobierno corporativo en un enfoque sistemático de este tipo, pero creemos que nuestro modelo ofrece un marco de análisis empírico que puede servir como punto de partida para evaluar compañías con mayor efectividad de la que podrían lograr las perspectivas unidimensionales con el fin último de mejorar el proceso de inversión y ofrecer mejores resultados a nuestros clientes en el largo plazo. ■



Jessica Ground

*Responsable de stewardship
y ESG en Schroders*

ANA ROS | Directora de inversiones de If EAFI

“En renta variable ponderamos más los fondos growth”

El objetivo de If EAFI es humanizar un sector irracional e incierto como es el de la inversión en el mercado financiero anteponiendo en todo momento las necesidades e intereses del inversor. Preservación del capital y no asumir grandes períodos de volatilidad ni caídas en los precios están entre las prioridades de esta empresa, tal y como lo define su directora de inversiones, Ana Ros. **Por Silvia Morcillo.**

¿En qué momento se encuentra la industria de gestión de activos?

Pues sinceramente creo que estamos en un momento clave para el sector, ya que empezamos a asistir a una transformación real del ahorrador hacia un perfil más inversor. Aún tenemos un largo camino que recorrer, si nos comparamos con nuestros vecinos europeos, pero cada vez más, el inversor (antiguo ahorrador) reconoce la necesidad de poner a trabajar su dinero y, aumentar así, su capacidad de generar riqueza. Este paso supone una oportunidad enorme para el desarrollo de la industria, ya que dará lugar a la transformación del modelo de distribución actual (hasta ahora enormemente bancarizado) y donde se primará el interés del inversor ayudándole a distinguir entre gestión y “falsa gestión”

Ustedes asesoran carteras de fondos de inversión, ¿qué miran de un fondo para decidir recomendarlo?

Creemos cada vez más en establecer un óptimo análisis cualitativo de los fondos y gobernanza en los procesos de selección de éstos.

Aunque seguimos teniendo en cuenta factores cuantitativos en nuestro análisis (evolución histórica, indicadores de performance, tamaño del fondo, costes...), tratamos de incorporar cada vez más criterios cualitativos o de *due diligence*, como los siguientes:



1. *Reputación & Cultura de Gestión*: Evaluación de la propiedad de la gestora, su estructura organizacional y el focus de la corporación.
2. *Recursos*: Número de integrantes del equipo gestor y analistas, además del número de personas que toman directamente las decisiones de invertir.
3. *Inversión & Control de Procesos*: Evaluación de los procesos de toma de decisiones, la fuente de Alfa y la gestión del riesgo.
4. *Política de Información & Servicios*: Valoración de la frecuencia divulgativa de información y holdings.
5. *Continuidad del Gestor*: Evaluación del tiempo de permanencia en el cargo y cuanto tiempo lleva en la gestora.
6. *Experiencia del Gestor*: Valoración de la experiencia del gestor, así como sus logros y trayectoria académica.

¿Qué fondos generan a día de hoy “valor” para su cartera?

En renta variable actualmente ponderamos más los fondos growth, aunque siempre tenemos una parte en fondos con filosofía value que, según la etapa del ciclo en la que nos encontramos, aumentamos o disminuimos. Uno de ellos en concreto, sería el Galaxy Internacional FI, en el cual vamos incrementando exposición poco a poco.

En renta fija apostamos por bonos emergentes con fundamentales sólidos, dadas las perspectivas de crecimiento a medio plazo de dichas economías.

Teniendo en cuenta ese enfoque flexible de la cartera, ¿cuál es la rotación media de la cartera?

Diferenciamos la rotación en fondos de inversión tradicionales, que forman la parte más estructural de la cartera, con una rotación máxima del 2%-3%. Y la rotación de ETFs que conforman la parte más táctica con un 8%-10% de rotación, ya que a través de ellos, invertimos en activos más tendenciales, gestionamos el



market timing y en ocasiones utilizamos como coberturas puntuales a la cartera.

Con la presencia que tienen a ETF ¿qué activos replican?

No solemos limitarnos a la hora de seleccionar un fondo de inversión tradicional o un ETF; de hecho, es necesario someterlos a similares criterios de análisis y selección que los fondos tradicionales. Es cierto que la amplitud de la muestra es más escasa y los volúmenes de contratación a veces nos suponen ciertas limitaciones, pero cada vez son más las opciones de acceso a este tipo de activos. Los que más solemos utilizar son los que replican a índices concretos, Eurostoxx, Dax, S&P500 y sus inversos que, en ocasiones, utilizamos como coberturas puntuales de la cartera.

“En renta variable actualmente ponderamos más los fondos growth, aunque siempre tenemos una parte en fondos con filosofía value que aumentamos o disminuimos”

¿Qué les hace vender un fondo o sacarlo de cartera?

El cambio o salida de un gestor consolidado y malas perspectivas o cambio de recomendaciones en los activos donde invierte. ■



Inversión temática, los raíles por los que pasa el futuro

En la era de la economía digital, los ciclos se están acortando a gran velocidad. Las transformaciones que estaban llamadas a marcar el rumbo en un futuro lejano ya se están convirtiendo en realidad. El cambio climático ya está pasando; el envejecimiento de la población es un hecho en las economías avanzadas, en España ya muere más gente de la que nace; las formas de entretenimiento son radicalmente distintas a las de hace 10 años y la robótica está impregnando toda la actividad económica. La industria de la inversión financiera no puede ser ajena a estas corrientes de fondo y la manera de capturar su rentabilidad es a través de las inversiones temáticas, los raíles por los que pasa el futuro. Se trata de estrategias que requieren una fuerte convicción por parte de los gestores que las implementan y, en cuanto al inversor, demandan de él una visión de largo plazo.

Las inversiones temáticas contienen argumentos que seducen con facilidad al inversor: por ejemplo, apostar por economía sostenible. Pero una vez hecho el planteamiento inicial, los siguientes pasos son más complicados. Así, cualquiera entiende la importancia capital de las energías renovables (la Agencia Internacional de la Energía pronostica en su último informe Renewables

Report 2018 que en el año 2023 las renovables supondrán ya un 30% de toda la energía eléctrica, frente al 24% actual), pero un asunto muy diferente es el de cómo capturar las historias ganadoras que ofrecen valor para el inversor. Para lograrlo se necesita un equipo de análisis robusto que sepa profundizar en la calidad de la gestión de las empresas, sus perspectivas de crecimiento y vincular estos aspectos con la coyuntura macroeconómica y sectorial o el riesgo geopolítico y normativo. Y eso es precisamente lo que hacen los expertos en AXA WF Framlington Clean Economy, el fondo creado por AXA IM para tener exposición a estas oportunidades.

El desafío global pasa por encontrar un modelo de crecimiento que neutralice las emisiones de carbono que se generan en la actividad económica. Y, en este sentido, la tecnología se presenta como un aliado clave, aportando procesos eficientes y limpios impensables hace poco. El desarrollo tecnológico abre, en suma, todo un abanico de oportunidades de inversión, porque la presencia digital en las compañías es cada vez mayor en toda la cadena de producción y en los hábitos de consumo. De hecho, el equipo de AXA WF Framlington Digital Economy ha analizado en profundidad la evolución del mercado retail, para

concluir que a nivel mundial solo el 9%¹ de las transacciones minoristas se realizan actualmente de manera digital. La expectativa es que el comercio on-line crezca en los próximos años a ritmos del 14%¹ anual, extendiéndose de manera cada vez más intergeneracional: las nuevas tecnologías ya no son patrimonio de los más jóvenes. Estamos ante una oportunidad estructural pero que exige, una vez más, una fuerte capacidad de análisis para poder aprovecharla.

Por ejemplo, uno de los pilares de la tecnología es la robótica, del que esperamos que crezca un 10%² anual en el próximo lustro. Pero hay que saber qué empresas son una verdadera oportunidad. AXA IM fue de las primeras gestoras del mundo en comprender este potencial y lanzar un fondo temático especializado: AXA WF Framlington Robotech. Y es que la robótica ya no es un tema de ciencia-ficción, es un mercado en plena expansión con un fuerte impacto en sectores como la biotecnología y la sanidad.

Y, de hecho, la sanidad es una de las grandes tendencias que marcarán el ritmo de la economía mundial; máxime en un contexto de rápido envejecimiento poblacional, una tendencia que es irreversible. No en vano, el segmento de edades iguales o superiores a 60 años crecerá en el periodo 2018-2030 un ritmo cinco veces superior al de los menores de dicha edad, según datos de Naciones Unidas actualizados a 2018. Desde el punto

de vista de la inversión, la clave ahora es saber identificar las empresas mejor posicionadas para atender estas necesidades, que AXA IM captura a través de su estrategia AXA WF Framlington Longevity.

En suma, entre las características esenciales que debería aportar toda inversión temática que se precie destacan la capacidad para generar alpha y descorrelacionarse del mercado. Y para encontrar

oportunidades en empresas que ofrezcan una atractiva y consistente historia de largo plazo se necesita un equipo sólido. Los principios de AXA IM para lograrlo se enmarcan en una gestión activa, con vocación de largo plazo, responsable socialmente y comprometida con hacer la inversión más sencilla para todos aquellos que quieren contribuir a un mundo mejor. ■

» El desarrollo tecnológico abre todo un abanico de oportunidades de inversión, porque la presencia digital en las compañías es cada vez mayor en toda la cadena de producción y en los hábitos de consumo



Beatriz Barros de Lis

*Directora General de
AXA IM en España*

¹ Citi GPS: Technology at Work v3.0, agosto de 2017. Esta es una previsión y no garantiza la rentabilidad futura.

² Fuente: BCG, BofA Merrill Lynch, 2015



De izquierda a derecha: **Juan Hernando**, responsable de selección de fondos; **Lorenzo Casaús**, director de estrategia; **Gorka Apodaca**, selector de fondos.

“Somos un banco familiar donde la cercanía con el cliente es primordial”

En enero de 2019, MoraBanc firma un acuerdo de colaboración con Goldman Sachs Asset Management, lo que les da una posición privilegiada en términos de gestión de patrimonio, planificación y asesoramiento del cliente. **Por Isabel Delgado.**

MoraBanc se centra en servicios de gestión patrimoniales a través de soluciones de inversión y asesoramiento. Para ello, han simplificado su gama de productos propios para centrar así sus esfuerzos en aquellas áreas donde se pueda ofrecer valor añadido, reforzando los equipos de inversión en esos activos, según explica Lorenzo Casaús, director de estrategia de MoraBanc.

Personalización como elemento clave para la inversión

Para esta entidad, es primordial tener bien

segmentados los perfiles de los clientes, ya que una vez conocen las necesidades de ellos, se centran en la selección de aquellos activos que presenten mayores expectativas de retorno, dependiendo de cada perfil de inversión. Actualmente, ofrecen un servicio personalizado de asesoramiento conocido como “Taylor Made”, a través del cual enfocan la personalización de las inversiones de sus usuarios.

