

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN JUNIO-20
N. 17

- Selectores, Ibercaja
- Sector salud ante el Covid-19: presente y futuro
- Entrevista a Mathias Blandin, Financière de l'Echiquier

Retos y oportunidades de la gestión pasiva

Exclusivamente para
inversores profesionales/
regulados y cualificados

Comprometidos para invertir de forma responsable

Invertir de forma responsable - nuestro ethos

Nos comprometemos a invertir de forma responsable porque creemos que es lo que debemos hacer como depositarios del dinero de nuestros clientes y para el mundo en el que vivimos.

Durante más de 35 años, hemos desarrollado una gama de productos de ASG especializados, estrategias de inversión integradas en ASG, un profundo compromiso con el activismo accionarial y nuestro servicio Responsible Engagement Overlay *reo*®.

Los inversores en España tienen a su disposición las siguientes estrategias:

BMO Responsible Global Equity Fund
BMO SDG Engagement Global Equity Fund
BMO Responsible Global Emerging Markets Fund
BMO Responsible Euro Corporate Bond Fund
BMO Sustainable Opportunities European Equity Fund
BMO Sustainable Multi-Asset Income Fund

bmogam.com

El capital está en riesgo y el inversor podría recibir un importe inferior a la inversión inicial.

BMO  Global Asset Management

© 2020 BMO Global Asset Management. Esta promoción financiera es emitida con fines informativos y de marketing únicamente por BMO Global Asset Management en España. Las promociones financieras se emiten con fines de marketing e informativos; en el Reino Unido por BMO Asset Management Limited, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority); en la UE por BMO Asset Management Netherlands B.V., que está regulada por la Autoridad neerlandesa para los mercados financieros (AFM); y en Suiza por BMO Global Asset Management (Swiss) GmbH, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Control del Mercado Financiero Suizo (FINMA). Estos Fondos son subfondos de BMO Investments (Lux) I Fund, una sociedad de inversión variable de capital (SICAV), registrado en Luxemburgo y autorizado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). En España, la SICAV BMO Investments (Lux) I Fund está registrada en la CNMV con el n.º 668. Estos Fondos son un organismo de inversión colectiva debidamente registrado en la CNMV para su comercialización en España. Los fondos deben ser suscritos a través de distribuidores designados localmente autorizados. Los inversores deben leer el Folleto y el KIID pertenecientes a cada fondo en el que deseen invertir antes de suscribirse a él. Las copias en inglés del Folleto del Fondo y las copias en español del documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) se pueden obtener en www.bmogam.com. El resto de documentación legal, así como el VL, se pueden obtener en www.bmogam.com. Este producto tiene aprobada su comercialización en los siguientes países: ES. 902210_G20-0348 (02/20).

El gap entre la recesión y los máximos históricos

En el momento de escribir estas líneas se están publicando la mayoría de predicciones económicas para el segundo trimestre del año, después de un primero que ha confirmado recesión en la mayoría de economías del mundo desarrollado. Justo el día en que escribo este editorial la Oficina Nacional de Investigación Económica de EEUU, organismo que se encarga de decidir las fechas en que se inician o terminan las recesiones en EEUU, ha confirmado que la recesión comenzó en febrero, dando por finalizados los 128 meses de expansión de la economía que dieron lugar al ciclo más largo de la historia.

¿Y ahora qué? El sector asegura que ha sido el fin de ciclo más anunciado de la historia y seguramente, aseguran, el más corto. De hecho, la mayoría de gobiernos prevé un año 2021 bueno, tras un 2020 en una profunda recesión, e incluso el propio Trump está anunciando que 2021 será uno de los mejores años a nivel económico de la historia de EEUU. La pregunta es si este crecimiento podrá compensar el daño causado a la economía durante estos primeros compases del ejercicio.

Todo en un contexto en el que el gap entre economía y mercados se ha vuelto a abrir, con un Nasdaq Composite haciendo máximos históricos -superando por primera vez la barrera de los 10.000 puntos - con un cuadro económico que dibuja recesiones del -9/-10% en algunas economías con tasas de paro de doble dígito. Un panorama incierto pero no exento de oportunidades. Que disfruten estas páginas. ■



Silvia Morcillo Acero

Directora

Editor: Juan Ángel Hernández

CEO: José Ignacio Serres

Directora: Silvia Morcillo

Coordinación: Raquel Jiménez

Dirección de Arte: Javier López

Redacción: Pablo Gallén, Laura Piedehierro

Análisis de Fondos: Consuelo Blanco

Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF

Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:

Juan Ramón Peña

jpena@estrategiasdeinversion.com

91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales
de Estrategias de inversión

Dépósito legal: M-12355-2019

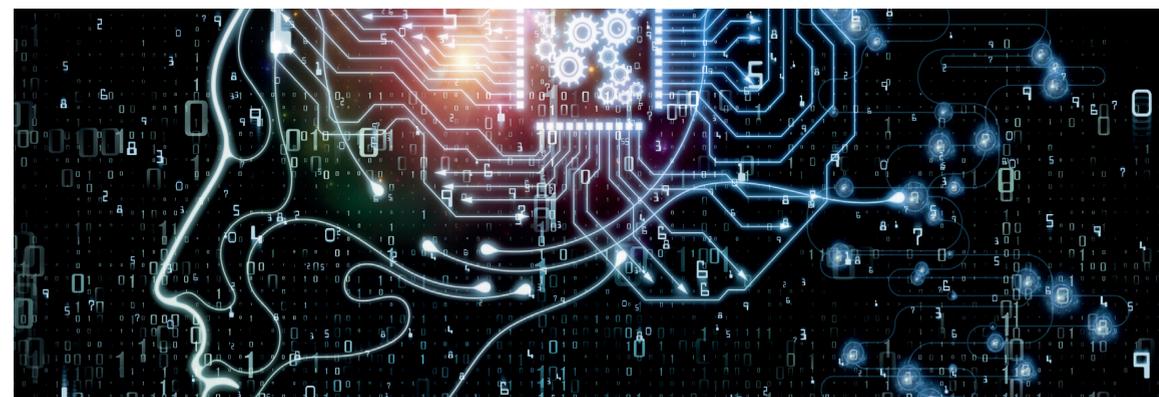
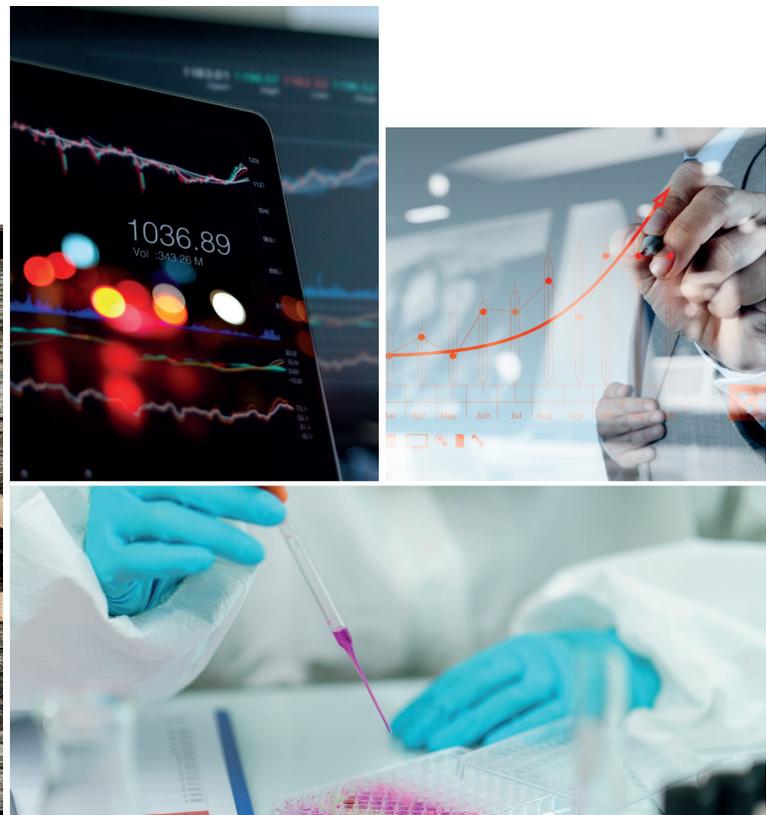
Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

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

info@estrategiasdeinversion.com

Imprime: Scordia & Fiesco



ODDO BHF Artificial Intelligence Una nueva forma de invertir

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

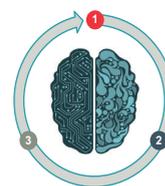
Este fondo supone una innovación disruptiva en el sector de la gestión de activos. Hemos desarrollado un proceso de inversión único que combina la inteligencia artificial y nuestro dominio histórico de la gestión cuantitativa. Nuestro objetivo es ofrecer a nuestros clientes una solución innovadora buscando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

Análisis de inteligencia artificial / Big Data

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

Construcción de la cartera y revisión fundamental

Cartera de ponderaciones equitativas & reajuste trimestral



Modelo cuantitativo "Algo 4"

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

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

La inteligencia artificial es fuente de múltiples oportunidades

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

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

Disclaimer

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

JUNIO 2020 | N° 17



CONTENIDOS

Retos y oportunidades de la gestión pasiva
Reportaje por Silvia Morcillo

6 **Más allá del Ibex** 60

Entrevista a Carlos Mijangos,
Director general financiero de Sacyr

Macroeconomía
Reportaje por Ramón Bermejo

18 **Entrevista final a Mathias Blandin** 64

Responsable España y Portugal
para Financière de l'Echiquier

Entrevista a la gestora
ODDO BHF

30

Selectores
Ibercaja

46

Sector salud ante el Covid-19: presente y futuro
Reportaje por Silvia Morcillo

54





Retos y oportunidades de la gestión pasiva

Los mercados han pasado momentos de volatilidad extrema que han provocado que los bancos centrales hayan vuelto a intervenir para impedir la caída de las economías y, más aún, de los mercados. Momentos en que la mayoría de activos se correlacionaron (a la baja) y que experimentaron una salida de flujos masiva. Un período en el que la gestión pasiva mantuvo un nivel muy estático en cuanto a flujos y demanda de los clientes, que siguen utilizando estos instrumentos para la parte core de las carteras.

POR **SILVIA MORCILLO** / REDACCIÓN

Si uno mira la evolución de los activos durante el primer trimestre del año, lo cierto es que bien se podría categorizar como uno de los peores trimestres de la historia reciente. No sólo sufrieron los mercados de renta variable, como consecuencia del daño que podría causar el parón de las economías desarrolladas en los beneficios de las compañías y, por ende, en los mercados, sino que hubo fuertes retrocesos en

la renta fija y en activos considerados refugio, como el oro. La gestión pasiva no fue ajena a los reembolsos que vivieron gran parte de los fondos en los peores meses de la crisis sanitaria pero, en determinadas categorías, mostró una mayor resiliencia que otros activos.