Toda ello viene relacionado con su mayor valor añadido: “siempre hemos sido un banco familiar”, como indica su director de estrategia, lo que se transmite en ese trato más cercano →



LAZARD PATRIMOINE

Nuestro fondo no ofrece nada menos

que lo mejor
de nuestra experiencia

Lazard Patrimoine es un fondo multiclase de activos internacionales que cuenta con las convicciones más firmes de nuestros equipos de gestión en materia de inversión.

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.

➔ al cliente. “Para poder cumplir con este valor añadido, se ha creado una organización más flexible y menos compleja centrada en servicios de gestión patrimonial de valor añadido. Trasladar estos valores a las carteras de nuestros clientes ha significado incorporar una mayor gama de productos de arquitectura abierta, clases institucionales e incrementar el peso en las carteras de los vehículos de gestión pasiva”, asegura Lorenzo Casaús.

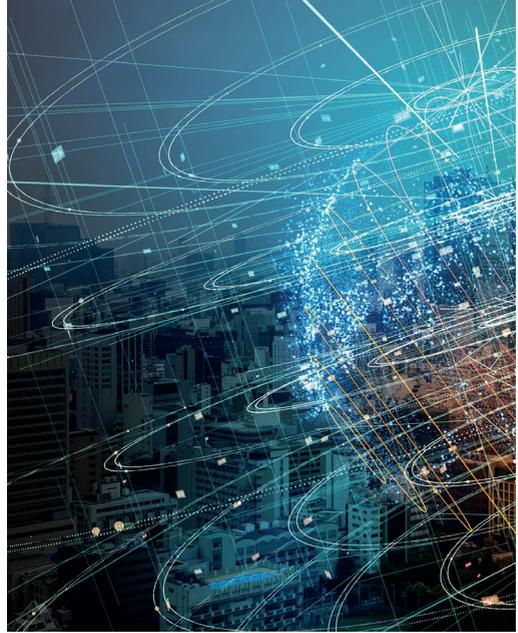
Transformación digital e innovación

Al considerar cómo está afectando la transformación digital al sector a nivel general, MoraBanc afirma que continúa adaptándose a los cambios con el proceso de digitalización, ya que parte de su propuesta de valor se basa en la innovación y en ofrecer las mejores soluciones a los clientes. No solo están desarrollando soluciones internamente, sino que también están buscando asociarse con proveedores tecnológicos más potentes.

Acerca de cómo ven el futuro del sector con la llegada de las nuevas generaciones, su director de estrategia considera que “todos los sectores de la economía se tienen que adaptar continuamente a los cambios económicos y sociales que se dan a lo largo de los años. En el caso de la generación Millennial, presenta valores y hábitos de consumo diferentes a otras generaciones. Y aquí es importante dar un servicio sencillo ágil y rápido que pasa por una transformación digital, donde desde MoraBanc hemos puesto un especial hincapié los últimos años”.

MoraBanc en el mercado español

Aunque con respecto a otros mercados de asesoramiento financiero, España no ha sido tan relevante, la demanda de este tipo de servicios se está incrementando notablemente en los últimos años, por lo que en MoraBanc deberán estar preparados para asesorar y educar en aquellos aspectos donde pueda existir un desconocimiento por parte del cliente, algo que puede ser muy beneficioso para sus objetivos a largo plazo, sin olvidar que sería un proceso muy positivo para las dinámicas de ahorro en el país.



En España, MoraBanc ha alcanzado un ritmo de profesionalización realmente sorprendente y quieren apostar por un proyecto de crecimiento internacional que potenciarán en los próximos años.

Gestores, inversores y perspectivas del sector

La entidad considera que es primordial conocer al equipo gestor de cada estrategia, cómo ha funcionado en el pasado y cómo se han adaptado a los diferentes entornos del mercado. Buscan gestoras consistentes y que aporten valor contra sus comparables. Por otro lado, respecto a la tipología de sus inversores, cada vez abarcan más gama de clientes, independientemente de su patrimonio y situación personal.

En definitiva, nos encontramos en un escenario de transformación en el que los cambios tecnológicos y la evolución del perfil de los clientes suponen tener que adaptarse a las nuevas necesidades, lo que provoca en muchos casos cambios en el abanico de productos y servicios. Según Lorenzo Casaús, “desde Morabanc vemos estos cambios como una oportunidad y creemos que el sector cuenta ahora con unos balances mucho más conservadores que en el pasado. Adicionalmente, hemos aprovechado estos años para renovar nuestra gama de servicios de inversión de manera que aporten un valor añadido a nuestros clientes”. ■

SEGUIR ESTANDO
CERCA DE TI

ES LO
QUE NOS
MUEVE



Comprometidos para seguir
siendo tu banco de confianza.

unicajabanco.es

Unicaja Banco, S.A. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrito R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.659, Sección 8, Hoja MA-111 580, Folio 1, Inscripción I. C.I.F. A93139053.





Aceite de palma, ¿puede ser sostenible?

Las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la producción de aceite de palma no son ninguna novedad. Desde hace muchos años, los inversores han apoyado la presión política y pública para lograr estándares ambientales y sociales sostenibles para la producción de este ingrediente alimentario de uso común. La Mesa Redonda sobre el Aceite de Palma Sostenible (RSPO en inglés) ha sido una iniciativa clave para mejorar la sostenibilidad de la industria, pero no ha estado exenta de críticas. Aquí resumimos algunos de los desafíos a los que se enfrenta y las recientes iniciativas en el ámbito de la RSPO que tratan de abordarlos.

Aceite de palma en cifras

Alrededor de 66 millones de toneladas de aceite de palma se producen cada año, con más del 50% proveniente de Indonesia y más de 30% de Malasia. Su producción conlleva una serie de graves consecuencias sociales y ambientales:

- **Contaminación del aire local:** esto fue particularmente grave cuando una bruma provocada por varios incendios forestales en Indonesia llegó al centro financiero de Singapur, cerrando escuelas e impidiendo

actividades al aire libre durante varias semanas en 2015.

- **Deforestación:** debido a la limpieza de montes para las plantaciones de palma aceitera que devastan los bosques tropicales, la biodiversidad, el hábitat y la protección contra las inundaciones.
- **Turba como abono:** el drenaje y la conversión de las tierras de turba en plantaciones ha fomentado gravemente el cambio climático debido a la riqueza en carbono de este material.
- **Especies en peligro de extinción:** la pérdida de hábitat debido a la deforestación ha puesto en peligro a varias especies, entre ellas orangutanes y tigres.
- **Derechos humanos y laborales:** ausencia de derechos de los trabajadores inmigrantes, violación de los derechos de los pueblos indígenas y desplazamiento de las comunidades locales.

Presionados por grupos activistas, algunos productores de alimentos están comenzando a buscar alternativas al aceite de palma, pero otros

cultivos de aceite como la colza, la soja, las semillas de girasol y el coco tienen sus propios problemas de sostenibilidad y la sustitución podría empeorar la consecuencia ambiental neta.

Papel de la Mesa Redonda sobre el Aceite de Palma Sostenible (RSPO)

Nacida en 2004, la RSPO se formó como una iniciativa de múltiples organizaciones, con las ONG como cofundadores, para abordar los graves problemas de sostenibilidad a lo largo de la cadena de suministro del aceite de palma. Alrededor de 21% del aceite de palma producido en todo el mundo ahora está certificado por la RSPO, y ha mejorado algunos aspectos importantes en las prácticas de sostenibilidad.

Sin embargo, la RSPO también ha sido criticada por no ser lo suficientemente efectiva, por no penalizar a aquellos que infringen sus reglas, y por reaccionar con escasa prontitud ante violaciones muy graves de derechos humanos o laborales o actividades que perjudican a especies en peligro de extinción.

BMO Engagement

Durante la última década, BMO Global Asset Management, por su cuenta y en colaboración con otros 4, se ha comprometido con compañías que están directamente relacionadas a través de sus cadenas de suministro, incluyendo las instituciones financieras, expuestas a riesgos de aceite de palma, para influir en:

- desarrollar, publicar e implementar una política de deforestación, que cubra toda la cadena de suministro;
- desarrollar, publicar e implementar una política de derechos humanos y laborales, que cubra la cadena de suministro; y
- en general, igualar sus estándares a los de la RSPO y considerar la membresía.

» La producción de aceite de palma conlleva una serie de graves consecuencias sociales y ambientales

Conclusión

La presión de los inversores ha influido mucho para avanzar en esta industria, pero con el aumento de nuevas áreas de producción de aceite de palma y una demanda cada vez mayor, el camino por recorrer sigue siendo incierto a pesar de las mejoras en los estándares de la RSPO. Continuaremos estando comprometidos con esta causa y esperamos que nuestro trabajo con los bancos proporcione un nuevo ángulo de ataque para lograr el cambio. ■



Nina Roth

Director, Analyst, Responsible Investment in BMO Global Asset Management



Los fundamentales apoyan la inversión en el sector inmobiliario

Las empresas cotizadas del sector inmobiliario son principalmente un mercado de nicho que aporta liquidez y una exposición diversificada. Es un buen nicho porque solo entre el 2% y el 22% (una cifra en aumento) de los activos inmobiliarios en toda Europa están en manos de cotizadas, fuera del mercado de propiedad no cotizada.

No podemos hablar de las empresas cotizadas del sector inmobiliario sin hacer mención a las socimis, que han revolucionado este segmento. Esta figura legal funciona como un vehículo exento de impuestos siempre que distribuya su beneficio. Por lo tanto, los dividendos forman parte del ADN de las socimis.

Las socimis pueden ser titulares de activos inmobiliarios en varios segmentos: oficinas, comercial, residencial, hoteles, salud, logística, etc. La naturaleza líquida de las empresas inmobiliarias cotizadas permite una exposición equilibrada al sector en varios países, sectores y mercados, de una manera eficiente y rentable.

Dadas las altas valoraciones alcanzadas por los activos tradicionales, cada vez más inversores buscan oportunidades de inversiones alternativas. Algunos están aumentando su exposición al capital riesgo, a estrategias de rendimiento total o a activos inmobiliarios directamente, pero solo una pequeña proporción considera las socimis como opciones de interés.

Con un alentador mercado residencial en las principales urbes europeas y nuevos máximos históricos alcanzados en los mercados más populares, el sector inmobiliario ha mostrado un buen impulso en los últimos años, con cierta aceleración desde 2017. Creemos que las socimis siguen ofreciendo una oportunidad de inversión atractiva para aquellos inversores que buscan diversificar su portfolio.

El panorama general es atractivo: los fundamentales de los bienes inmuebles europeos son sólidos, beneficiándose de varias tendencias positivas como el aumento general de los precios de alquiler y de compraventa, combinado con fuertes inversiones y unos mercados cada vez más competitivos en la zona euro. Si además tenemos en cuenta las tendencias demográficas y de urbanización seculares, y el surgimiento de sectores inmobiliarios "alternativos", tenemos como resultado el potencial para la creación de valor a través de la gestión activa de inversiones y la selección de empresas inmobiliarias que sean rentables, innovadoras y bien gestionadas.

Lo que hace que nuestra tesis sea aún más interesante es la relativamente "baja valoración" de las empresas inmobiliarias. Con un rendimiento medio de su cartera cercano al 4,5% (en comparación con el 4% que los activos generan por sí mismo) y la relación entre el precio y el valor liquidativo por debajo de su promedio histórico,

convierten a la inversión indirecta en el sector inmobiliario en una de las clases de activos de mayor rendimiento.

La gran pregunta es cómo se comportarán las socimis en un escenario de aumentos de los tipos de interés. ¿Se considera generalmente como negativo para la historia de la inversión inmobiliaria? Sí, lo es. En igualdad de condiciones, unos tipos de interés más altos tienden a disminuir el valor de las propiedades y aumentar los costes de endeudamiento de los operadores.

Pero, ¿debería ser una negativa rotunda para una inversión en este sector? Depende. Hay que tener en cuenta tanto el momento como la velocidad de la subida, lo que nos parece bien, ya que una rápida normalización de la política monetaria europea es muy improbable. El análisis histórico del desempeño muestra que el bajo rendimiento relativo a corto plazo se ve atenuado posteriormente por el rendimiento superior del sector inmobiliario en tiempos de subida de los tipos, ya que indica que el crecimiento económico beneficia al sector.

Además, la mayoría de las empresas inmobiliarias ya han obtenido financiaciones baratas. El tipo de interés medio del coste de financiación del sector en la zona euro es del 2.15% y los vencimientos se han extendido hasta una media de siete años. Además, el apalancamiento del sector ha disminuido y el ratio préstamo-valor está bajo control.

Teniendo todo esto en cuenta, el fondo ODDO BHF Immobilier proporciona un acceso diversificado a las cotizadas del sector inmobiliario en Europa con exposición a compañías que gestionan carteras de centros comerciales, oficinas, viviendas o activos di-

versificados. El fondo se centra en empresas de la zona euro (80% mín.), con la posibilidad de invertir hasta un 20% en empresas fuera de la zona euro. Sigue una estrategia de convicción, combinando un enfoque descendente con un enfoque ascendente para seleccionar a los mejores actores en todas las regiones y segmentos.

Actualmente, ODDO BHF Immobilier construye su cartera en torno a cuatro temas de convicción,

que son: activos de nicho (hoteles, logística, atención médica, residencias de estudiantes), residencial alemana, logística y retail, así como propiedades en reestructuración. Creado en 1989, tiene una calificación de 5 estrellas de Morningstar y ocupa el primer cuartil en un periodo de cinco años. ■



Pierre Toussain

Gestor de carteras de renta variable temática, ODDO BHF AM SAS

» Los fundamentales de los bienes inmuebles europeos son sólidos, beneficiándose de tendencias positivas como el aumento de los precios de alquiler y de compraventa



El impacto de lo «verde»

Aunque el mercado de los bonos verdes ya cuenta con más de 10 años de existencia, sigue generando un gran debate. Algunas de las preguntas están totalmente justificadas, mientras que otras parece que ya han encontrado respuesta. Este es el caso de la definición de los bonos verdes y, de un modo más amplio, qué es lo que define a un proyecto o empresa «verde». Como cabía esperar, actualmente se está creando una definición de carácter normativo. Se espera que la definición final se acerque mucho a las prácticas actuales de los mercados, es decir, que incluya los productos que cumplan los principios de los bonos verdes y que se consideren elegibles basándose en una clasificación relativamente consensuada similar a las existentes en la actualidad. La nueva definición normativa debería, por encima de cualquier otra consideración, abrir nuevas oportunidades de desarrollo en este mercado.

En primer lugar, habrá oportunidades para los inversores, que verán cómo las posibilidades de asignación de sus inversiones se amplían para incluir las soluciones verdes. En segundo lugar, las autoridades tendrán un instrumento financiero claramente definido a su disposición, que podrán asociar a los mecanismos diseñados para incentivar a los emisores. Por último, y lo más importante, será más fácil para

los emisores identificar proyectos adecuados para una financiación de naturaleza ecológica. Esto les permitirá acceder a este mercado de un modo más sencillo, sin el miedo a una reacción negativa debido a la selección de un proyecto sin el consenso del mercado. Este punto genera preguntas: ¿qué emisores estarán legitimados para utilizar el mercado de bonos verdes para obtener financiación? ¿Hay industrias o sectores que quedarán excluidos de forma automática? ¿Solo las empresas con los mejores historiales medioambientales podrán emitir bonos verdes?

Si el objetivo es recompensar las mejores prácticas, sí, no hay duda de que se dará esta situación. Sin embargo, si el objetivo es promover una transición hacia modelos con menos emisiones de carbono, el acceso a este mercado debería estar abierto al mayor número posible de emisores. Aunque el acceso no se debe otorgar a cualquier precio o sin condiciones, si una empresa con una fuerte huella medioambiental se está esforzando por seguir una estrategia de transición creíble y ambiciosa para reducir su impacto ambiental, debe recibir ánimos y apoyo.

Tener fe en una empresa que muestra este tipo de ambición no es diferente a aceptar la palabra de un equipo de dirección en relación con su trabajo en términos de crecimiento de ingre-

sos, desapalancamiento u objetivos de mejora de márgenes. La observación a lo largo del tiempo permitirá distinguir a los emisores fiables de aquellos que no lo son.

La exclusión automática de una serie de industrias en función de su impacto negativo actual, sin aceptar que pueden ser capaces de reducir de forma significativa dicho impacto, elimina cualquier posibilidad de transición hacia una economía con menores emisiones de carbono. Medir el impacto medioambiental es otra área clave que se debe desarrollar partiendo prácticamente de cero. Afirmar que una inversión determinada tendrá un impacto positivo en la transición energética y climática no es suficiente. El impacto se debe demostrar y cuantificar. Aunque existe un amplio consenso acerca de los indicadores más relevantes, no parece haber un indicador único aplicable a todos los tipos de proyectos y en todos los contextos.

Por lo tanto, se requiere una evaluación de impacto multidimensional, lo cual no resulta tan complicado. No obstante, aunque se requieren indicadores detallados, el hecho de centrarse en los datos no debe eclipsar el fundamento básico de la inversión, es decir, la participación en la financiación de la transición hacia modelos con menores emisiones de carbono. Por lo tanto, en algunos casos, la evaluación cualitativa de una inversión puede que sea más relevante que la definición de un indicador estandarizado. La importancia de una inversión que busca preservar y restaurar la biosfera de los océanos, que son sumideros de carbono, o el valor de un proyecto de reforestación en una región sobreexplotada, no se puede negar. ¿Cuántas toneladas de emisiones de CO₂ se han evitado? ¿Es eso realmente lo que cuenta?

No todos los ejemplos son tan fáciles de medir y, aunque el impacto de algunas industrias se puede determinar de forma sencilla, es necesario utilizar un razonamiento diferente para analizar las elecciones de inversión necesarias cuyo impacto puede que no sea cuantificable. Las inversiones en soluciones de desarrollo, especialmente en proyectos industriales, son un buen ejemplo. Algunos proyectos, sin que necesariamente tengan un impacto positivo directo, o incluso negativo, fomentan la transición hacia un modelo con menos emisiones de carbono y, por lo tanto, no se deben ignorar.

» Los bonos verdes siguen siendo objeto de un gran debate, pero ahora, las oportunidades permiten que los inversores se muestren más activos que nunca

No debemos perder de vista nuestro objetivo inicial: promover un futuro sostenible para nuestra economía. ■



Julien Bras

Gestor del fondo Allianz Green
Bond de Allianz Global Investors



De izquierda a derecha: **Ricardo Comín** (Vontobel AM), **Enrique Martínez** (Imantia Capital), **Eva Pla** (Ei), **Félix López** (ATL Capital) y **Araceli de Frutos** (EAFI).

El lado oscuro de los CoCos: ampliación de spreads y reprecación de estructuras a perpetuidad

Vivimos en un buen momento para esta herramienta no apta para todos los gestores. Los CoCos se comportan óptimamente en escenarios de crecimiento lento, baja inflación y saneamiento bancario como los actuales. Sin embargo, todavía no hemos visto su lado oscuro, aunque se atisbó el año pasado al ampliarse los spreads. **Por Eva Pla.**

El aumento de la aversión al riesgo del sector bancario y la dificultad para encontrar rentabilidades atractivas en otros activos ha hecho a las entidades sacar algunas emisiones 'chollo' para los inversores profesionales que buscan el yield. Sin embargo, el bono contingente convertible adicional de grado 1 (AT1 CoCo) que combina aspectos de deuda y capital, fue un invento europeo renacido para ayudar a los bancos a recapitalizarse tras la crisis de 2008. "Podría dejar de tener sentido su emisión en un momento en el que los requerimientos de capital están cumplidos", cues-

tiona la **EAFI** y asesora de los fondos **Alhaja Inversiones**, **Araceli de Frutos**.

Entonces, ¿qué mensaje lanzó el Banco Santander el pasado mes de marzo al convertirse en la primera entidad europea en no acudir a la primera ventana del CoCo que emitió en 2014 al 6,25%? Los expertos coinciden en señalar que el impacto de esta decisión fue más mediática que otra cosa al responder a criterios puramente económicos. **Ricardo Comín, Sales Director & Deputy Country Head Iberia en Vontobel AM**, considera que hay tres cosas que tienes que tener en cuenta cuando estas comprando CoCos. Lo primero son los spreads

que se están pagando, lo segundo la actitud del management, y lo tercero el perfil crediticio del banco. En el caso del Santander el perfil es bueno, los márgenes eran "interesantes" y la entidad siempre dijo que acudía más por intereses económicos que de otro tipo. "El hecho de no ejercer le ha servido para poder financiar más barato esa emisión, porque al final lo que hace es ejercer el swap de 5 años más el spread del banco". Y es que al contemplar ventanas trimestrales si el momento de mercado no le favorecía es muy posible que lo haga próximamente.

El del Banco Santander apunta a ser el primero de una larga lista de entidades que van tomar la misma decisión. En este sentido, los expertos recuerdan que el año pasado (el de peor comportamiento para este tipo de activos desde su lanzamiento) fue ocasión de testear cómo se comportan estos productos en momentos duros de mercado. En 2018 se vieron caídas en precios de bonos de estas características del 10-15%, cotizando en niveles de 80-85-90%. "Con esos bonos a esos precios, el mercado te descuenta que no lo van a *call*ear. Eso va a volver a pasar, con absoluta seguridad" afirma **Félix López, director de ATL Capital**.

Todo apunta a que estamos viendo la cara bonita del mundo de los CoCos y que las condiciones actuales del mercado favorecen este tipo de activos: muy sesgado por la búsqueda de rentabilidad y emisiones en dólares que atraen a inversiones extranjeras que demandan este tipo de activos, especialmente los asiáticos.

Los CoCos están de moda

En la actualidad, el mercado de CoCos estandarizado es de 180.000 millones de dólares, y más de la mitad de las emisiones son en esta divisa. En 2019 se han visto varios lanzamientos de emisores sistémicos, solventes y con buenos nombres como BNP o ING que han tenido demandas nada despreciables de 10 y 12 veces sobre los niveles colocados.