Petróleo y oro, los dos activos con mayores flujos de entrada

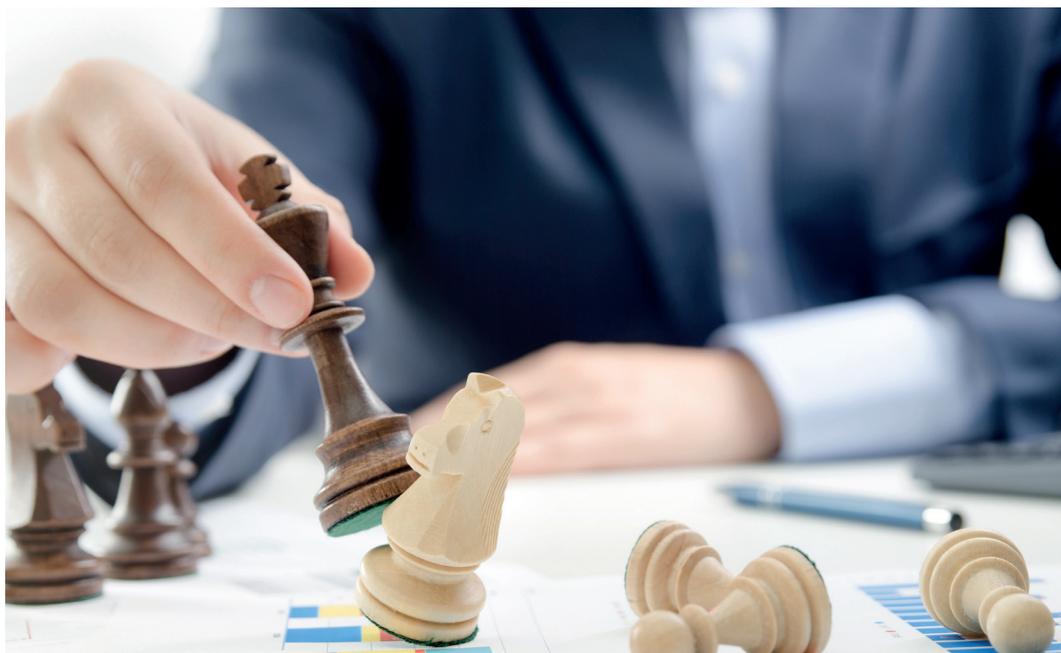
Dos de estos activos fueron los fondos cotizados sobre materias primas, como el crudo, y

metales preciosos, como el oro. Y por motivos distintos. **Adriá Besó, responsable de distribución y ventas para Wisdom Tree en España y Andorra** reconoce que en Europa se siguen tanto los ETFs como los ETC de commodities. “La demanda que hemos visto en oro como activo refugio y elemento diversificador de las carteras y menos correlacionado con los activos tradicionales es una de las características que hace que la demanda de este tipo de activos sea más alta que en el pasado”. Este experto reconoce que este año ha habido flujos de entrada en ETF por encima de los 13.000 millones y, de esa cantidad, 10.000 millones son en oro y el resto es en petróleo. “Así que las suscripciones este año se han concentrado en estos activos por motivos diferentes: el oro por su consideración de activo refugio y el petróleo porque cada vez que hay un shock grande de mercado, como el que vimos en el vencimiento de abril, el inversor intenta capitalizar de forma especulativa o de corto plazo el rebote potencial”.

Sobre las previsiones del crudo, desde el sector muestran cautos sobre la tendencia a me-

dio plazo de la materia prima. **Jordi Mercader, CEO de InbestMe** reconoce que a medida que la demanda se recupere, el precio del crudo debería llegar a puntos más razonables pero estará sujeto a mucha volatilidad por el camino”. Y es que predecir la evolución de cualquier activo ya es de por sí complicado pero intentar estimar hacia dónde se irá el petróleo más porque estamos en una situación que nunca antes había ocurrido. “Ha habido un shock tanto en la oferta como en la demanda. Por el lado de la oferta, los países de la OPEP + no se pusieron de acuerdo y en ese momento llegó el coronavirus que afectó a la demanda, que es lo que llevó al crudo a niveles deprimidos”, asegura Besó. Después de que los futuros alcanzaran niveles negativos y la previsión de reactivación de las economías, el mercado comenzó a tener algo más de optimismo sobre la evolución futura del crudo. “Pero nosotros no somos tan optimistas. Pensamos que el problema de la oferta y de la demanda sigue estando ahí, que los recortes de la OPEP no son suficientes para hacer balance entre demanda y oferta y a medio plazo vemos niveles razonables en el crudo entre los 45-50 dólares por barril”, asegura el experto de Wisdom Tree.

A pesar de esto, **Pedro Coelho, Head of ETFs Iberia & Latam Lyxor AM** reconoce que la gran mayoría de inversores europeos invertidos en ETFs “no lo estaban en el vencimiento que cotizó en negativo. Estos vehículos hacen un roll mensual o, en algunos casos, optimizan el roll para no tener el futuro más cercano”. En este sentido, es importante que el inversor sepa que cuando se invierte a través de futuros, aunque no se compre directamente porque inviertes en ETFs, conocer la mecánica que hay detrás. “El precio del ETF no depende solo del precio del barril de crudo sino que hay otros componentes y uno de los principales es el coste del rollo o las curvas de futuros en sí”, dice el experto de Wisdom Tree. Algo que se evidenció cuando hubo un shock de mercado “que hizo que el coste del rollo fuera la parte más importante del rendimiento del inversor que llegó a suponer el 50% del coste total”.



»Una circunstancia que evidencia que son productos complejos y que muchas de las entradas que se han visto en estos meses son de clientes minoristas y de mucha gente que no entiende esa parte más técnica de invertir en futuros sobre el petróleo, que no es como invertir en oro físico o un ETF que replica la renta variable o la renta fija. Una complejidad que se incrementa cuando se piensa que el 30% del interés abierto en los futuros del mercado del crudo lo “controlan” los ETF. “Un porcentaje a tener en cuenta por el efecto que puede tener sobre el mercado. Por eso también muchos índices han intentado cambiar la metodología del Rolling que hacen y, en vez de estar invertidos en el vencimiento más cercano, diversifican la cartera por vencimientos”.

Una forma indirecta de invertir en estos temas, que no supone una inversión directa en el crudo y sufrir la volatilidad que tienen los futuros más cercanos al vencimiento es buscar “hay alternativas como son los ETF sobre commodities, que son una herramienta más diversificada y que permite estar invertido en índices, sectores o países que tienen una correlación alta con los precios del crudo”, dice Coelho. Un ejemplo de ello son los índices MSCI sobre

Brasil o Rusia, con economías muy expuestas al petróleo y que funcionan como buenos proxys para los precios del crudo. Además, hay otras opciones como los ETF que invierten en empresas mineras o petroleras. Mercader cree que tanto los productos cotizados que invierte en oro como en petróleo “tienen un componente especulativo importante y nosotros lo usamos en el marco de una cartera diversificada, que es donde creemos que tiene todo el sentido utilizar estos activos”. Más allá de esto, dice el CEO de InbestMe, es necesario ir con cuidado, sobre todo si metemos futuros de por medio.

En este punto, el experto de Lyxor tiene claro que los inversores han decidido que la gestión pasiva es el mejor instrumento para acceder al petróleo como clase de activos. “Si no fueran ETFs sería a través de otro instrumento y no veo un problema en que sea la gestión pasiva o indexada la que provea de una solución a los inversores que quieren replicar el comportamiento de un índice o materia prima”.

Dos activos que han funcionado bien pero que no son los únicos. “Otro activo que ha funcionado como elemento diversificador »

FONDO ALLIANZ GLOBAL ARTIFICIAL INTELLIGENCE

Active is: celebrar el tercer aniversario

El Futuro es Ahora

La inteligencia artificial ya está aquí. Descúbrala e invierta con nosotros.

iberia@allianzgi.com | es.allianzgi.com

El fondo Allianz Global Artificial Intelligence, con un Perfil de riesgo y remuneración 6, es un subfondo perteneciente a la SICAV Allianz Global Investors Fund, supervisada por la CSSF e inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la “CNMV”) con el número 178. Puede obtener más información sobre los comercializadores en España del Fondo en www.cnmv.es. La sociedad gestora del Fondo es Allianz Global Investors GmbH con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M y está supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El presente documento no es una oferta o invitación a invertir en el Fondo ni forma parte de ni constituye un documento oficial y no ha sido registrado, verificado o aprobado por la CNMV. La suscripción de acciones o participaciones del Fondo debe hacerse sobre la base del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor, el folleto y los últimos informes económicos que pueden obtenerse gratuitamente de AllianzGI, cualquier comercializador español o la CNMV. Las inversiones en el Fondo conllevan riesgos y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Le recomendamos firmemente que obtenga asesoramiento de su asesor financiero en relación con la idoneidad de su inversión en el Fondo. El presente documento está sujeto a cambio sin previo aviso y es correcto en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación del mismo. En consecuencia, AllianzGI no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso del mismo o de errores u omisiones del mismo, salvo en caso de negligencia grave o dolo. AdMaster 863035 | 20-1229

Allianz 
Global Investors

» son las opciones de volatilidad sobre el S&P 500, que tienen una beta muy negativa con respecto al índice y que han funcionado como protección con respecto al mercado de renta variable al tener un efecto contrario al retorno del mismo”, asegura **Pedro Coelho, Head of ETFs Iberia & Latam Lyxor AM**. Un experto que también admite haber visto flujos positivos a ETF ESG “que pone de manifiesto que los inversores quieren quedarse en estos instrumentos incluso en momentos de caída en los mercados”.

De hecho esa es una de las cualidades de la gestión indexada que destacan en el sector: la resiliencia que han tenido estas herramientas en momentos de alta volatilidad en los mercados. “Con la información que tenemos a día de hoy se puede decir que los ETF han sido una fuente de liquidez importante del mercado”, asegura Mercader. Una cualidad que ha hecho que los ETF hayan tenido un nivel muy “estático” en cuanto a flujos en los primeros meses del año. Esto significa que “cuando los inversores quieren hacer reajustes en sus carteras, lo que usan son los fondos de gestión activa como parte satélite de las carteras mientras que, en la parte core,

están usando ETF y por eso los flujos son menos volátiles”, dice Coelho.

Una señal de madurez en los mercados...que todavía no ha terminado. Si miramos quince años atrás, el crecimiento de la gestión pasiva ha sido del 20% anualizado a nivel mundial. “En Europa, y en España en particular, la gestión pasiva – tanto vía ETF como fondos indexados- está lejos de la penetración que tiene en otros países, sobre todo en EEUU, donde el 50% de la inversión en renta variable se canaliza a través de ETF”, dice el experto de InbestMe. Un mercado más maduro en el que estos instrumentos llevan mucho tiempo las carteras, en todos los canales de distribución – institucionales y minoristas – mientras que en Europa ha ido creciendo de forma exponencial en muchos países pero todavía estamos lejos de esos niveles con lo que “hay más margen de crecimiento. Sí es cierto que la demanda sigue creciendo y, si bien antes era por parte del cliente institucional cada vez más se extiende a todo tipo de canales de distribución y nosotros creemos que ese crecimiento seguirá”, admite Besó que asegura que será el inversor final el que decida en qué vehículo invertir y cuál es el vehículo apropiado para hacerlo. »



sacyr Desafíos cumplidos

sacyr.com



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos
nuestra sociedad.





» Una de las grandes ventajas que han encontrado los inversores para utilizar estos instrumentos son los bajos costes, fundamentales en una cartera de largo plazo y "en un momento en que los retornos de renta fija cada vez son más reducidos", asegura el experto de Lyxor. Una característica que permite construir carteras muy eficientes, diversificadas y con costes ínfimos, dice Mercader. Aparte de la flexibilidad que ofrecen por tipo de activo permiten acceder a mercados nicho así como entrar o salir de determinados activos de una forma rápida y flexible.

Tres ideas para entender el futuro de los ETF:

■ **Adriá Besó (Wisdom Tree):** "Se habla mucho de la gestión pasiva y su impacto en los mercados del crecimiento de la activa y al final en los últimos años hemos visto

distintos mercados - volátiles, no volátiles, subiendo o bajando- y los ETFs han salido airados de casi todas ellas, con entradas de capital en esos períodos y eso demuestra que el inversor está interesado en ese tipo de producto y ofrece muchas ventajas al inversor tradicional".