"De una entidad como BNP no te esperas que vaya a haber disgustos; te paga una rentabi-

lidad muy atractiva para la calidad del activo, y el riesgo de impago en principio es muy lejano", asegura el **gestor del fondo de Deuda Subordinada de Imantia Capital, Enrique Martínez**.

Parece claro que con un rating medio actual de BB y un interés del 4,5%, comparado con la realidad del resto de inversiones, el poder seductor de este activo es notable. De hecho, los expertos señalan que lo más significativo que ha pasado en el mundo de la estructura financiera es la disparidad tan fuerte de rentabilidad que ha habido entre los diferentes estratos de la estructura de capital de los bancos. "Ha sido brutal cómo lo más arriesgado que eran las acciones ha sido lo menos rentable. Y el siguiente peldaño de riesgo, los CoCos, en los últimos 3 o 4 años han producido el mayor rendimiento", se sorprende López que añade que en algún momento veremos el lado oscuro de estos activos.

» Los expertos recuerdan que el año pasado fue ocasión de testear cómo se comportan estos productos en momentos duros de mercado

La otra cara

La relación entre el comportamiento de la renta variable bancaria y los CoCos parece estar justificada. Los inversores de estos bonos reciben el capital a vencimiento o a refinanciación, en tanto que las acciones del sector siguen estando amenazadas. Además, en un entorno de tipos de interés extremadamente bajos de manera prolongada el equity bancario sufre de poca visibilidad de futuro.

Para muestra la estructura del BBVA con cuatro activos: CoCos, senior, power bond y la acción. Al observarse se aprecia cómo en los últimos dos años y medio la acción tiene un -12% de rentabilidad, los CoCos un 7,70%, la deuda senior un 2% y los power bond un 1%. →

Evolución Spreads en los bonos CoCos. Fuente: Bloomberg



➔ La sombra de los CoCos se dejó atisbar el año pasado. El 2018 supuso un pequeño adelanto de lo que podía pasar con este tipo de activos. Una de las cosas que se observó es que cuando los spreads se amplían mucho, las estructuras reprecian a perpetuidad. Y este es el punto que más estudian los equipos de gestión ya que una entidad que ha sido capaz de emitir a unos precios de mercado óptimos aparenta un brillo difícil de mantener en el largo plazo, cuando financiarse mejor y a tipos tan bajos va a ser muy complicado. Es un claro indicador de que la deuda se puede convertir en perpetua.

“Me acuerdo de un banco estatal belga muy solvente que salió en un momento en el que todo se compraba, pero eso que salió a 100 llegó a estar por debajo de 80”, recuerda el gestor de Inmantia. Y eso se puede volver a pasar.

¿Hay que tenerle medo al CoCo?

Ni tanto miedo como se les tuvo en principio, cuando para hacer el activo atractivo las entidades emitían al 9%, ni la panacea que aparenta ser ahora. Los expertos coinciden en señalar que al CoCo lo que hay que tenerle es respeto y conocer muy bien la emisión y al emisor.

Y es que al final la subordinación es como una opción sobre los activos del banco. Y si el banco cae y la acción entra en dinero, los CoCos son una opción de la entidad. De Frutos lo tiene claro: “los CoCos son droga dura.

En Alhaja Inversiones no los tenemos en cartera porque mi filosofía es dormir tranquilo antes que tener más rentabilidad”, asegura a pesar de admitir que no le importaría tener alguna emisión del Banco Santander o BBVA. Esta experta se muestra bastante reticente a invertir en el sector financiero “por lo que pueda pasar”, en un escenario en el que el Banco Central Europeo insta a fusiones, “es como meter la cartera en un foco de inestabilidad y de riesgo en un momento de incertidumbre”.

» Todo apunta a que estamos viendo la cara bonita del mundo de los CoCos y que las condiciones actuales del mercado favorecen este tipo de activos

Para el experto de ATL Capital, sin embargo, las emisiones de CoCos son una excelente manera de diversificar la cartera de renta fija, en función del momento. Porque cuando existe un riesgo de solvencia, como en el caso ➔

Gama atractiva de soluciones de inversión de alta rentabilidad

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

Long-term view –
long-lasting partnership

am.oddo-bhf.com

Disclaimer

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



→ de Banco Popular o el de Deutsche Bank, toda la deuda subordinada está en el mismo paquete. “Ósea, los CoCos pagan bastante más que el Tier 2, pero si las cosas pintan mal el Tier 2 y el resto van todos al mismo sitio. El impago total”, explica Martínez.

Es ahí donde entra en juego el valor relativo. Los gestores en esos momentos se plantean qué puede compensar más: un Tier 2 donde al final los spreads están ya muy comprimidos, o ir un peldaño más por debajo en dónde hay más spread.

Selección de emisores y emisiones

En cuanto a los emisores y la capacidad de solvencia de las entidades europeas, el consenso afirma que no hay dudas de que ha mejorado de manera extraordinaria, lo que no quiere decir que sea perfecto. En Europa sigue habiendo fragmentación. Por un lado está la banca francesa, holandesa o nórdica que disfrutan de ratios de mora muy por debajo que el resto y ven crecer el crédito. Por otro, sigue habiendo signos de debilidad, por ejemplo en algunas entidades españolas a pesar de que el sector, en materia de concentración bancaria, parece estar por encima de la media de la mayoría de países de la Unión Europea. Por último, están los casos más complicados, sobre todo en Italia dónde más allá de los dos grandes bancos como Unicre-

dit o Intesa SanPaolo, sobreviven multitud de pequeñas entidades con niveles de impago superiores al 10%. “Bueno, ahí incluso has podido tener alguna ventaja con esos dos grandes bancos italianos con algún spread, si de repente la prima de riesgo se te ha disparado”, dice Comín.

“Y poco se habla de que en Alemania hay muchas cajas de ahorros sostenidas con dinero semipúblico, ineficientes y que continúa habiendo problemas puntuales”, reivindica Enrique Martínez. “Yo quiero partir una lanza por nuestro país, porque tenemos muchos complejos. Estamos hablando de Alemania, de Italia, y efectivamente allí no se ha producido la misma concentración que aquí. No quiere decir que el sistema financiero español esté totalmente saneado, pero se han hecho más los deberes que en estos países”, defiende el ejecutivo de Vontobel AM.

Preguntados por el atractivo y robustez de las emisiones españolas salen a relucir algunas de Bankinter o CaixaBank. En general, los expertos consultados coinciden en señalar que en España hay nivel y oferta, ya que emiten tanto los grandes bancos como los medianos y pequeños de manera recurrente. Incluso compañías no cotizadas tienen este tipo de estructuras, como Abanca, Cajamar o Ibercaja. ■

Exclusivamente para
inversores profesionales/
regulados y cualificados



Generamos una
rentabilidad
positiva consistente
en todas las condiciones
de mercado

Pyrford Global Total Return (Sterling) Fund

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

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

Visítenos en el sitio web bmogam.com

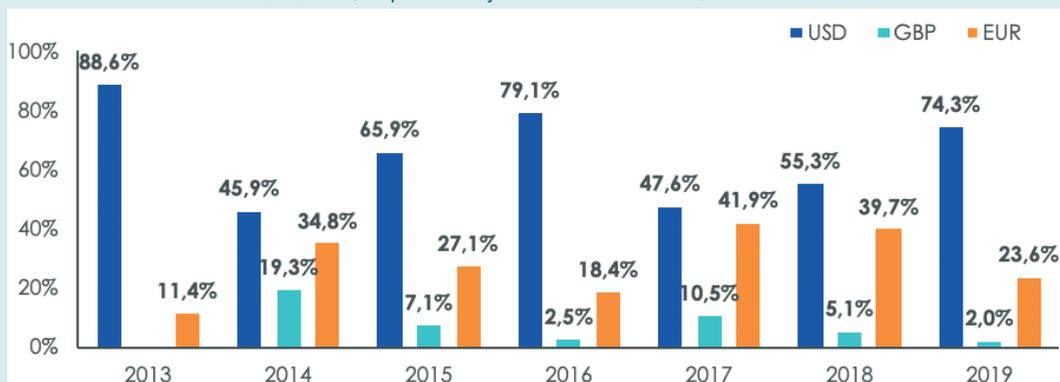
BMO  **Global Asset Management**

Los CoCos continúan creciendo

Los CoCos AT1 han sido creados para ayudar a los bancos europeos a recaudar capital para cumplir con los requisitos de capital del tratado de Basilea III, establecidos tras la crisis financiera de 2008. Desde entonces, la emisión de bonos CoCos AT1 ha mejorado significativamente los cocientes de adecuación de capital de los bancos europeos, lo cual ha llevado a este mercado de bonos, a crecer a casi \$206 mil millones, al 29 de marzo de 2019. Los patrones de emisión dentro de este universo, también han evolucionado. De ser los CoCos AT1 denominados predominantemente en dólares estadounidenses en 2013, han pasado a ser emitidos de manera más diversificada. Las nuevas emisiones en GBP y EUR han sido del 45% durante los años de 2017 y 2018, como se

muestra en el gráfico. Dado que algunos emisores dentro de este universo, generalmente emitirán solamente en una divisa, la exposición diversificada a los bonos CoCos en estas tres divisas (EUR, GBP y USD), proporcionará un amplio abanico de emisores y podrá ayudar a reducir parte del riesgo bajista inherente a la concentración de emisores. Por más que algunos inversores se posicionen de manera concentrada en los CoCos AT1 al comprar bonos de solamente un emisor, un fondo cotizado en bolsa (ETF) que ofrezca una exposición diversificada a este universo, podría proporcionar una mayor protección bajista. Algunos ETFs fijan límites sobre la exposición a los emisores, lo cual ayuda a mitigar el impacto negativo que el cese de pagos de un emisor tendría sobre la rentabilidad total del índice.

Emisión de bonos CoCos (en porcentaje de emisión anual)



Fuente: WisdomTree, Markit, Bloomberg.

Estudios de casos de perfiles de emisores

● Santander

Cuando Santander decidió no recomprar la emisión de 1500 millones de euros de bonos CoCo AT1 con primera fecha call fijada para el 12 de marzo de 2019, los inversores de bonos CoCos AT1 comenzaron a temer la posibilidad de que la totalidad de los emisores sucumbieran en mayores riesgos en este mercado. Resumiendo rápido la historia hasta ahora, Santander decidió en mayo liquidar sus bonos CoCos AT1 denominados en USD, valorados en \$1500 millones, lo cual ha sido solamente nueve semanas después de que decidiera no recomprar sus bonos CoCos AT1 denominados en euros. Esto es un importante precedente, ya que resalta que los emisores evaluarán caso por caso cada bono CoCo AT1 dentro de su estructura de capital y la última palabra para su recompra, estará impulsada principalmente por cuánto sentido económico tenga según ellos y el regulador.