■ **Pedro Coelho (Lyxor).** "Insistiría en la idea de resiliencia, transparencia, sencillez de los ETFs y el acceso que da el ETF a la clase de activos que busca el inversor final y el bajo coste. Algo que hace ser un instrumento más idóneo para los clientes que quieren montar carteras diversificadas".

■ **Jordi Mercader (InbestMe).** "Gestión con instrumentos pasivos debería ser el 95% de patrimonio del 99% de los inversores particulares". ■

HAN PARTICIPADO

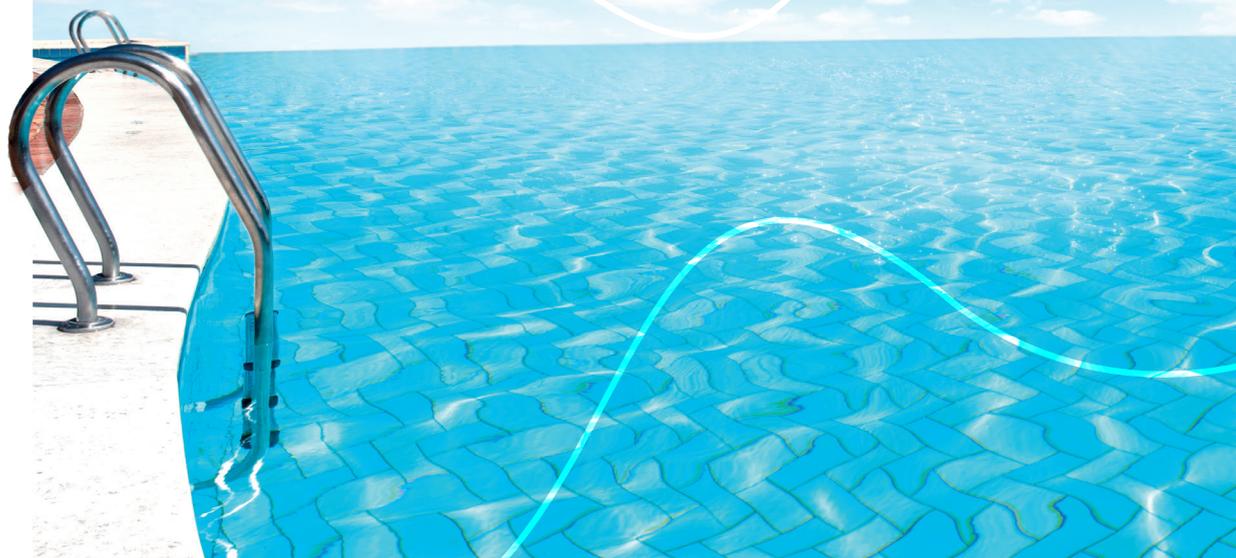
inbestMe

LYXOR
Asset Management
GROUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

WISDOMTREE®

FLUIDRA UNA INVERSIÓN CLARA. COMO EL AGUA.

Creamos valor en un entorno empresarial y financiero ético.



CONTACTA CON NOSTROS:
investor_relations@fluidra.com
www.fluidra.com

Dónde poner el foco al invertir en renta fija

“¿Dónde invertir ahora en renta fija?” Es la pregunta que nos siguen haciendo muchos clientes en estas semanas, tras la fuerte compresión experimentada por las tirs de los bonos gubernamentales. Para contestarla, es necesario recordar las dos razones fundamentales por las que los inversores han utilizado la renta fija: para obtener rendimientos y como fuente de diversificación en carteras.

Partimos de una situación en la que el rendimiento de los activos libres de riesgo, como los bonos gubernamentales, es muy escaso. Para obtener de los bonos el mismo nivel de rentas que se recibía hace 10 años, hoy en día hay que asumir mucho más riesgo. Este riesgo puede incluir bonos de high yield o deuda distressed (con una elevada probabilidad de no recuperar íntegramente el principal aportado), o activos ilíquidos (con una elevada probabilidad de no poder recuperar el dinero cuando se necesita).

Si lo que se desea es obtener una rentabilidad concreta de nuestra inversión en renta fija, nos veremos forzados a concentrar más riesgo en activos cada vez más caros (debido a la compresión de tirs y diferenciales). Hacia el final del ciclo económico, los activos con un rendimiento atractivo son en general muy caros. Esto se debe a que todos los inversores han perseguido el mismo objetivo, el llamado “fenómeno de la búsqueda de rentas” ocurrido en la última década. Como ejemplo, los diferenciales de la renta fija corporativa, que suelen estar muy ajustados al final del ciclo económico. Se incrementa así el riesgo de que el valor de la inversión disminuya a medida que dichos diferenciales se amplían, algo que suele ocurrir también en las últimas etapas del final del ciclo.

Diversificación

Así pues, la renta fija no es ahora una cuestión de rendimiento, sino de diversificación, y de su rol en la obtención de ganancias de capital en un

escenario de aversión al riesgo, “suavizando” el retorno total de una cartera mixta. Los fundamentales de la construcción de carteras dictan que, **para optimizar la rentabilidad ajustada por el riesgo, la cartera debe consistir en activos diversificados y no correlacionados.**

Se piensa, de una manera simplista, que debido a que en los últimos diez años tanto los bonos como la renta variable han subido, ambos deben estar altamente correlacionados. No es cierto. Los bonos gubernamentales han mostrado predominantemente correlaciones negativas con las acciones, con algunos periodos de correlación de alrededor de cero.

En la medida en que los bonos seguros (refugio) tengan una correlación negativa con los activos de riesgo, mediante la compra de dichos bonos estamos liberando presupuesto de riesgo para asumir en el resto de la cartera. Esta es la razón por la que no se debe renunciar a los bonos y tener el 100% en renta variable.

¿Y por qué no invertir en bonos de mayor rendimiento? Porque simplemente no ofrecen este beneficio de diversificación. Es precisamente este componente adicional de riesgo (prestar a emisores que pueden hacer impago) lo que provoca, por ejemplo, que los bonos corporativos tengan una alta correlación positiva con la renta variable.

Los **bonos refugio** (ino los que están altamente correlacionados con la renta variable!) deberían ser una **pieza clave en las carteras mientras sigan siendo diversificadores.** Con las tirs los bonos gubernamentales en niveles tan bajos, ¿tienen que conformarse los inversores con rendimientos bajos para poder diversificar sus carteras?

Una alternativa puede ser el fondo Allianz Strategic Bond. Hemos escuchado a muchos clien-

tes decir: “Nos gusta la idea de fondos de renta fija flexible, pero en la práctica muchos de ellos están invirtiendo en activos de mayor riesgo, dentro del segmento de los bonos corporativos o las titulaciones. Esto significa que muchos fondos de renta fija global flexible no están proporcionando el beneficio de la diversificación para los inversores.

Cuando lanzamos **Allianz Strategic Bond**, queríamos que fuera diferente a los fondos de renta fija flexible que había en el mercado. Queríamos que proporcionara el beneficio de la diversificación y, por ello, el fondo tiene un objetivo de correlación específico. Aspiramos a alcanzar una correlación nula con la renta variable global, fijándonos un límite máximo de 0,4 en un ciclo continuado de 3 años.

Con esta estrategia, no pretendemos generar rentabilidad centrándonos en los activos que ofrecen un mayor rendimiento (y que tienen también un mayor riesgo y una mayor correlación con la renta variable). La flexibilidad de no tener que alcanzar un objetivo de rendimiento predefinido nos permite optimizar el retorno total de la cartera, siendo capaces de ofrecer buenos resultados en mercados más volátiles, con el propósito de servir como ancla dentro de una cartera. ■



Mike Riddell

Gestor del fondo Allianz Strategic Bond y autor del blog BondIssues.com

Bonos gubernamentales históricamente correlacionados negativamente con la renta variable



■ Global Government - Global Equity Correlation
Fuente: Bloomberg, 01/01/2020 al 24/04/2020.

Históricamente, los bonos corporativos han tenido una fuerte correlación positiva con la renta variable



■ Global High Yield - Global Equity Correlation
Fuente: Bloomberg, 01/01/2020 al 24/04/2020.



Pasar de una gestión «diversificada» a una gestión «polarizada»: ¿es una necesidad en tiempos de crisis?

La estrategia de seleccionar “buenas compañías” en “malos países/sectores” se ve fuertemente afectada en el corto plazo. De hecho, y como siempre en periodos de estrés, los mercados pasan de la “micro” a la “macro”. Este fenómeno crea dislocación, que es la expresión de una diferencia entre el precio de un activo en los mercados en el momento “t” y su valor intrínseco.

A nivel macro, los mercados se han centrado principalmente en el tema “activos protegidos” vs. “activos no protegidos” (lo que se conoce como polarización) siguiendo la idea de que los activos “no protegidos” son activos de riesgo de facto. Sin embargo, este enlace, que consiste en convertir obligatoriamente un activo “no protegido” en un activo arriesgado, nos parece erróneo en muchos casos y abre hoy el camino a una oportunidad “rara” de poder comprar activos de calidad con un descuento.

Hemos analizado las fuerzas que actúan en los mercados, particularmente los emergentes, y hemos destacado algunos razonamientos que, en nuestra opinión, pueden explicar esta situación.

Los activos financieros se han correlacionado fuertemente en los últimos años como resultado de una economía globalizada dominada por bajos tipos de interés.

Debido a que, en la incertidumbre, es necesario re-centrarse en lo que sabemos, las clases de activos que normalmente representan la “diversificación” son las víctimas mecánicas de este movimiento. Ante la idea de una inversión positiva “sobreponderada”, se necesita una “infraponderación”.

Esto es lo que ha sucedido en las últimas semanas con una polarización de los mercados en torno a dos argumentos genéricos que son a priori indiscutibles:

1. “Los activos no protegidos por los bancos centrales son todos activos de alto riesgo”
2. “Los activos protegidos por los bancos centrales tienen poco o menos riesgo”

¿Considerar los emergentes como una única y misma clase de activos?

La necesidad de analizar los datos país por país, divisa por divisa, compañía por compañía, en un universo tan amplio y heterogéneo, ciertamente no es compatible con el corto plazo.

Este horizonte temporal reducido puede conducir a un razonamiento genérico negativo que generalmente se relaciona con (i) el soberano emergente que estaría demasiado endeudado en términos absolutos y, en particular, en divisas externas, (ii) la caída en las divisas locales que conducirá a los Estados y las empresas emergentes a un baño de sangre.

Con respecto a nuestro segmento, los **bonos corporativos en divisas fuertes**, conviene recordar que las empresas de los países emergentes están generalmente poco endeudadas y han entrado en esta crisis, con niveles de deuda mucho más bajos que los de los países desarrollados. El segmento High Yield emergente está menos endeudado que el segmento de Investment Grade europeo. Y esto es aún más significativo si excluimos el segmento de High Yield chino.

¿Activos no protegidos = activos de riesgo?

No estamos de acuerdo con esta afirmación. Una compañía (i) bien gestionada, (ii) poco endeudada, (iii) con liquidez en su balance, (iv) un negocio a largo plazo, (v) una sólida posición competitiva, (vi) márgenes de EBITDA cómodos, (vii) capacidad de producir free cash-flow sin depender de un retorno a los volúmenes de actividad pre crisis, (viii) poco sensible a la volatilidad de las divisas, (ix) con sólidos accionistas y cuyos intereses están bien alineados con los acreedores, no debe recurrir a una “protección”, ya esté a su disposición o no. Muchas empresas situadas en el caso de “activos protegidos” lo han demostrado y además no utilizan esta protección o administración.

En el mundo sin “manos protectoras”, que es el de los países emergentes (con la excepción de ciertos países como China, por ejemplo, que ya es una economía administrada), es la calidad de los balances de las empresas la que hace posible un cambio de ciclo. Cuando los fundamentos son sólidos, las crisis pasan sin generar pérdidas para los acreedores senior, se producen herramientas normales (aumentos de capital, ventas de activos, reestructuración amistosa de la deuda, etc.), tanto como sea necesario ya que la actividad crea valor a largo plazo. ■



Michael Israel

Socio de IVO Capital Partners
y cogestor del fondo
IVO Fixed Income

La creación de 3 millones de puestos de trabajo en EEUU da testimonio de una recuperación económica a un ritmo mayor de lo esperado

Tras conocerse el viernes 5 de junio 2020 el Informe Mensual de Empleo en EEUU publicado a las 14:30 pm hora española por la Oficina de Estadísticas del Mercado Laboral, queremos destacar del mismo la extraordinaria desviación al alza registrada en el epígrafe de *Change in Private Payrolls* que mide la creación neta de empleo (i.e. contrataciones - despidos) no agrícola dentro de la empresa privada para la ventana temporal del mes de mayo, para la que el consenso de los 33 analistas encuestados por Bloomberg esperaba una destrucción neta de empleo de -6,75 millones de puestos de trabajo.

El resultado fue diametralmente opuesto al esperado por el consenso de analistas, mostrando una creación neta de 3,09 millones de puestos de trabajos -generando una fuerte deriva alcista en los mercados de *equity* desde el momento de su publicación- tal como se puede apreciar en el gráfico 1, en cuyo histograma podemos observar cómo el derrumbe del mercado laboral originado por las medidas de confinamiento podría haber tocado ya fondo en abril.

Estos datos comienzan a evidenciar el efecto positivo que ha tenido la reapertura gradual de la economía norteamericana sobre el mercado laboral desde comienzos del mes de mayo y que como vemos ha sido mucho mayor de lo esperado.

Por el lado de la pandemia en EEUU, que a fecha del martes 9 de junio 2020 registra una cifra de decesos de 111.007 personas,

queremos hacer la siguiente reflexión para poner en perspectiva esta cifra. La población total censada en EEUU a 31 de diciembre 2019 es de 328.239.523 personas y la población en edad de trabajar entre 15 y 64 años es de 206.270.000 personas, según datos de Bloomberg, por lo que la tasa de mortalidad por covid-19 respecto a dichas magnitudes, respectivamente, es del 0,03% y 0,05% lo que supone unas cifras muy bajas que además tienen una muy reducida incidencia sobre la población en edad de trabajar -el coronavirus sabemos



que se está centrando especialmente en personas mayores de 70 años y que además presentan patologías previas-, lo cual aunque supone una verdadera tragedia humana, no lo es desde el punto de vista de los mercados de *equity* norteamericanos, alcanzando algunos de ellos nuevos máximos históricos superiores a los del 20 de febrero (véase gráfico 2 correspondiente a futuros Mini Nasdaq 100 donde la línea de color verde representa la evolución del balance de la Fed a medida que va incrementando su programa de compras), que adicionalmente se han visto impulsados por las medidas de estímulo monetario y fiscal ya adoptadas.

“Sólo” nos encontramos ante un parón radical y repentino, aunque temporal de la actividad económica. El hecho de que la actividad económica que había sido cerrada (ocio, hostelería, turismo, comercios, concesionarios de automóviles, etc) se encuentre desde comienzos de mayo en proceso de reapertura y tengamos además una evolución favorable de la pandemia en territorio norteamericano, y que goce además de un apoyo monetario y fiscal sin precedentes en la historia de EEUU debería favorecer a nuestro juicio una recuperación incluso más rápida de la que cabría esperar inicialmente.

Concluyendo: creemos que estos daños económicos son temporales, salvables y subsanables y por el lado de la mortalidad son muy limitados y concentrados en un determinado segmento de edad fuera de la edad de trabajar, lo que nos permite dibujar un escenario futuro alentador y positivo para los próximos meses para la macroeconomía norteamericana y sus mercados de renta variable incluso a un ritmo superior al que podría pensarse favorecido además por un crudo todavía barato y un dólar que podría continuar depreciándose frente al euro hasta niveles de 1,1595 USD en los próximos meses -véase gráfico 3-, donde el uso del teletrabajo será una de las pocas consecuencias positivas de esta pandemia y que podría generar en determinados puestos de trabajo una reducción muy importante de costes y de tiempo por desplazamiento innecesarios, aumentando así la productividad y eficiencia en las empresas. La evolución de la pandemia en China ha actuado para nosotros como *leading indicator* por lo que sería esperable que si se adoptan controles de temperatura con cámaras térmicas en aeropuertos y análisis PCR en origen y destino cuando se abran las fronteras norteamericanas, esta pandemia podría estar perfectamente controlada y evitar así una segunda oleada con el riesgo positivo de que la vacuna está cada vez más cerca. ■



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



¿Por qué el crédito corporativo es una buena opción en la actualidad?

La crisis generada por el virus Covid-19 se ha convertido en el evento social y económico más importante de este siglo. No sólo ha generado una crisis sanitaria global, sino que sus consecuencias sociales y económicas hubieran sido imposibles de imaginar hace apenas seis meses. Prácticamente el mundo entero ha tenido que confinarse para evitar que la pandemia acabe con más vidas, con lo que el grueso de las economías mundiales ha pasado meses en *standby*, prácticamente con servicios mínimos. Esto ha tenido un impacto casi incontable en cuanto al número de empleos perdidos, puntos de PIB volatilizados y cierres de empresas en todo el globo.

A pesar de que el virus llevaba meses atacando a Asia, lo cierto es que sólo necesitó convertirse en pandemia para que el miedo se instalara en los mercados con todo el nerviosismo y la volatilidad que cabía esperar. La renta variable estadounidense se desplomó hasta entrar en bear market con una rapidez inusitada, jamás

vista. Por otro lado, los diferenciales de la deuda se dispararon en marzo creando, en algunos momentos, temores de liquidez.

Pero al contrario de lo que ocurrió con Gran Crisis Financiera de 2008, esta vez los gobiernos y los bancos centrales tenían claro que debían actuar con rapidez y lo hicieron. Hemos asistido a medidas sin ningún tipo de precedentes tanto en la FED como en el BCE que se han comprometido a seguir actuando para insuflar más liquidez al mercado. Como consecuencia, tanto las bolsas como la renta fija han experimentado una clara recuperación en las últimas semanas. Esto, no obstante, no implica que la situación se haya solucionado definitivamente. Es cierto que la Covid-19 sigue siendo el principal foco de atención de los inversores y que lo seguirá siendo durante muchos meses, hasta que desaparezcan todas las incertidumbres que lleva aparejadas.

Durante toda la crisis nuestro escenario base ha sido que el impacto económico de los confinamientos se limitaría a un período de tres

meses y seguimos manteniendo esta opinión. Es cierto que estamos asistiendo al progreso en países como Italia y creemos que el conjunto de Europa transitará ese mismo camino, ya que las medidas de confinamiento han funcionado.

La caída de las tasas de contagio y mortalidad que está mostrando el virus en muchos países permite que muchas economías del mundo hayan comenzado a poner en marcha la salida escalonada de su reclusión. Esto ha derivado a que se vuelvan a recuperar en gran parte las actividades diarias normales, lo que contribuye a la apertura de las economías. Eso sí, al menos por un tiempo, las empresas y los ciudadanos tendrán que aprender a vivir con este virus, lo que requerirá mecanismos de adaptación, es decir, el uso de mascarillas, la separación en los restaurantes y el control.

Hay pruebas de que las cadenas de suministro de China se están recuperando más rápidamente de lo previsto, lo que, en nuestra opinión, amortiguará el impacto económico a nivel mundial. Por ejemplo, los proveedores de Apple como Foxconn, esperan volver recuperar ya el ritmo normal de sus operaciones, como por ejemplo Apple, ha abierto todas sus tiendas en China.

¿Qué va a significar esto para las economías y los inversores?

Esperamos que los fundamentales de las empresas sigan manteniendo su fortaleza a partir de ahora y que cualquier deterioro que sufran sea leve y temporal. Como resultado, la actividad económica podría repuntar más de lo que se prevé.

Calculamos que las empresas con grado de inversión podrían perder alrededor de una cuarta parte de sus flujos de caja anuales. En nuestra opinión, se trata de un porcentaje que podría ser manejable ya que puede mitigarse; por ejemplo, con menos adquisiciones o pagando menos dividendos o reduciendo la cantidad de recompras de acciones propias.

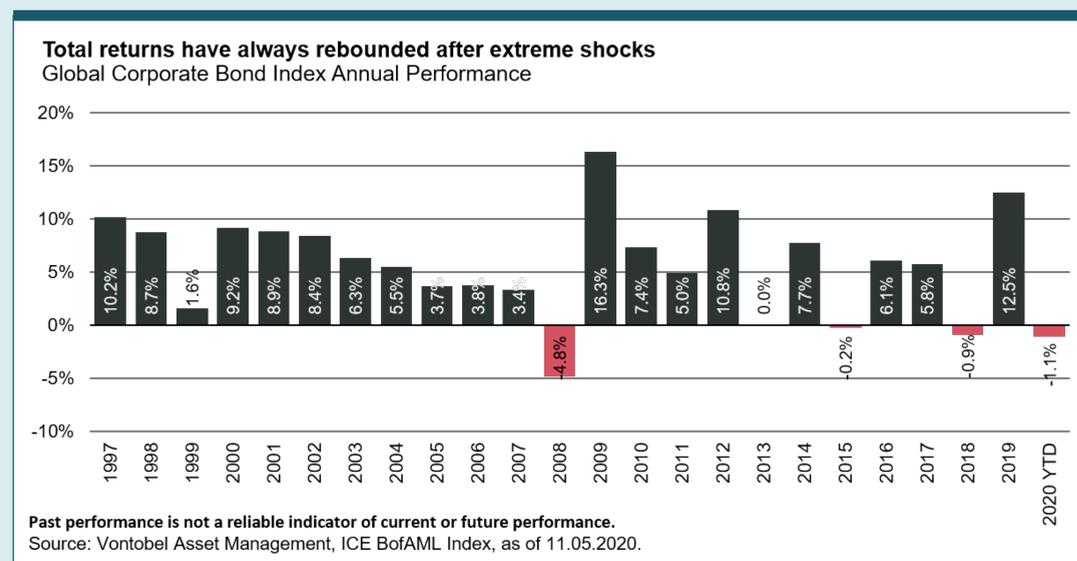
Desde el punto de vista de la renta fija, la aparición del *shock* de Covid-19 provocó que los diferenciales se ampliasen, aunque a partir de abril se han comenzado a ajustar. Si nos centramos en el crédito corporativo, pensamos que esta tendencia se va a mantener porque lo que descontaban esos diferenciales era una debilidad que no se corresponde con los fundamentales que se observaban antes del Covid-19. Esa es la razón por la que nosotros esperamos que se mantenga el buen tono en este activo.

Esto es así porque en lo que respecta a los rendimientos totales, esperamos que el crédito empresarial mundial actúe»



Mondher Bettaieb

Director de crédito corporativo de Vontobel AM



» como en las anteriores fases de riesgo extremo y que el rebote tenga forma de V desde los mínimos (véase el gráfico).