● Banco Popular

El 6 de junio de 2017, la autoridad supervisora del Banco Central Europeo (BCE), declaró al Banco Popular (BP) como “en caída o propenso a caer”, basado en el deterioro de su posición de liquidez. En particular, el regulador consideró al Banco Popular (BP) en el Punto De No Viabilidad (PDNV) y puso al banco en resolución. El Punto De No Viabilidad suele ser cuando los reguladores deciden que un banco ya no puede funcionar. Los eventos desencadenantes del PDNV, son básicamente una herramienta de previsión y prevención utilizada por el regulador cuando creen que, en ausencia de la conversión de algunos o todos los valores de capital contingentes a acciones ordinarias o de su liquidación a cero, el banco se convierte en No Viable. En esta instancia, la venta de BP a Santander, fue iniciada tras la declaración del PDNV. Esto hizo que, como resultado, dos CoCos AT1 fueran cancelados (1.250 millones de euros en valor nominal). Este es un ejemplo en donde un inversor se hubiese beneficiado de haber invertido en una cartera diversificada de bonos CoCo AT1, en vez de haber comprado bonos CoCo AT1 individuales de los bancos. Un dato no menor, es que los bonos CoCos AT1 de Banco Popular no contaban con una calificación

» Los CoCos son valores complejos y los inversores potenciales no deberían descontar el riesgo de cola y la posibilidad de conversión

de las agencias de rating. Es por ello que en este caso, un enfoque mediante ETFs que solamente invierten en bonos CoCos AT1 que cuentan con una calificación de una de las tres agencias de rating como S&P, Moody's o Fitch, no hubiesen tenido una exposición a estos bonos CoCos AT1 en particular. ■



Lidia Treiber

Directora de renta fija
de WisdomTree



La tecnología ya no es un “nuevo mercado”

El sector tecnológico ha incrementado su diversidad y madurez desde la era punto.com. El acusado giro al alza que ha experimentado en los últimos tiempos tiene unas bases mucho más sólidas que hace 20 años, pues la economía ya no puede prescindir de los bienes y servicios que suministra.

Un vistazo al año 2000

En los albores de este milenio, las empresas tecnológicas dominaban los índices y sus valores se dispararon. Los inversores esperaban que estas empresas construyeran el futuro digital y querían un trozo del pastel, así que se abalanzaron sobre todas las OPV y tiraron al alza de los precios. Después vino el hundimiento.

La fuerte subida en bolsa del sector tecnológico durante los últimos años (y su corrección en fechas recientes) puede por tanto resultar muy familiar. Pero (y pese a la guerra tecnológica que acaba de desatarse entre EE.UU. y China) un análisis pormenorizado evidencia que el panorama es diferente en la actualidad.

Mayor relevancia

Lo que en los 90 era la “nueva economía” es ahora la economía de hoy, y la digitalización se ha convertido en una obligación para todos los

sectores económicos. Desde el punto de vista de las empresas tecnológicas, esa es una base para el crecimiento duradero.

La automatización, la inteligencia artificial, el big data y otras tecnologías conquistan un sector tras otro: los fabricantes de coches construyen vehículos con conexión a internet cada vez más inteligentes, las empresas mineras automatizan la extracción de materias primas con robots y máquinas sin conductor, los grupos de distribución extraen conclusiones a partir de los datos de los consumidores, las empresas de servicios públicos crean redes inteligentes y los bancos utilizan la inteligencia artificial para prevenir el fraude.

Todo ello es posible porque las tecnologías de semiconductores, como los chips informáticos, han evolucionado enormemente durante los últimos años. Son un componente esencial de los dispositivos electrónicos y por tanto indispensables actualmente. Y dejan claro que la industria tecnológica ya no puede desvanecerse en el aire como ocurrió con las empresas de Internet a finales de los 90.

Mercado más amplio

Los que alimentaron la burbuja punto.com fueron principalmente los negocios de venta por Internet y las empresas de telecomunicaciones.

Hoy en día, el sector tecnológico es mucho más amplio. Abarca las redes sociales y las empresas de streaming, los fabricantes de componentes y dispositivos, los proveedores de software para empresas y servicios bancarios digitales, y mucho más.

Esto ha quedado meridianamente claro en fechas recientes, cuando el S&P 500 creó un nuevo sector llamado “servicios de comunicaciones”. Netflix, Alphabet, Facebook y Twitter pasaron a este nuevo sector, uniéndose a grupos de comunicación y telecomunicaciones como Disney y Verizon. En consecuencia, el límite entre la tecnología y otros sectores se difumina cada vez más.

Valor bursátil más sólido

Aunque las acciones tecnológicas están más caras que gran parte del resto del mercado, de media no se acercan ni de lejos a las cotas anteriores a la explosión de la burbuja punto.com. Así, el Nasdaq Composite alcanzó un PER de 200. Hoy está en 20. Muchas empresas punto.com salieron a bolsa con pérdidas pues el conocimiento de marca y el crecimiento de los usuarios eran más importantes que los beneficios. Actualmente, las empresas tecnológicas pueden ganar mucho dinero para investigar y mantenerse a la vanguardia a pesar de los rápidos cambios del sector. Al mismo tiempo, muchas han conseguido crear un colchón financiero. Por lo tanto, el crecimiento de los beneficios y las cotizaciones están en sintonía.

Conclusión

Desde la burbuja punto.com, el sector tecnológico se ha convertido en un gran terreno de gigantes innovadores y empresas especializadas rentables. Los pesos pesados como los FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) y los BAT (Baidu, Alibaba y Tencent) acaparan titulares, sobre todo por la corrección que han registrado recientemente tras su vertiginosa subida. Pero estas empresas son solo parte del cuadro. Algunos nombres menos conocidos están impulsando la evolución de la tecnología en reconocimiento de voz, robótica y coches autónomos, demostrando la amplia variedad del sector en la actualidad.

» Lo que en los 90 era la “nueva economía” es ahora la economía de hoy, y la digitalización se ha convertido en una obligación para todos los sectores económicos

Como cualquier mercado de crecimiento, el sector tecnológico deparará algunas sorpresas a los inversores, pero a medida que las numerosas tecnologías vayan desplegando su potencial no escasearán las oportunidades de inversión. ■



Hyun Ho Sohn

Gestor del Fidelity Funds
Global Technology Fund

FERNANDO GONZÁLEZ | consejero delegado de Ezentis

“Queremos reducir la deuda a niveles inferiores a dos veces el EBITDA”

Ezentis, compañía dedicada a servicios para la instalación y mantenimiento de infraestructuras energéticas y de telecomunicaciones, salió de pérdidas en el primer trimestre y, de cara a la última parte del año, sigue siendo optimista. Más cuando se piensa en una compañía que genera más del 80% del beneficio en sólo tres países -Brasil, Chile y España- y que sigue apostando por incrementar peso del euro en su negocio, asegura Fernando González, consejero delegado de Ezentis. **Por Raquel Jiménez y Silvia Morcillo.**

Ezentis salió de pérdidas en el primer trimestre al lograr 0,2 millones de beneficio, ¿qué previsiones tienen para el resto de ejercicio?

Tras varios años de esfuerzo en los que Ezentis ha tenido una evolución constante, creciendo ininterrumpidamente año tras año desde 2013, hemos reportado beneficios este primer trimestre y creemos que esa será la tendencia a medio plazo.

Nuestros objetivos a medio plazo, basándonos en esa evolución ascendente, son optimistas. Esperamos un crecimiento orgánico anual de los ingresos de entre el 4% y el 4,5% anual, con un Ebitda de entre el 8,5% y el 9,5% y un resultado neto de entre el 4% y el 5% sobre ingresos.



La cartera del grupo ha alcanzado los 918 millones de euros, ¿qué niveles se han fijado como objetivo para próximos meses?

Nuestros clientes son multinacionales de referencia en telecomunicaciones y energía, y actualmente contamos con una cartera basada en contratos plurianuales de entre tres a cinco años. Durante el primer trimestre de 2019 hemos aumentado la contratación un 202% en comparación con el mismo periodo de 2018. Nuestros clientes tienen confianza en Ezentis, por lo que confiamos en mantener una cartera que posibilite un crecimiento de nuestros ingresos de entre el 4% y el 4,5%.

El factor positivo fundamental de contar con una cifra de cartera y contratación elevadas es que nos da una gran visibilidad sobre la evolución del negocio, lo que nos permite planificar recursos de forma adecuada en el medio plazo.

“Buscamos tener una menor exposición al mercado argentino, que ya representa el 7%”

La compañía ha cumplido los dos objetivos que se marcó en 2018: aumentar su presencia en España y refinanciar su deuda, que actualmente se sitúa en los 106,9 millones. ¿Cuál es el objetivo de deuda que se marcan para el resto de 2019?

El acuerdo de financiación alcanzado a finales de 2018 fue uno de los hitos más importantes



del ejercicio. La nueva estructura financiera posibilita la obtención de ahorros adicionales en gastos financieros y operativos de entre 6 y 8 millones de euros en cómputo anual. Nuestro objetivo a medio plazo es reducir la deuda en niveles por debajo de dos veces Ebitda.

Respecto al comportamiento de la acción, ¿2019 será el año en que llegará la estabilidad de los títulos de Ezentis?

Más allá de las coyunturas generales de los mercados, que este año no han sido favorables, los analistas recomiendan comprar, valorando la transformación llevada a cabo tanto en negocio como en estructura financiera y, por tanto, esperamos que estas recomendaciones sean recogidas por el mercado.

Han reducido su exposición a Latinoamérica (de donde provenía el 95% de sus ingresos) para conseguir un equilibrio geográfico. ¿Qué porcentaje de ingresos por regiones esperan para 2019?

La diversificación de mercados que definimos hace un tiempo ha llevado a que España sea

actualmente nuestro principal mercado de los ocho donde estamos presentes, de donde provienen el 33% de los ingresos, seguido de Brasil, con un 27%, y Chile, con el 19%. Estos tres países generan el 80% de los ingresos totales de la compañía. A medio plazo seguiremos apostando por incrementar el peso del euro en nuestro negocio, hasta llegar al 40% del total del grupo.

¿Cuáles son las previsiones concretas en sus mercados de Latinoamérica para este ejercicio? ¿Muy diferentes a las de 2018?

Seguiremos centrados en los mercados que he descrito anteriormente porque consideramos que tienen un alto potencial de crecimiento, y una menor exposición en el mercado argentino, que ya representa un 7% del total.

¿Tienen pensado abrir su negocio a otros mercados?

La consolidación de mercado posibilita oportunidades de crecimiento, a los que estaremos atentos. ■



De izquierda a derecha y de delante hacia atrás: **Jesús González** (MAB BME), **Josep María Huch** (Atrys Health), **Moisés Israel** (Gigas Hosting), **Fernando Orteso** (FacePhi), **Jesús Muela** (GVC Gaesco Beka), **Alejandro Clemares** (Clerhp), **Daniel Lozano** (Grenergy) y **Javier Ablitas** (EI).

MAB, inversión cualificada a largo plazo

Según la definición que ofrece en su propia página web, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) “es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características”. En su X aniversario, más de 40 compañías -llamadas “empresas en expansión”- cotizan en un proyecto que también reúne a socimi, sicav, ECR o SIL. ¿A qué tipo de inversores va dirigido? ¿Cualquier perfil de compañía encaja? ¿Cómo mejorar su atractivo para consolidarse como una fuente alternativa de financiación? **Por Javier Ablitas.**

MásMóvil constituye el “caso de éxito” por antonomasia al haber pasado del MAB al Mercado Continuo y mirar ya al Ibex 35. Una subida progresiva de escalones que permite, entre otras cosas, diversificar las vías de financiación para crecer y aumentar la base de accionistas en un segmento de tamaño de mercado que para nada es homogéneo.