En nuestro caso, creemos que es una buena idea mantener la exposición al crédito global

incluso si experimentamos una recesión en Europa. Si ocurriera, creemos que debería ser de corta duración y que en 2021 podría haber un crecimiento anual de un solo dígito. Por lo tanto, los diferenciales de deberían revertirse de manera significativa a partir de

niveles dislocados de esta crisis. Hay que recordar que se han llegado a alejar hasta 5 desviaciones estándar de la media.

Es más, consideramos que los mercados actuales dejan al descubierto valoraciones muy atractivas para los *bond pickers* en los mercados de crédito global. Creemos que las oportunidades que se ofrecen en este entorno de tipos de interés “más bajos para siempre” pueden con-

vertirse en rendimiento a través de una selección de crédito diligente y activa.

Es cierto que, si bien siempre apostamos por la gestión activa, ahora es más necesaria que nunca. Por ejemplo, aferrarnos a nuestras exposiciones de mayor beta y a las emisiones con calificación BB que habían sufrido tanto en marzo y principios de abril resultó ser una buena estrategia, ya que estos instrumentos se recuperaron rápidamente y fueron difíciles de conseguir para otros inversores en ese momento.

Pensamos que la volatilidad no va a desaparecer de nuestro mercado. Seguirá apareciendo en mayor o menor medida y dependerá mucho de las cifras sobre contagios y mortalidad, así como toda la información que siga llegando sobre planes de rescate en cualquier lugar del mundo. En nuestro caso, en Europa. Con todo ello, creemos que el entorno sigue siendo favorable, ya que la economía cuenta con el apoyo de los gobiernos y, sobre todo, de los bancos centrales. Pensamos que no se van a quedar sin herramientas en el arsenal. Por el contrario, calculamos que sus medidas podrían suponer un impulso para las economías de hasta un 10% del PIB, gracias a los recortes en los tipos de interés, los programas de compra de activos y el resto de medidas de expansión fiscal. ■

“Una buena idea es mantener la exposición al crédito global incluso si experimentamos una recesión en Europa, ya que, si ésta ocurriera, debería ser de corta duración”

¿Qué le espera a la renta fija?



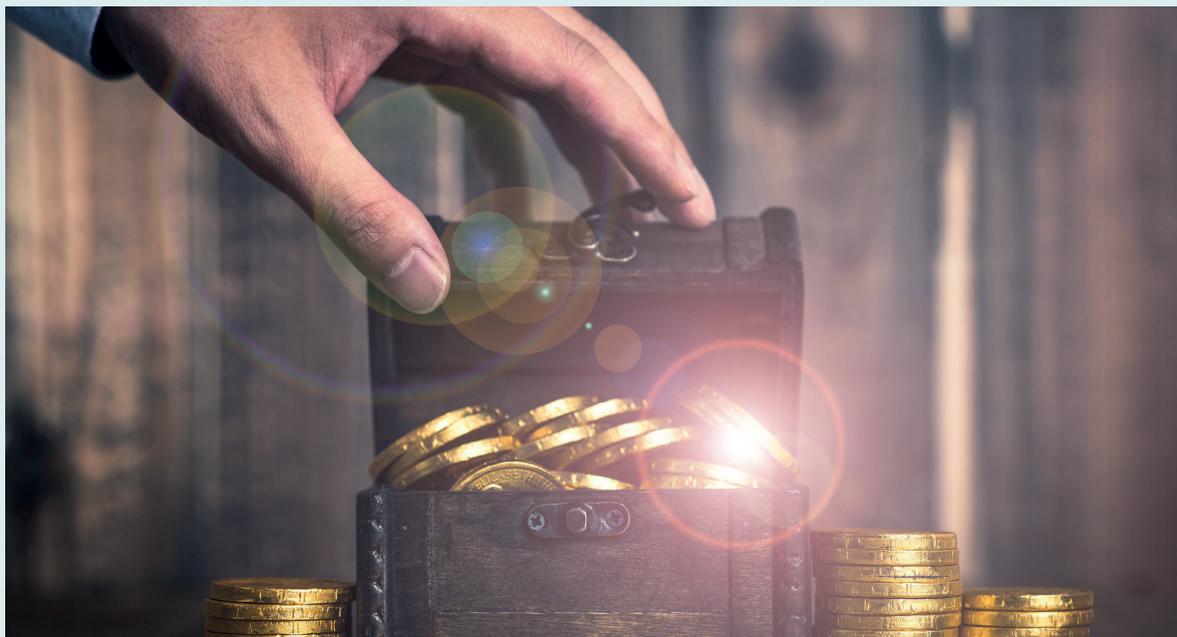
Mark Holman
CEO de TwentyFour AM (Vontobel AM)

Tras los convulsos movimientos de la renta fija en marzo, pensamos que vale la pena saber en qué puntos estamos y compartir nuestra visión para el viaje que tenemos por delante.

- En la actualidad nos encontramos en una profunda recesión que probablemente durará hasta el segundo trimestre de 2021, aunque podría tardar mucho hasta que recuperemos los niveles de productividad de finales de 2019. Normalmente, la recesión para los inversores en bonos implica un fuerte repunte en las tasas de impago y en cuanto a los ratings, un enorme sesgo hacia los recortes sobre las subidas. No nos sorprendería ver una tasa de defaults del 10% en 2020, y esperaríamos al menos 10 rebajas de rating por cada mejora.
- Los bonos del Estado han cumplido su función, pero es cuestionable cuál será su papel en el futuro debido a la labor de los bancos centrales. Será necesaria una gran oferta para financiar la enorme expansión fiscal de los gobiernos. Junto con el riesgo de inflación que esto conlleva, podemos ver que el próximo objetivo de la política de los bancos centrales es la determinación de la curva de tipos. Podría darse el caso de que las autoridades monetarias se queden con la parte larga mientras que los gestores compren la parte corta, ya que los bonos “libres de riesgo” también se vuelven libres de rentabilidad.
- Sobre una base ajustada al riesgo (teniendo en cuenta las calificaciones, el vencimiento y las diferencias de base monetaria), EE.UU. parece más caro que la libra esterlina y el euro.
- Los fondos de renta fija registraron las mayores salidas mensuales de la historia en marzo, pero desde entonces se han estabilizado. Estamos ante el comienzo de un orden de mercado más normal, aunque recesivo.
- La falta de liquidez en los mercados secundarios significa que las nuevas emisiones pueden ser una buena fuente de liquidez.
- Esperamos que los mercados de crédito lideren la recuperación ya que los inversores tendrán mucha más confianza en la solvencia y la estabilidad de los cupones que de los pagos de dividendos y los flujos de los beneficios empresariales.
- La visibilidad en las métricas de crédito quizás nunca ha sido más difícil, por lo que creemos que es importante centrarse en los flujos de ingresos más estables posibles.
- Debido a que anticipamos una mayor volatilidad, los inversores no deberían esperar una recuperación en línea recta en los diferenciales, incluso para lo que consideran los activos de crédito más fuertes, aunque los rendimientos de estos bonos pueden seguir generando atractivos retornos.
- A principios de año hubo muy pocas anomalías en los mercados en las que los inversores pudieran indagar, ya que las empresas tenían mucho tiempo y capital para resolverlas. Ahora los inversores se han encontrado con problemas mucho mayores y los operadores han desarrollado un menor apetito de riesgo. En mi opinión, uno de los pocos aspectos positivos, aparte de las valoraciones más baratas, es que el mercado actual ofrece muchas oportunidades para todos los inversores.

vontobel.com/am

Asset Management



Oportunidades de los Covered Bonds Europeos

Los efectos del Coronavirus han impactado fuertemente a los mercados financieros. El aislamiento social y el consecuente parón de la actividad económica de una gran proporción del mundo, ha dejado a los economistas y académicos en territorios desconocidos al tratar de calcular el impacto que resultará de esta situación, lo que supone todo un desafío para los inversores en **búsqueda de rentabilidades seguras**.

Las inversiones con un perfil de riesgo reducido continúan siendo objeto de demanda y representan un destacado componente que resulta de gran valor en varios casos, sobre todo cuando los mercados atraviesan **episodios de turbulencias como el actual**. Entre estos, los Covered Bonds han sido una de las clases de activos que han demostrado mayor fortaleza, y bien podrían ser **una de las asignaciones más seguras** en el universo de inversiones, ya que no han tenido ni un solo impago en sus 200 años de historia. Ninguna otra clase de activo ha demostrado un

historial de seguridad de este calibre. Lo anterior se puede ver en su muy reducida volatilidad, y en sus diferenciales que han reflejado una resistencia aún mayor a la de sus títulos homólogos de deuda pública. Además, si a esto le sumamos su perfil de elevada liquidez, los *Covered Bonds* demuestran ser una asignación defensiva de elevada calidad.

Un factor clave que debemos tener en cuenta es el lanzamiento del programa de compra de emergencia pandémica (PEPP por sus siglas en inglés) y el relanzamiento del programa de compra de activos (APP por sus siglas en inglés) por parte del Banco Central Europeo (BCE). Un gran comprador que no es sensible a los precios representa un elemento muy favorable para esta clase de activos, ya que eleva el nivel de la demanda y ello puede ser beneficioso para las valoraciones. Además, es posible que los inversores privados sigan teniendo especial interés en mantener sus inversiones en vista del beneficio relativo de los Covered Bonds frente a otras alternativas de bajo riesgo. Ya que lo que la intervención

en el mercado de renta fija por parte BCE no ha hecho es brindar protección contra el incumplimiento. Por lo que, a pesar de que el mercado de crédito tenga un mayor riesgo de incumplimiento que el de hace tres meses, los inversores no están siendo realmente recompensados por el mayor riesgo que están tomando. Los *Covered Bonds* si bien también han visto sus diferenciales caer, no conllevan el mismo riesgo de incumplimiento, por lo que creemos representan una mejor oportunidad.

Nordea Asset Management cuenta con una dilatada experiencia en materia de bonos garantizados, ya que gestiona activos por valor de más de 40.000 millones de euros en este segmento. Su equipo de inversión especializado en este universo cuenta con una media de 19 años de experiencia y una contrastada trayectoria a la hora de generar alfa¹. En vista de los reducidos niveles de los rendimientos en las actuales condiciones de mercado, **el alfa se torna aún más importante** para los inversores con escasa tolerancia al riesgo. Nuestro proceso de inversión no se centra en el plano del rendimiento absoluto, dado que buscamos identificar valor relativo entre diferentes segmentos del mercado (por ejemplo, países, emisores o divisas con coberturas).

En la coyuntura actual, observamos numerosas **oportunidades interesantes** en términos de selección de *Covered Bonds*. Al mismo tiempo, conforme continúe desarrollándose esta situación, no dudaremos en **modificar activamente nuestras asignaciones** para aprovechar las oportunidades de valor relativo de manera dinámica. Muchos acontecimientos de mercado evolucionan gradualmente durante el año y generan oportunidades para añadir alfa en nuestras carteras. ■

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB ("Entidades Legales") y sus sucursales, filiales y oficina de representación. **El presente documento está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Este documento no podrá copiarse ni distribuirse sin consentimiento previo. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales, filiales y/o oficina de representación de las Entidades Legales.

1 El rendimiento presentado es histórico. Los rendimientos obtenidos en el pasado no constituyen una referencia fiable de los rendimientos futuros y puede ocurrir que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. El valor de su inversión puede aumentar o disminuir, y usted podría perder la totalidad o una parte del capital invertido.



Laura Donzella

Head of Institutional and Wholesale Distribution Iberia, LatAm and Asia Nordea AM

Tras el buen comportamiento de los mercados en abril y mayo...

Los inversores compran mirando el retrovisor

Tras un abril, mejor mes en décadas en términos de rentabilidad, y un mayo en el que los mercados en general siguieron en positivo, los inversores se animaron a invertir o aumentar sus posiciones en fondos, según apuntan los datos preliminares de Inverco. El incremento en el patrimonio de la industria española es sin lugar a dudas debido en mayor medida al buen comportamiento del mercado que a las suscripciones netas, ya que éstas aún se encuentran en niveles muy bajos.

Los mercados tuvieron un comportamiento positivo en mayo, que aunado a rentabilidades récord en abril, motivaron a los inversores que auparon las suscripciones en **82 millones de euros** del mes. Así, el **patrimonio** de la industria alcanzó los **256.331 millones de euros**, lo que representa un incremento mensual del **0,7%**. En términos acumulados para lo que va de este **segundo trimestre**, los **reembolsos ascienden a 54 millones** de euros, que en el **conjunto del año** alcanzan la nada despreciable cifra de **-2.272 millones de euros**, que compara con los reembolsos por -374 millones de euros del mismo periodo del 2019.

Durante mayo, las **carteras** tuvieron una **revalorización del 0,81%**, aunque en el año sigue siendo negativa en -5,62%. Las carteras de renta variable internacional tuvieron el mejor desempeño mensual, con una revalorización del 2,45%, que no apoyaron la entrada de nuevos recursos, de hecho, fue la clase que registró los mayores reembolsos, superiores a los 548 millones de euros, principalmente los fondos de **renta variable emergente**.

Ante el escenario poco claro, los inversores mantuvieron una cierta cautela, favoreciendo las **entradas a fondos de renta fija**, los mayores receptores de flujos en el mes, de casi **890 millones de**

euros. No obstante, sigue siendo la segunda clase de activos con mayores reembolsos acumulados en 2020. Los inversores siguen aprovechando cualquier repunte en la **renta variable nacional** para retirar dinero. El **goteo de salida** se mantiene, y con ello los **20 millones de euros** de reembolsos hace que el **acumulado del año supere los 630 millones de euros**.

De las **Top 10 gestoras por patrimonio**, sólo la del Popular muestra una caída mensual en el patrimonio, mientras que el resto lo mantiene o aumenta, destacando el BBVA. **BBVA logra reducir de manera significativa los reembolsos** que se venían dando en sus fondos, pasando de unos reembolsos de 986,8 mil euros 87,5 mil euros en mayo, lo que bien se puede deber al buen desempeño de sus fondos y con ello, es una de las Top 10 gestoras que **muestran el mayor incremento mensual de patrimonio** (4,5%), retomando así la segunda posición (arrebata el mes pasado por Santander) por cuota de patrimonio.

Y en cuanto a suscripciones, sólo cuatro de esas 10 muestran reembolsos mensuales, mientras que los fondos de Santander superan los 138 mil euros de suscripciones netas, siendo las mayores de esas gestoras y son mayores a las de cualquiera de sus otros competidores.

La gestora Popular AM continuó con los reembolsos, aunque esta vez algo más del doble del importe de abril, y su patrimonio cae un 5,9% en el mes. Caixa sigue siendo el líder en cuota de patrimonio en 17,5%

Las retrocesiones siguen jugando un papel importante, a pesar de MiFID II

Las comisiones de gestión han disminuido marginalmente en -0,6% durante los 2 últimos años, llegando a 2,474,724 euros en diciembre de 2019

entre 123 instituciones reportadas a la CNMV. Como **proporción de los activos gestionados, se observa una disminución gradual**. No así las **retrocesiones**, que la directiva comunitaria MiFID II endurecía en su clausulado. Las comisiones cedidas **alcanzaban al cierre de 2019 los 1.281.271 euros una caída del 16,5%** respecto a 2017, que como proporción del patrimonio gestionado caen del 0,51% al 0,41% para la industria.

Las gestoras **ceden más del 50% de las comisiones que cobran a sus partícipes a las redes comerciales**. Como se observa en el gráfico, dicho porcentaje a disminuido, pero sigue representando parte importante de la comisión de gestión. Ya se verá como evoluciona con una mayor aplicación de MiFID II, como ya lo hacía proveer ESMA hace algunos días.

Hay gestoras donde **esta proporción es aún más acusada**. Como Imantia, que según los datos de la CNMV cede incluso más del 100% de lo que ingresa por comisiones de gestión; o **March Asset Management**, con un 96%, **Unigest** con un 85% y **Caja Laboral Gestión** con un 85%. En total son **más de 35 gestoras que ceden más del 50% por la comercialización de sus productos**.

En cuanto a aquellas gestoras con un mayor volumen de patrimonio gestionado se observa que con el paso de los años, generalmente esta proporción ha ido **disminuyendo**, siendo mucho **mas acentuada** la caída para **Kutxa**, seguida de **BBVA** y de **Bankia**, cuando para Santander y Bankinter la caída es mucho menor. Santander sigue repartiendo buena parte de las comisiones de sus partícipes (71%) a su red, mientras que Bankinter reparte menos del 50% de lo que cobra. No cabe duda que esta práctica está muy impregnada en el ADN de estas sociedades, a pesar de los cambios regulatorios. ■

Por Consuelo Blanco.

SUSCRIPCIONES NETAS (MILES DE EUROS)		
Categoría de inversión	Mayo 2020	Acumulado 2020
Renta Fija	889.217	-882.528
Garantizados	30.843	-762.535
Gestión pasiva	23.865	-36.281
Globales	16.952	-595.565
R. Variable nacional	-20.145	-635.411
Retorno absoluto	-26.209	-983.466
R. Variable mixta	-58.147	183.418
Monetarios	-86.000	273.267
Renta fija mixta	-139.900	327.621
R. Variable internacional	-548.698	811.061
Total general	81.777	-2.272.267

FUENTE: INVERCO.

GESTORAS					
Categoría de inversión	SUSCRIP. NETAS	PATRIMONIO (miles euros)	Cuota Patrim. Mayo	Cuota Patrim. Abril	VAR mensual patrimonio
CAIXABANK AM	-42.669	44.895.826	17,5%	17,6%	1,7%
BBVA AM	-87.477	37.008.944	14,4%	14,1%	4,5%
SANTANDER AM	138.611	36.525.593	14,2%	14,2%	2,7%
BANKIA FONDOS	33.453	18.742.737	7,3%	7,3%	1,7%
SABADELL AM	43.380	15.236.766	5,9%	6,0%	1,4%
IBERCAJA GESTION	37.004	13.573.908	5,3%	5,3%	2,1%
KUTXABANK GESTION	99.343	12.518.458	4,9%	4,9%	2,7%
BANKINTER G° ACTIVOS	-67.443	8.142.647	3,2%	3,2%	0,0%
POPULAR AM	-39.857	5.927.746	2,3%	2,5%	-5,9%
MUTUACTIVOS	26.274	5.913.695	2,3%	2,3%	2,4%

FUENTE: INVERCO.

SGIIC CON PATRIMONIO SUPERIOR 10 MILLONES DE EUROS	PATRIMONIO		
	2017	2018	2019
CAIXABANK AM	65%	58%	53%
BBVA ASSET MANAGEMENT	79%	60%	57%
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	73%	75%	71%
BANKIA FONDOS	69%	58%	53%
IBERCAJA GESTION	50%	48%	37%
SABADELL ASSET MANAGEMENT	61%	34%	48%
KUTXABANK GESTIÓN	62%	14%	14%
BANKINTER GESTIÓN ACTIVOS	46%	42%	43%

FUENTE: INVERCO.

Por qué invertir ahora en renta variable europea

Ahora que las aguas vuelven lentamente a su cauce, creemos que la renta variable europea es atractiva por dos razones principales: su diversificación y una atractiva valoración. Hay que tener presente que se trata de un tipo de activo mucho menos dependiente de Europa -y sus obstáculos políticos y económicos- de lo que parece.

La renta variable europea se caracteriza por unos ingresos ampliamente diversificados

Apenas un tercio de los ingresos generados por las empresas cotizadas europeas procede de la región (gráfico 1). Los mercados emergentes y EE.UU. representan porcentajes de beneficios prácticamente idénticos, por lo que se puede afirmar que el MSCI Europe es un índice verdaderamente internacional. En contraposición, en el índice S&P 500 vemos una dependencia mucho mayor del mercado interno estadounidense. En términos absolutos es evidente que la economía estadounidense es más grande, pero atendiendo al riesgo de los ingresos, la diversidad de los beneficios es una ventaja atractiva y a menudo minusvalorada que ofrece la inversión en Europa.

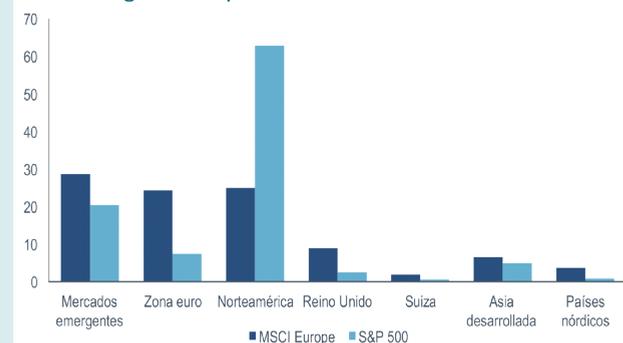
Europa está modificando su perfil

Aunque a la bolsa europea le faltan las empresas de alto crecimiento que han impulsado a la bolsa estadounidense durante los últimos años (por ejemplo las FAANG), muchas de las empresas europeas más grandes se caracterizan por un crecimiento de baja volatilidad, balances estables y buenas rentabilidades por dividendo. Pese a que la región podría carecer de los líderes tecnológicos con que cuenta EE.UU., los valores sanitarios y de consumo han pasado a una posición de dominio mientras que los

pesos pesados tradicionales, como petroleras y telecos, han reducido su peso en el índice MSCI Europe. Este giro es fruto de un entorno de crecimiento bajo y tipos de interés también bajos. Como el crecimiento de los beneficios ha resultado más difícil de encontrar tras la gran crisis de 2008, las empresas que ofrecen un crecimiento constante se han visto recompensadas.

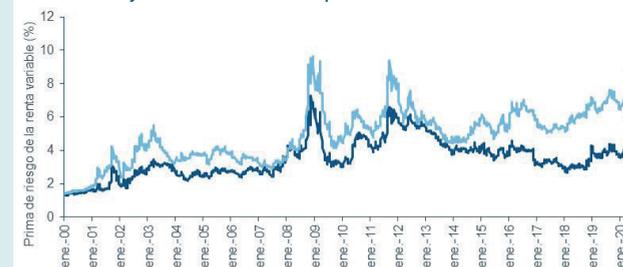
Ahora existen muchas multinacionales líderes que tienen su sede o su mercado de cotización en Europa y se benefician de la calidad supervisora y la liquidez que caracteriza a la región: GlaxoSmithKline, Nestlé, Roche o SAP son valores globales que coti-

Gráfico 1. El índice MSCI Europe está mucho más diversificado que el S&P 500 gracias a la presencia de muchas multinacionales líderes



Fuente: Fidelity International, FactSet, a 28 de abril de 2020.

Gráfico 2. Las acciones europeas están baratas frente a los bonos y son más atractivas que las estadounidenses



Fuente: Fidelity International, Refinitiv Datastream, a 30 de abril de 2020.

zan en Europa pero obtienen gran parte de sus ingresos fuera de la región.