“Pyme es un concepto muy relativo, porque puede ser una compañía que factura 5 o 150

y las alternativas de financiación son inversamente proporcionales al tamaño” afirma **Jesús Muela, subdirector general de GVC Gaesco Beka**. Como señala **Alejandro Clemares, vicepresidente de Clerhp Estructuras**, “la financiación de compañías de nuestro perfil es fundamentalmente bancaria. Cuesta mucho conseguir dinero fuera de ese circuito y estar en el MAB nos ha abierto la puerta a obtener ese crédito de manera más sencilla”. Un discurso que coincide con el de **Josep María Huch, CFO de Atrys Health**, quien destaca que para que una compañía

de este perfil pueda dar un salto en su crecimiento “o cuenta con un propietario con solvencia económica o permite la entrada de terceros vía capital riesgo, con lo que ello conlleva en términos de control. Por eso el MAB supone una opción atractiva”.

Fernando Orteso, consejero de FacePhi Biométrica, considera que la financiación de las pymes depende de su estadio de desarrollo concreto y del tamaño que tenga. “El MAB es una herramienta fantástica para lanzarte y pasar del capital semilla a un entorno de transparencia, con auditorías. Sin embargo, una vez dentro, el trabajo es duro, porque necesitas fondos para seguir creciendo. Es cierto que, si el desarrollo de tu compañía lo permite, aparecen nuevas alternativas, como *private equities*, convertibles, etc.”.

Para **Daniel Lozano, director de Relaciones con Inversores y Comunicación de Grenergy**, las posibilidades de “diversificar riesgos financieros accediendo al mercado” no deben hacer olvidar que la financiación bancaria, hoy en día, “sigue siendo muy competitiva”. “La banca española es una maravilla comparada con la de otros lugares en términos de costes o plazos” afirma **Moisés Israel, presidente de Gigas Hosting**. “Vivimos una época difícilmente repetible y, en nuestro caso, además, la condición de compañía tecnológica nos abre las puertas a más recursos, como el capital riesgo. El MAB representa un salto cualitativo porque implica una alternativa y porque, una vez dentro, la financiación bancaria también se hace más fácil”.

Jesús González Nieto-Márquez, director gerente del MAB BME, reconoce las dificultades de financiación de la pequeña empresa al no poder acceder al abanico de opciones de las grandes. De hecho, califica de “*rara avis*” a las empresas de este perfil que se han atrevido a dar el paso de salir a cotizar y pone en valor la puesta en marcha de mercados orientados a ellas porque “abre una ventana para que las compañías que tienen ambición y coherencia puedan experimentar otras fórmulas de acceso a recursos alternativos. Tenemos que estar contentos de haberlo hecho y

lo que toca es realizar un trabajo común con administraciones, iniciativa privada, inversores y empresas para seguir impulsándolo”.

Para Clemares, el escaso número de compañías cotizadas respecto a la cantidad de pymes que hay en España, muestra “el desconocimiento, el miedo que hay a perder el control”. En su opinión, con más información habría más empresas dispuestas a dar el salto. En esa línea Muela apunta al segmento de mercado de empresas con crecimientos razonables y con un ebitda de entre 2 y 5 millones de euros. “Pensamos que se puede capturar mucho valor en ellas y contribuir, además, a llevarlas a un estadio superior. De hecho, ahora mismo estamos perfilando la estructura de un vehículo de capital riesgo que vaya a este segmento y no descartamos que mire también al MAB”.

» Las empresas del MAB ofrecen algo muy interesante: la posibilidad de multiplicar la inversión por varios dígitos, pero no hay que olvidar el riesgo

La perspectiva del inversor

A la escasez de compañías se une la necesidad de inversores cualificados, que entiendan bien las condiciones que asumen. Clemares destaca que “las empresas que cotizamos en el MAB ofrecemos algo muy interesante: la posibilidad de multiplicar la inversión por varios dígitos, algo que en las grandes resulta más complicado”. El reverso de la moneda, como menciona Huch, es que “los riesgos son importantes, porque ejecutar un plan de crecimiento agresivo tiene sus dificultades. Por eso”, continúa, “los inversores lo tienen que ver como lo ven la mayoría de institucionales que entran en estas compañías, como capital riesgo”. “Hay que aterrizar en la realidad”, apunta en la misma dirección González. “El riesgo es alto y hay proyectos que son interesantes y se explican bien pero otros no”.

A esto Orteso añade que en un sistema tan bancarizado como el español, “el univer- →



→ so de inversores distintos, más allá de *family office* o particulares, de gestores boutique, es muy pequeño, y eso hace que sea un recurso complicado para los emisores". "No hay una gran bolsa de dinero para este tipo de riesgos", añade Muelas. "Se necesita una cierta estructura para analizar proyectos y poder seguirlos", continúa, "pero creo que el capital familiar está acudiendo en mayor medida". Para Huch, aunque reconoce que sería deseable contar con más, "sí existe un abanico de inversores que permite cubrir las necesidades de compañías como las que cotizan en el MAB tal y como está concebido. Si quieres aspirar a una ronda de 200 millones tendrás que estar en otro mercado".

En esta línea, González afirma que es cierto que faltan inversores, "pero faltan en todas partes; en Europa y en Estados Unidos también lo dicen. Además, no tenemos que olvidar que en un mercado como el europeo, los inversores están capacitados técnica y jurídicamente para invertir donde quieran", aunque admite que "podríamos buscar fórmulas que permitieran que los mercados alternativos en los que cotizan las compañías pequeñas fueran más colaborativos". Israel

va más allá y defiende que, frente a las bolsas locales que hay en Europa, "necesitamos un mercado tecnológico paneuropeo, más profundo, que amplifique su efecto". Lozano aquí se muestra más cauto y resalta el camino que queda por recorrer: "venimos de explicar la cuenta de resultados para atraer fondos y, si queremos atraer inversores, tenemos que ser capaces de transmitir el futuro y para ello, como empresa, debemos desarrollar la educación financiera para mejorar las cosas dentro de casa".

Para atraer más inversores se mencionan dos elementos: la liquidez y la necesidad de contar con análisis de las compañías. Sobre el primero, Israel asegura que su falta retrae aunque coincide con Muela en que, dado que se trata en muchos casos de "capital riesgo cotizado, por definición no puede haber mucha". Sin embargo afirma que "tenemos que dar respuesta a la petición de que haya liquidez diaria, por mucho que vendamos desde la empresa que tenemos un plan a varios años". Este aspecto es complicado, en opinión de Orteso, "porque la evolución depende de las expectativas de los inversores y en el MAB se mueven, en mi opinión, por criterios poco fundamentales". Para Huch, "a medida que el proyecto evoluciona desde el punto de vista operativo también lo hace la negociación. Nos autoimpone mucha presión y queremos ser como

» Para atraer más inversores se necesitan dos elementos: liquidez y análisis de las compañías

nuestros hermanos mayores en bolsa cuando todavía estamos gateando". "Tal vez el reto", remata González, "sea explicar mejor qué se puede hacer, las alternativas para encontrar inversores que sustituyan a los que quieran salir".

En cuanto al research, las compañías pequeñas no suelen contar con analistas que las sigan, por lo que se debe pagar. Pese a ello, estos informes son relevantes para que el inversor siga la evolución de la compañía. "Ninguna firma va a poner en entredicho su credibilidad en un tema así" asegura Lozano →

Adaptamos las *comunicaciones* a tu empresa y sector



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



Centralita en la nube con prestaciones sin límite

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



Telefonía fija, móvil con llamadas ilimitadas y acceso a Internet

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



Integra la centralita en tus aplicaciones de usuario

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

Miles de empresas confían en VozTelecom

Ocio y consumo

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

Arquitectura

- Bofill Arquitectura

Organizaciones

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

Electrodomésticos

- Calbet
- Taurus

Educación

- UPC

Automoción

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

Informática y electrónica

- Beep
- Prink

Comunicación

- Producciones del Barrio

Inmobiliaria

- Housfy
- La Casa
- Prestige Real State

RRHH

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

Asesorías y consultorías

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



→ y, al calor de ello, Muelas destaca el cambio de mentalidad sobre este asunto: “hace unos años no se hablaría de la utilidad de estos informes. Es una evolución lenta pero constante y positiva”.

Aceleraciones para aumentar el atractivo

La mejora de la fiscalidad constituye el elemento común para favorecer tanto el acceso de nuevas compañías al mercado como la presencia de más inversores cualificados. “No pido grandes incentivos fiscales”, señala Huch, “pero sí al menos que homogeneicemos la normativa a nivel autonómico para contar con una política común de apoyo a la pyme”.

Lozano, por su parte, alude a incentivos que “faciliten a las empresas pequeñas dar el paso al MAB aligerando los costes que implica hacerlo”. Huch añade que, “de hecho, si asumimos que Europa tiene un problema de competitividad respecto a otras economías, se deberían impulsar cambios también a nivel comunitario”, algo en lo que coincide González, quien destaca que “los incentivos fiscales son elementos muy potentes porque hacen que el inversor se fije. Se podrían canalizar a través de vehículos profesionales” para llegar al público adecuado, el que comparte la visión de que “el MAB es un mercado de medio-largo plazo” y para ello “debemos seguir trabajando conjuntamente

en educar al inversor para que cada vez sea más responsable en este sentido”.

A la educación también le concede un papel fundamental Clemares, “tanto para inversores como para emisores. Ser una compañía cotizada te da una visibilidad que si no, no tendrías, sobre todo cuanto estás internacionalizado, por la regulación a la que estás sometido y la transparencia que implica”. Para ello, apunta Lozano, es muy importante “preparar a nivel interno” a las organizaciones para que sean conscientes de que “hay maneras creativas de crecer si el proyecto es firme y aumenten su confianza”.

En esta línea, Muela detecta “un mayor interés general de inversores no cualificados tradicionalmente, que cuentan con liquidez y comienzan a tener experiencia para examinar proyectos de este tipo”. Eso coincide con “una mayor conciencia de los emisores de que están en un mercado y lo que eso supone”.

En cualquier caso, apunta Israel, “nuestra experiencia nos muestra que el MAB es una solución más que suficiente para alcanzar determinados objetivos”. Como afirma Orteso, “hay que tener claro en qué estado se encuentran las compañías que acceden a un mercado como este y el riesgo que implica. Pero pueden dar muchas alegrías y resultados importantes”. ■



Fondo Allianz Global Artificial Intelligence

El Futuro es Ahora

La inteligencia artificial ya está aquí
Descúbrala e invierta con nosotros

es.allianzgi.com

iberia@allianzgi.com

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

Allianz 
Global Investors



El MAB, una ventana de oportunidades para inversores y empresas

La capitalización de las 108 compañías negociadas en el MAB supera los 12.000 millones de euros. En los últimos 18 meses se han incorporado 28 nuevas compañías. Estas empresas han conseguido financiación por más de 1.700 millones a través de 71 operaciones. Son cifras que dan una idea del crecimiento y de la trascendencia adquirida por este mercado alternativo de BME, que no ha dejado de crecer en los últimos años. El MAB se consolida como una vía de financiación alternativa para las empresas, que ganan en visibilidad y acceso a fondos para financiar sus planes de expansión, pero también como un nuevo espacio de oportunidades para los inversores, que pueden acceder a compañías con alto potencial de crecimiento para diversificar sus carteras y mejorar su rentabilidad.