Las valoraciones siguen siendo atractivas

La prima de riesgo de la renta variable europea alcanzó en marzo niveles tan elevados como durante la crisis mundial de 2008 y la europea de 2012. Aunque resulta imposible acertar con los tiempos del mercado, las acciones europeas no habían sido tan atractivas, frente a la deuda europea, en casi una década (gráfico 2).

Además, la renta variable europea no solo aparece como barata en términos absolutos: la brecha entre las primas de riesgo de EE.UU. y Europa se ha ampliado durante la última década, ya que la bolsa estadounidense se ha comportado mejor y las valoraciones entre las regiones se han ampliado. Dada la naturaleza verdaderamente internacional del mercado europeo y la calidad de muchos valores líderes mundiales, el desajuste es extremo. Las acciones europeas no solo están baratas; también son atractivas comparadas con sus homólogas estadounidenses.

Un paraíso para los expertos en selección de valores

En Fidelity, la fuerza de nuestra oferta en renta variable europea reside en nuestro análisis fundamental, que nos permite identificar ganadores a largo plazo que el mercado no valora correctamente. Los periodos de volatilidad extrema, que son devastadores en términos absolutos, también pueden provocar fuertes oscilaciones en el valor que se asigna a una acción. Los gestores activos pueden utilizar los periodos de pánico y los fuertes desajustes de precios que generan para comprar acciones de empresas por debajo de su valor intrínseco, el factor último que determina la rentabilidad a lo largo del tiempo.

Pienso que ha llegado el momento de centrarse en encontrar a esos ganadores a largo plazo que han caído con fuerza pero pueden sobrevivir a la crisis y surgir de ella en una posición competitiva más sólida. Allí donde las empresas hayan sufrido una fuerte revisión a la baja de su valoración por motivos erróneos -como el país donde cotizan si eso tiene una correlación escasa con el lugar donde se generan los ingresos-, existen verdaderas oportunidades para comprar negocios de calidad a precios muy bajos. La volatilidad implica que el análisis fundamental brinda aún más oportunidades para aportar valor relativo. ■



Matt Siddle

Gestor de fondos de renta variable europea en Fidelity International

BRICE PRUNAS |

Lead Portfolio Manager, AI powered Global thematic Funds ODDO BHF

«Continuaremos confiando en la eficiencia de nuestro proceso de inversión, sin dogmas»

Apenas cuenta con un año y medio de vida y la historia del ODDO BHF Artificial Intelligence se escribe con retornos de doble dígito mediante con un enfoque global a la hora de invertir.

Un fondo en el que la historia que hay detrás no sólo es la pura selección de compañías, que también, sino el proceso a través del que se hace y que utiliza la Inteligencia Artificial (IA) y el Machine Learning para filtrar el universo de inversión.

POR LAURA PIEDEHIERRO Y SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

A comienzos de 2019 se lanzaba el fondo ODDO BHF Artificial Intelligence, que invierte en las empresas de todo el mundo que más se benefician de la temática de la IA. ¿Qué valoración hacen de la vida del fondo?

Desde su inicio (19 de diciembre de 2018), el fondo ha subido un 19,6% o un rendimiento superior de 1050 pb frente al índice de referencia (Países desarrollados del mundo MSCI) en la clase de acciones CiW USD (que es la clase de acciones principal del fondo; I hace referencia a su versión Institucional).

El fondo no solo invierte en IA, sino que se sirve de algoritmos para identificar valores relevantes. ¿En qué consiste el proceso de selección?

Tenemos un enfoque global para este fondo; así que este es un fondo de renta variable global. Explicamos el proceso:

- Para enfrentar el desafío de analizar un universo de inversión de 3500 empresas, hemos firmado una asociación exclusiva con un socio líder en ciencia de datos (Big Data) que analiza para nosotros 4 millones de datos diarios de Bloomberg. Sus algoritmos de Machine Learning pueden seleccionar para nosotros las mejores 300 compañías de IA (de estas 3500) en base a la combinación de un análisis semántico, un análisis de sentimiento y un análisis de tendencias. Para decirlo sin rodeos, las "palabras clave" van a

ser las que encuentren las empresas. Los algoritmos leen artículos, entienden sus significados y proceden a una puntuación global.

- Como segundo paso, estas 300 empresas seleccionadas a través del análisis de datos no estructurados pasarán por un segundo filtro que es un modelo cuantitativo de múltiples factores. Se trata de un modelo cuantitativo propietario de ODDO BHF y con un amplio historial de rentabilidad desde el año 2000. El propósito aquí es seleccionar las mejores 60 empresas (de estas 300) en base a datos estructurados como factores de crecimiento, tamaño, valoración, momentum o tamaño ajustado al riesgo.
- El último paso es que los gestores del fondo procedan a una verificación de estas 60 posiciones. Esta intervención humana puede generar un número limitado de exclusiones.

Este reequilibrio de tres pasos tiene lugar cada trimestre y conduce a un giro de la cartera de una vez por año (es decir 25% por trimestre).

Este proceso tiene como resultado una cartera compuesta por unos 60 valores, la mayoría estadounidenses. ¿EEUU es el país más interesante para invertir en temáticas de tecnología?

EEUU tiene un claro liderazgo mundial en software, sectores de semiconductores, así como en compañías de MedTech. Dicho esto, China ofrece interesantes compañías de puro juego



en IA, así como un sector de Internet y videojuegos saludable y diversificado. Japón ofrece historias interesantes sobre automatización de fábricas, semiconductores o videojuegos. Taiwán tiene una gran variedad de empresas de semiconductores y hardware. Corea del Sur tiene el liderazgo en acciones de Memories en el mundo y ofrece interesantes oportunidades en los sectores de Internet y Video Gaming.

Por sectores, el más representativo en el fondo es el de la tecnología. ¿Cómo esperáis que esta temática evolucione en los próximos años?

La tecnología representa hoy el 51% del fondo en su definición estricta y el 65% en una definición más amplia (cuando se agrega a Google, Facebook y las compañías medtech). Creo que algunas partes del sector de la tecnología ofrecen una perspectiva única y aún con mucho crecimiento del Topline del negocio, con un crecimiento total de los mercados a los que se dirigen. Para algu-

nas de estas empresas, la valoración sigue siendo atractiva. Por último, la crisis de Covid 19 ha sido un catalizador para una mayor aceleración de la tendencia de digitalización; apoyado por la tecnología. Por todas estas razones, creemos que es probable que la tecnología siga siendo dominante en nuestro fondo a corto y mediano plazo.

Las empresas de pequeña o mediana capitalización tienen una importante presencia en el fondo. ¿Os sentís cómodos con esa posición?

El peso de las pequeñas y medianas compañías dentro del fondo ha variado en los últimos 18 meses (del 22% al 46%). Las pequeñas y medianas empresas tienden a tener una fuerte perspectiva de crecimiento, pero también albergan un mayor riesgo y volatilidad. Hemos observado que nuestro proceso de inversión, basado en algoritmos de ML y un modelo cuantitativo, ha sido bastante ágil en ese sentido: aumentando la exposición a las pequeñas y medianas capitalizaciones en los mercados alcistas, mientras que disminuimos esta exposición en los mercados bajistas.

El fondo está en negativo en el año, aunque registra menores caídas que su índice de referencia. ¿Qué valoración hacen en unos momentos en el que la tecnología parece resistir mejor la crisis provocada por el coronavirus?

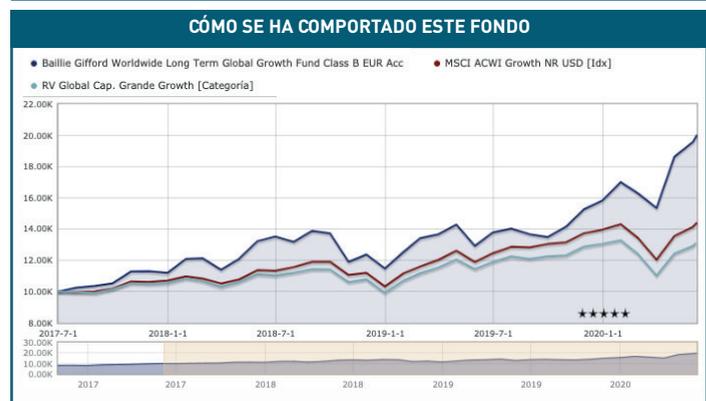
En lo que llevamos de año el fondo ha caído un 8,54% en su clase de acciones principal (CiW USD), lo que refleja un rendimiento superior significativo (alrededor de 570 pb) con respecto a nuestro índice de referencia (MSCI World Developed Countries). Los sectores de tecnología y salud han sido fundamentales para este rendimiento superior. Desde principios de año, hemos observado una importante dislocación entre la tecnología y la asistencia sanitaria, por un lado, y el resto de sectores.

Los inversores experimentados siempre saben que hay rotaciones sectoriales en el mercado. Como resultado, continuaremos confiando en la eficiencia de nuestro proceso de inversión, sin dogmas, para poder posicionar el fondo en los sectores correctos y en el momento adecuado. Como ejemplo, Healthcare representaba el 3% del fondo al final de 2018 y creció al 22% del fondo al final de 2019. ■



Antonio Alcón Carreras
 Analista y asesor financiero
 (certificado CISI). Director Académico
 en FIM Institute y docente en IDD.

Baillie Gifford Worldwide Long Term Global Growth Fund Class B EUR Acc



Distribución de activos

	% largo	% corto	% patrimonio
Acciones	98,13	0,00	98,13
Obligaciones	0,00	0,00	0,00
Efectivo	1,94	0,06	1,87
Otro	0,00	0,00	0,00

Rentabilidades anuales (31/05/2020)

	2017	2018	2019	31/05
Rentabilidad %	35,52	2,56	37,79	23,65
+/- Categoría	23,00	8,36	6,19	24,71
+/- Índice	21,33	6,06	2,63	22,36
% Rango en la categoría (sobre 100)	1	4	8	1

Las 10 posiciones más importantes

Nombre del activo	Sector	País	% de activos
Amazon.com Inc	Comercio electrónico	Estados Unidos	7,95
Tencent Holdings Ltd	Tecnología	China	6,91
Alibaba Group Holding Ltd ADR	Comercio electrónico	China	6,52
Tesla Inc	Automóviles	Estados Unidos	5,85
Illumina Inc	Biotecnología	Estados Unidos	5,81
Netflix Inc	Entretenimiento	Estados Unidos	4,69
NVIDIA Corp	Tecnología	Estados Unidos	4,36
Kering SA	Moda	Francia	4,13
Facebook Inc A	Tecnología	Estados Unidos	4,00
Meituan Dianping	Comercio electrónico	China	3,68

Hoy presentamos un fondo que demuestra que, para una buena gestión no se necesitan grandes inventos, y que con una estrategia sólida, fiel y decidida, se pueden obtener resultados más que satisfactorios.

El Worldwide Long Term no presenta una cartera muy novedosa de un primer vistazo. Su estrategia es clara, invertir en empresas líderes a nivel global, sin restricciones de ningún tipo, con un enfoque de largo plazo y pensando siempre en que las compañías generen rendimientos futuros.

La rotación de la cartera es relativamente baja, afianzando aún más su decisión estratégica de largo plazo. Presenta una buena resistencia ante situaciones de estrés de corto plazo.