La variedad de sectores y negocios representados en el MAB es, sin duda, uno de sus mayores atractivos para gestores e inversores finales. El sector inmobiliario es el que tiene más peso en este mercado alternativo, por el

auge de las Socimis, que tan importantes han sido para revitalizar el sector en unos años complicados.

El pasado ejercicio se incorporaron a este mercado de BME 20 nuevas Socimis, y este año esperamos también un buen ritmo de incorporación. Sin duda, la actividad sigue siendo especialmente intensa en el ámbito de este segmento del MAB, con 67 socimis negociadas, un 37% más que hace un año. En un entorno de bajos tipos de interés, estas sociedades ofrecieron una rentabilidad media por dividendo cercana al 4% en 2018. Naturalmente, como toda inversión, implican un riesgo, pero ofrecen un retorno nada desdeñable en un momento como el actual.

Pero el MAB es mucho más que el sector inmobiliario. En este mercado se negocian empresas de todo tipo. Tienen un peso importante el sector de tecnologías de la información (que supone una cuarta parte del mercado), el sector farmacéutico y biotecnológico (un 20%) y las empresas de ingeniería y renova-

bles (un 15% cada uno). Por lo general, los inversores buscan compañías intensivas en innovación y más de un 70% de las empresas en expansión del MAB lo son.

A la variedad de compañías negociadas y la oportunidad de invertir en empresas con gran capacidad de crecimiento, este mercado suma en 2019 otro importante atractivo para inversores: en lo que va de año, el índice Ibex MAB 15 registra una revalorización superior al 10%. Dentro de este mercado hay valores poco conocidos por el gran público que pueden aportar atractivas oportunidades de inversión, algo diferencial en un contexto como el actual, en el que crece la gestión pasiva, dedicada a replicar índices, y en el que los gestores de fondos tienen más difícil marcar la diferencia con la competencia en la selección de valores. En el MAB hay compañías que pueden ofrecer ese diferencial, además de aportar diversificación a sus carteras.

Desde el lado de las compañías, el MAB no solo ofrece visibilidad y financiación recurrente complementaria a la bancaria, sino que también facilita un valor diario público y reconocible de la compañía, un factor muy valioso para compañías de menor tamaño y especialmente útil en casos de sucesión generacional o en situaciones que requieran operaciones corporativas.

Pero los logros de esta financiación para PYMEs a través del mercado siguen siendo insuficientes. En un país en el que estas empresas tienen tanto peso en la economía como España, sería necesario que se aprobara alguna clase de estímulo fiscal a la inversión en compañías del MAB. Ya existe alguna experiencia muy positiva en Comunidades Autónomas como Madrid o Galicia, pero sería imprescindible que se aprobara a nivel nacional algo similar a lo que ocurre en Italia, Reino Unido o Francia, donde se ha demostrado que funciona aprobar una desgravación fiscal por la inversión en este tipo de compañías. No sólo sería bueno para financiar mejor el crecimiento de las propias PYMEs, sino que también se reforzaría

» En un país en el que estas empresas tienen tanto peso en la economía, sería necesario que se aprobara alguna clase de estímulo fiscal a la inversión en compañías del MAB

el comportamiento del empleo y la generación de impuestos de este tejido empresarial tan importante. Un incentivo fiscal aumentaría la financiación disponible para estas PYMEs, lo que redundaría en el corto plazo en un aumento en las ventas y beneficios que, paradójicamente, se traducirán en ingresos impositivos mucho mayores que los propios incentivos. ■



Jesús González Nieto-Márquez

Director gerente del MAB BME

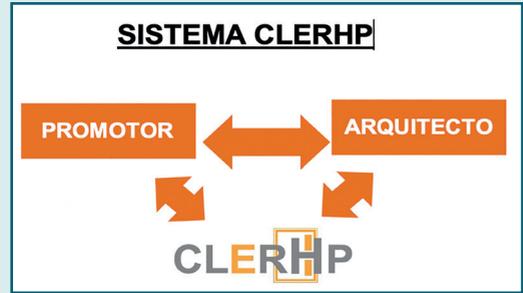
Clerhp: un modelo de negocio innovador y de elevada especialización

El modelo de negocio es una herramienta que permite definir con claridad qué vas a ofrecer al mercado, cómo lo vas a hacer, a quién se lo vas a vender, cómo se lo vas a vender y de qué forma vas a generar ingresos. En definitiva, la forma que tiene una empresa de ganar dinero. Los modelos de negocio que funcionan son aquellos capaces de crear valor para el cliente y que además son escalables, es decir que permiten multiplicar los beneficios manteniendo el mínimo coste posible, y el de CLERHP cumple estos dos requisitos, como ha demostrado implantándolo en diferentes ciudades de diversos países sudamericanos (Bolivia, Paraguay y Uruguay).



El modelo de negocio de CLERHP es innovador, ya que propone un sistema de funcionamiento diferente al que tradicionalmente ha utilizado el sector de la construcción, en el que el promotor contrata a un arquitecto que diseña un proyecto, a su vez éste contrata a un ingeniero que lo calcula y con el proyecto resultante del trabajo de estos dos agentes, el promotor busca un constructor que se lo construya.

En este sistema se aprecia una desconexión total entre los agentes que diseñan el proyecto y el que lo construye, algo que no permite al promotor saber cuál va a ser el coste de construir su proyecto hasta el momento de empezar a construirlo.

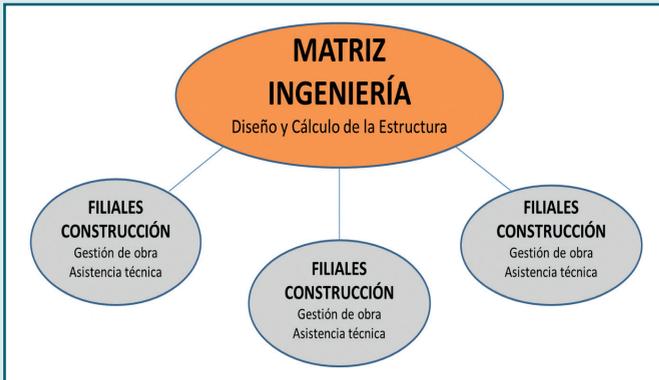


CLERHP aúna los servicios de ingeniería y construcción en un solo agente y en el sistema que propone participa desde el principio en el diseño del proyecto, aportando como ingeniería soluciones técnicas que posteriormente como constructora tendrá que ejecutar de forma ágil y barata para el promotor. Al estar todos los agentes interrelacionados el promotor sabrá desde el principio cual será el coste de ejecución de su proyecto, lo que supone un valor añadido importante para el cliente. Además de este valor añadido, el modelo de CLERHP presenta otras ventajas competitivas que también aportan valor al cliente: reducción del número de agentes que participan en el proceso, reducción de los tiempos, reducción de los costes, reducción del riesgo de problemas en obra, optimización de la comunicación entre los agentes y aumento de la capacidad de respuesta a cambios en el proyecto durante su ejecución.

Como parte integrante del modelo de negocio, tenemos el modelo organizativo y el modelo financiero de la empresa.

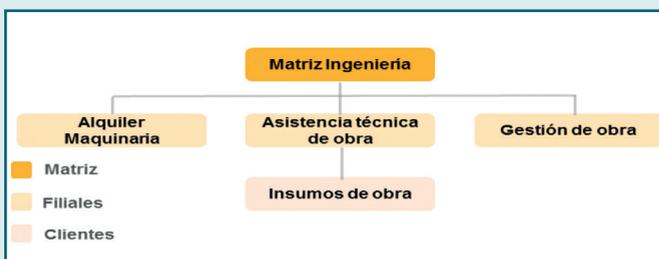
CLERHP organiza internamente la prestación de los servicios de ingeniería y construcción de forma que generen valor añadido a sus clientes. Los servicios de ingeniería están centralizados en la sociedad matriz

en España, que a su vez abre sociedades filiales que son las que ofrecen los servicios de construcción de estructuras. De este modo, las filiales actúan como generadores de mercado para la ingeniería captando proyectos en las distintas ciudades en las que operamos. Este modelo permite la aparición de interesantes economías de escala en la matriz a medida que aumenta el número de filiales y lo hace mediante una retroalimentación positiva, puesto que el disponer de ingeniería propia facilita a su vez que las filiales tengan un importante valor añadido para el cliente.



En cuanto al modelo financiero, CLERHP realiza los trabajos de ingeniería y asistencia técnica desde la matriz y los de construcción desde las filiales, aportando los equipos necesarios, la asistencia técnica en obra y la mano de obra. De esta forma, CLERHP sólo factura por los servicios que presta, no factura por los insumos de obra (hormigón y acero), ya que éstos son aportados por el cliente. La filosofía de CLERHP es que todo lo que se queda en el edificio es pagado directamente por el cliente al proveedor. Esta filosofía también aporta valor al cliente, al permitirle manejar sus riesgos con los diferentes proveedores de materiales. Además, se limita el riesgo que se genera con proveedores clave por un potencial impago y limita considerablemente las necesidades de circulante a la hora de ejecutar los proyectos.

En definitiva, un modelo de negocio que hace de CLERHP una empresa muy exitosa y única en su sector. ■



Alejandro Clemares

Vicepresidente Clerhp Estructuras

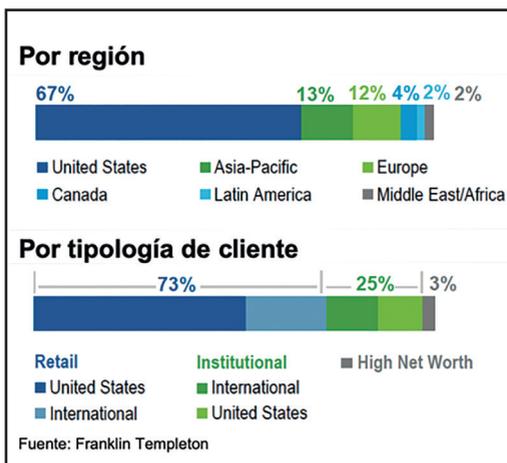
JAVIER VILLEGAS | Country Head Franklin Templeton Iberia

“Trabajar para conseguir mejores resultados”

Javier se incorporó a Franklin Templeton (FT) Madrid en 2005 como responsable de Desarrollo de Negocio en España, Portugal y Andorra. En 2014 adquiere el compromiso de cubrir cuentas globales de la gestora FTI en Miami como Director de Instituciones Financieras Globales para América y vuelve a España en 2018, cuando es nombrado Director General para Iberia de FTI. Anteriormente había trabajado para Santander Banca Privada y A&G. Es padre de 2 hijos y, aun cuando le queda poco tiempo, le gusta practicar todo tipo de deporte y dedicar tiempo a familia y amigos. **Por Consuelo Blanco.**

Con oficinas en 35 países (que representan el 85% del PIB global según FMI), pero con participes en 170 países, 43 centros de análisis, con gestoras locales en 15 regiones y con 12 ubicaciones de trading, Franklin Templeton es una verdadera gestora global. Su modelo de negocio también: un modelo de negocio multigestora, aunque a menor escala que otros competidores.

A cierre de marzo 2019 gestionaba 712.000 millones USD de activos, de los cuales el 40% están en Renta Variable, 39% en Renta Fija, 19% en híbridos y 2% gestión de tesorería. En cuanto a regiones y tipología de clientes, la distribución es la siguiente:



En cuanto a España, Villegas nos comenta que, de los 2.450 millones de euros de activos gestionados al cierre del año, el reparto es equitativo: 33% Renta Fija (principalmente global y USA), 33% Renta Variable internacional y 33% alternativos, sectoriales y mixtos; y en cuanto a cliente, en torno a un 60% es institucional y 40% banca privada y asesoramiento independiente. En 2018, posiblemente por las necesidades que surgen por el Brexit o bien por el boom inmobiliario, la gestora americana decidió dar otro paso en su desarrollo en España y abrió su propia sucursal, aunque FT es una de las gestoras históricas en España con oficina en la capital desde hace 20 años.

La vuelta a casa

Con este movimiento también se da el nombramiento de Javier como Director General para Iberia (España, Portugal y Andorra). Tras casi cinco años a cargo de clientes globales para Américas desde las oficinas de Miami, Javier Villegas cruza el Atlántico para volver a la que fuera su casa, Franklin Templeton Investments en Madrid. Para llevar a cabo este nuevo reto en su carrera, Javier cuenta con un equipo comercial, un equipo de marketing y un equipo de operaciones, con una experiencia media de 15 años.

Para él, el regreso ha sido rápido, y después de que su esposa se hiciera cargo de toda la logística familiar, “ahora ya está todo encaminado y le toca a ella disfrutar un poco más”, comenta.

Genuino e innovador, Javier es un defensor de la gestión activa, aunque reconoce que los ETFs y la gestión pasiva son instrumentos que ayudan en la diversificación y descorrelación en las carteras. FTI tiene un equipo de ETFs en Estados Unidos, que funcionan como una gestora independiente, gestionando en torno a 4Bn, que siguen tres estilos de gestión: activa, Smart Beta o Multifactorial y pasiva.

Villegas nos explica que, tras su retorno, ha notado una importante evolución en los clientes españoles. Observa una mayor cultura financiera, un cliente más exigente y unas demandas de producto mucho más complejas y/o sofisticadas. Sin embargo, reconoce que aún queda camino por andar y en ello están comprometidos en Franklin Templeton, dedicando mucho tiempo a formación financiera ofrecida de manera continua por sus banqueros. Franklin Templeton Academy ha impartido más de 100 cursos este año en España.

Por otro lado, la industria de fondos española también ha crecido, no sólo en patrimonio gestionado (pasando de 122.000 millones de euros en diciembre de 2012 a 266.000 millones de euros al cierre de marzo 2019), sino también en productos y una mayor y más preparada competencia, lo que implica una oportunidad "pues la creciente competencia nos hace ser mejores". A este crecimiento hay que sumar mercados como Portugal y Andorra, que son mercados cubiertos desde las oficinas de Madrid.

Prioridades de su gestión

Para Villegas este primer trimestre ha sido bueno en términos de resultados, pero día a día trabajan en las prioridades que tienen por delante. Una de ellas es "crecer, seguir incrementando cuota" en

España, que según datos de Inverco al cierre de diciembre era de 3,4% . Si bien es cierto que la competencia es muy fuerte, el servicio integral que ofrece FTI, así como la calidad y diversidad de sus productos facilita la función. "Hay que seguir reforzando los acuerdos estratégicos", y desde el primer día está trabajando en ello.

La filosofía de Javier es "Trabajar para conseguir mejores resultados" vía: colaborar con el cliente para poder crecer; excelencia en inversiones; control del riesgo; y por último innovar". 2019 será un año centrado en la personalización de sus propuestas. Hay una creciente demanda por productos a medida. Por ello, han montado una nueva sicav y poder cumplir con este servicio. "Inversores tanto en Asia como en EEUU y ahora en Europa nos piden fondos con fecha de vencimiento y rentabilidad determinada", explica. Por ello, dentro de esta sicav han lanzado en España un nuevo fondo a vencimiento, "para aquellos inversores que buscan una rentabilidad recurrente año a año", el Franklin Green Bond 2024 Fund.

Adicionalmente, y muy ligado con lo anterior, es el cliente institucional, segmento para el cual tienen en marcha varios proyectos atractivos. Uno de ellos es el Franklin Templeton Social Infrastructure, un fondo de private equity →





→ que ya ha captado más de 200 millones de euros y cuya inversión mínima es de 5 millones de euros, denominado en euros y regional europeo. “Existe una necesidad de acometer reformas en infraestructuras, orientadas especialmente a lo social, y esas necesidades son superior al dinero público que existe”, explica. “Eso es una muy buena oportunidad para el inversor institucional”.

Otra propuesta de gran éxito ha sido el lanzamiento de alternativos líquidos. Esta propuesta se vio consolidada con la adquisición del Benefit Street Partners el pasado 25 de octubre. Con ello se reforzará la oferta de productos alternativos de Franklin Templeton, ampliando sus capacidades en renta fija para incluir una variedad de estrategias crediticias alternativas, en un momento en que los inversores asignan cada vez más capital a oportunidades de crédito menos líquidas y de mayor rendimiento.

El Franklin K2 Alternative Strategies Fund desde lanzamiento acumula algo más de 2.200 millones de dólares en activos bajo gestión. Es un producto multi-manager y multi-estrategias, con una volatilidad entre el 3-5%. K2 cuenta con un exhaustivo control de riesgos y ofrece soluciones a medida para cliente institucionales.

Demanda de productos

A pesar de la evolución en cultura financiera, el cliente español sigue siendo más sesgado a la renta fija, pero con tipos cero Javier comenta que el inversor está mostrando interés por diversificar fuera de Europa, mirando hacia una renta fija más

diversificada, que tenga mayores rentabilidades como el Templeton Global Bond Fund, con un *yield to worse* superior al 8%, casi el 40% en vencimientos a (Duración -1.9 años) y un sesgo (por ahora) a soberanos emergentes, donde la gestora cuenta con una gran experiencia. Es un cinco estrellas Morningstar y rating plata para el analista.

En cuanto a la renta variable, destaca el Franklin U.S Opportunities (cuatro estrellas y rating bronce) y el Franklin Technology (un cinco estrellas). El primero con un sesgo al sector tecnológico (casi 40% de la cartera) al ser un fondo de filosofía growth. “Las empresas de todos los sectores están buscando el crecimiento vía la tecnología y Franklin Templeton tiene la ventaja de tener sus oficinas en el propio Silicon Valley, por lo que las tendencias tecnológicas punteras están a un viaje en coche de distancia”, afirma.

La gestora también es ampliamente conocida por su larga y exitosa experiencia en mercados emergentes. Un ejemplo de ello es el Fondo Templeton Emerging Markets, que invierte en bonos de países emergentes y cuya historia va hasta el año 1991. Aún cuando en los últimos años ha estado entre el segundo y tercer cuartil, el fondo tiene un equipo experto y un proceso de inversión que es de primera.

Los clientes globales están demandando fondos temáticos, pero hay que ver que es lo que les encaja y si con las capacidades que tienes les puedes montar algo que solucione sus necesidades, “nosotros exploramos todo”. ■

Sigla social: 225, rue de Belfort - Evénage - 75008 Paris (FR) - OJ.L4.15.676 - Société de gestion de portefeuille - Agrément GP95-02 du 05/07/95 - Société Anonyme au capital 1 678 970 euros - 389 522 RCS Paris - Siret 389 522 152 00 047 - APE 6620 - www.groupama-am.com - Crédit photo: Shutterstock - Création: 01/2017 - Agence freestyle



**VISIBILIDAD
DE FUTURO**

**DECISIONES
FUNDAMENTADAS**

**MEJOR
SEGUIMIENTO
DE SUS INVERSIONES**

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

www.groupama-am.com



Groupama
ASSET MANAGEMENT

Gestor Activamente Responsable

La transformación digital tan solo acaba de comenzar



Aproveche todo el potencial de los consumidores conectados, que se estima crecerán un 14% al año*

En la actualidad, solo un 9% de las ventas mundiales al por menor se realiza por internet*. Pero, es probable que la economía digital experimente un crecimiento interanual de dos dígitos a medida que los consumidores se decantan cada vez más por las compras a través de internet. El fondo AXA WF Framlington Digital Economy invierte en empresas que abarcan toda la cadena de valor del comercio electrónico. Al combinar más de 20 años de experiencia en inversión temática activa, nuestras técnicas para identificar verdaderos elementos de cambio y líderes de la transformación digital trascienden los análisis tradicionales.

La inversión conlleva riesgos, incluyendo la pérdida del capital.

Más información sobre el fondo AXA WF Framlington Digital Economy

[AXA-IM.ES/EL-CONSUMIDOR-CONECTADO](https://www.axa-im.es/el-consumidor-conectado)

Fondo disponible en las principales entidades financieras

*Citi GPS: Technology at Work v3.0, agosto de 2017. Esta es una previsión y no garantiza la rentabilidad futura.

Comunicación destinada y dirigida exclusivamente a clientes profesionales de conformidad con las normas MiFID (Directivas sobre Mercados de Instrumentos Financieros). La información reseñada tiene una finalidad meramente informativa y en ningún caso está dirigida a clientes minoristas y/o inversores finales. Igualmente, no supone asesoramiento en materia de inversión ni una promoción financiera ni invitación o recomendación de adquisición o inversión, ni constituye, por sí misma, una base para la toma de decisiones inversoras ni supone una garantía de rentabilidad futura de inversiones financieras. El mercado financiero es fluctuante y está sujeto a variaciones que inciden directamente en la rentabilidad de las inversiones, tanto al alza como a la baja. Documento distribuido en España por AXA Investment Managers GS Limited, Sucursal en España, con domicilio en Madrid, Paseo de la Castellana no. 93, 6ª planta, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid en la hoja M-301801 y registrada ante la CNMV con el número 19 como Entidad de Servicios de Inversión del Espacio Económico Europeo con sucursal. AXA WF FRAMLINGTON DIGITAL ECONOMY es un compartimento de AXA WORLD FUNDS, SICAV de derecho luxemburgués adaptada a la Directiva 2009/65/CE (UCITS IV) domiciliada en 49 Avenue J.F. Kennedy L-1855 (Luxemburgo), registrada en la CSSF y en el Registro Mercantil de Luxemburgo bajo el número B-63.116 e inscrita en la CNMV con el número 239. © AXA INVESTMENT MANAGERS 2019. Todos los derechos reservados.