Cuenta con una gran diversificación sectorial, con un balance equilibrado entre consumo cíclico, comunicación, salud y tecnología. No así en lo referente a la región de inversión, con EEUU como plato estrella seguido de Asia emergente y Zona euro. No obstante, nada extraño si nos ceñimos a la filosofía de inversión.

Contamos con posiciones importantes como: Amazon, Tencent, Tesla, Netflix, Facebook, Kering... Como he dicho en el inicio del análisis, nada novedoso.

Y es que con unas rentabilidades medias de un 27% y unos ratios de sharpe y alfa disparados... ¿Quién dijo que el largo plazo, la gestión pasiva y la no innovación a buscar valores prometedores y revolucionarios ya no daba resultados?

Vuelve a entrar en tela de juicio la gestión pasiva y gestión activa. ■



LÍDERES EN DISEÑO, CÁLCULO Y CONSTRUCCIÓN DE ESTRUCTURAS.

*Grupo Empresarial de Ingeniería de estructuras
 y Construcción de estructuras.*

ESCANEA PARA VER
 TODOS LOS PROYECTOS



- Empresa cotizada en el MAB desde marzo de 2016.
- Modelo de negocio innovador y de elevada especialización.
- Actividad empresarial en Latinoamérica y España.
- Generación de beneficios desde 2013.
- Transparencia, crecimiento y estabilidad.

NEWS

#INGENIERIADEALTURA



Premio Caso de éxito
 Mercado Alternativo Bursátil

info@clerhp.com

+34 635 802 770

www.clerhp.com





Un viaje a través de la inversión responsable por todo el mundo

Todos en la industria de gestión de activos hablan de inversión responsable y de la importancia de las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). A lo largo de los años, los factores ESG ha evolucionado y algo que se consideraba marginal, se ha convertido en un punto crucial de la gestión activa moderna.

Sin embargo, los factores ESG tienen un aspecto muy diferente dependiendo de la geografía. Esto hace que sea más valioso para los inversores de todo el mundo tener una visión general de cómo el ESG evoluciona desde una perspectiva global.

Europa

Europa ha tenido una larga, profunda y desigual relación con el análisis ESG en las últimas tres décadas. Escandinavia se consideró durante algún tiempo como la región más avanzada del mundo para la integración de estos principios gracias a que muchas normas relacionadas con estos criterios impregnan su cultura y su sociedad. Una de las gestoras más influyentes de Europa es Norges

Bank Investment Management, el fondo soberano de Noruega, que excluye a las empresas que no cumplen con las directrices establecidas por el Fondo de Pensiones Global del Gobierno.

No cabe duda de que el *screening* -la inclusión o exclusión de activos basada en criterios específicos- sigue siendo un proceso importante para los inversores europeos. Sin embargo, la inversión responsable debería incluir la comprensión de todos los factores ESG que afectan a la prosperidad financiera de una empresa. Algunos países han sido mejores que otros en la adopción de esta definición más moderna.

En Francia, la ISR (Inversión Socialmente Responsable), ha estado dominada por las cuestiones sociales. Otras partes de Europa, como Alemania, Italia y Suiza, han sido más lentas en adoptar la integración de estos criterios. Hay organismos regionales, como el Swiss Sustainable Finance, que promueven su papel en la inversión. Pero, en general, si bien estas jurisdicciones han conservado el control, no hemos visto mucho interés de los

inversores en integrar estos factores en los procesos de inversión, o en cuestiones como el cambio climático.

Mercados emergentes mundiales

La integración de los factores ESG en los mercados emergentes ha sido en su mayor parte un relato por la recuperación del terreno perdido en los últimos 20 años. En general, la mayor barrera para los inversores institucionales extranjeros ha sido el idioma. Muchas empresas no traducen al inglés la información ESG. Un segundo obstáculo ha sido una estructura u organización de supervisión inadecuada dentro de estos mercados. La falta de una infraestructura apropiada también ha pasado factura en términos de control y regulación gubernamental. La mejora de las normas ESG requiere una evolución continua en la mente de los inversores y vemos evidencias de que esto ya está ocurriendo. La huella de carbono, los derechos humanos y la diversidad están emergiendo como grandes temas que alentarán que se ponga en marcha un ejercicio de etiquetado en categorías para cumplir con las normas mínimas. Sin embargo, esto debería evolucionar hacia un análisis más profundo y granular.

Asia

Las empresas asiáticas han sido más lentas que sus homólogas a la hora de integrar los conceptos ESG en sus estrategias comerciales. Pero hay señales de que esto está cambiando. Los propietarios de los activos, así como las gestoras, están mostrando más interés y presionando a las empresas. Por ejemplo, el Fondo de Inversión de Pensiones del Gobierno de Japón (GPIF) anunció su intención de aumentar las asignaciones en las inversiones relacionadas con ESG hasta el 10%, desde el 3%. Esta cantidad tiene un valor de unos 29.000 millones de dólares, suficiente para influir en el comportamiento de las empresas.

Conclusiones finales

En general, el análisis ESG ha evolucionado más allá del *screening*, aunque éste sigue siendo el núcleo fundamental de los parámetros ESG en muchas jurisdicciones. El mercado ha avanzado hasta considerar los riesgos y oportunidades más amplios que van asociados con cada uno de los activos a medio y largo plazo en materia de ESG. En el fondo, este tipo de análisis trata de entender todos los aspectos de una inversión.

Independientemente del país, hemos descubierto que los propietarios y los gestores de activos son agentes críticos de cambio. Los gestores de fondos de todo el mundo han querido demostrar su compromiso con los principios ESG. Sin embargo, la inversión responsable no puede ser un simple ejercicio de clasificación. A largo plazo, un giro superficial hacia el cumplimiento no ayuda a nadie. ■



Álvaro Antón Luna

Country Head de Aberdeen Standard Investments Iberia



COVID-19 e Inversión Sostenible: ¿Aliados cercanos o compañeros incompatibles?

No hay duda de que la interrupción forzada de la vida moderna causada por el brote de coronavirus tendrá beneficios ambientales en una escala que pocos activistas podrían haber esperado en la economía actual. La pregunta ahora es cuánto tiempo puede continuar esta vida verde y si algunos de estos atributos positivos pueden proporcionar los bloques de construcción para un mundo que nunca volverá a ser el mismo.

Ciertamente hay algunos indicios de que **el mercado cree en el potencial a largo plazo de los defensores del mercado cotizado en sostenibilidad.**

Una preferencia entre los inversores por los líderes de sostenibilidad probablemente no sea el panorama general. Desde princi-

pios de año (hasta el 23 de marzo) la lista de los mejores y peores sectores ha sido predecible. Utilizando el MSCI ACWI como punto de referencia, consumer staples han caído 22,4% y telecom 22,8%, mientras que energía ha caído 54,5% y financieros 40,1%. Estos movimientos agudos a corto plazo no pueden atribuirse por completo a un orden de sostenibilidad y, de hecho, sería sorprendente que durante un período de crisis tan intensa el mundo priorizara los ajustes a largo plazo sobre el apoyo a corto plazo. Dicho esto, es alentador observar que los flujos de inversión siguen siendo positivos en neto en los ETF de ESG, mientras que en los ETF de S&P se encuentran en el 30% (hasta el 25 de marzo, según Bank of America).

El resultado beneficioso clave de esta interrupción sin precedentes de la vida moderna

es la caída de los niveles de emisión. El número de observaciones anecdóticas duras crece día a día. Por ejemplo, una de las carreteras de peaje más concurridas del mundo, la 407 ETR en Toronto, Canadá, ha reportado una caída de hasta un 66% en el tráfico año tras año. Esta desaceleración mundial de la actividad económica y, en consecuencia, la reducción de la contaminación está teniendo importantes beneficios para la salud orgánica. La Universidad de Stanford estima que el número de vidas salvadas por una menor contaminación del aire en las principales ciudades chinas es veinte veces mayor que el número de vidas perdidas por COVID-19.

Sin embargo, **no todo es tan favorable a la economía verde.** Política: los responsables se ven actualmente obligados a dar prioridad a estímulos que puedan aliviar rápidamente las peores tensiones actuales en la sociedad. En consecuencia, **es poco probable que las medidas fiscales y monetarias se destinen a las industrias verdes** en las que el dinero tiende a ser más lento en llegar. Sin embargo, si bien un aumento de los incentivos verdes no es una prioridad, y, de hecho, algunos movimientos políticos importantes como el Acuerdo Verde de la UE pueden ver retrasos, estas medidas están siendo sustituidas por otras políticas de apoyo social, como las prestaciones de desempleo y la suspensión de la deuda. Algunos especialistas han observado el contraste entre las respuestas al coronavirus y la crisis financiera mundial (GFC) en términos de la posición social del beneficiario y la franqueza de esa respuesta. En cierta medida, la respuesta financiera a la GFC impactó más significativamente en la riqueza de los que menos lo necesitaban, al tiempo que consignaba al ‘hombreen la calle’ a casi una década de aplanamiento o disminución de las perspectivas financieras. La respuesta a esta crisis, por otro lado, se ha centrado claramente en apoyar a las personas y a las pequeñas empresas, en algunos casos a expensas de las grandes empresas y los mercados.

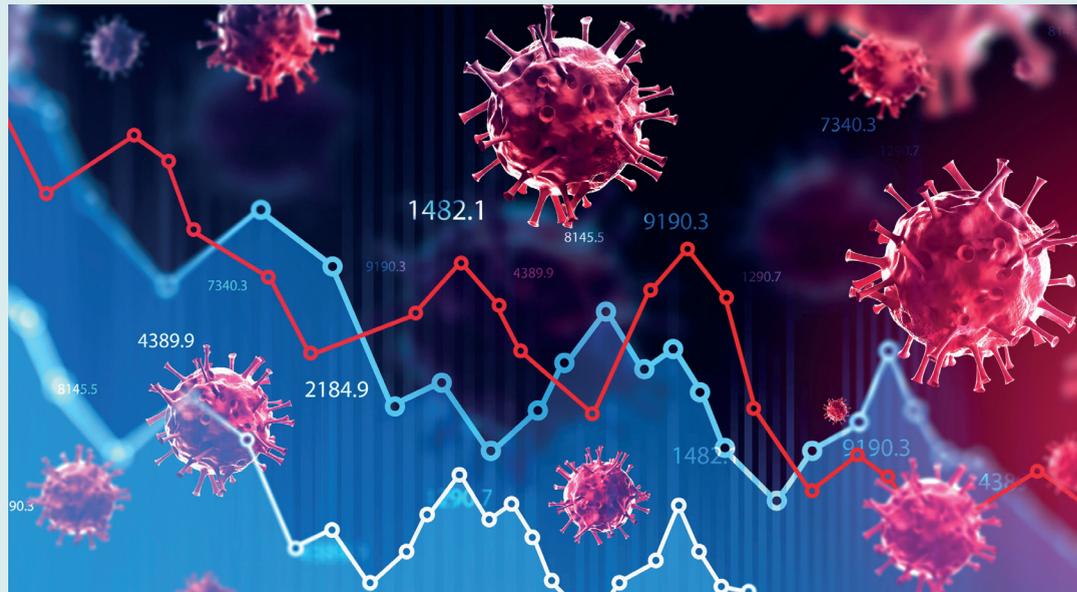
En otras palabras, por lo tanto, es importante diferenciar entre las medidas necesarias adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales en una crisis y los cambios estructurales que pueden ver sus plazos alterados, ya sea acortados o alargados, por estos acontecimientos sin precedentes.

Una de las principales frustraciones del movimiento verde es el ritmo más lento de un cambio estructural serio. En cierta medida, esto es una consecuencia natural de diferentes partes interesadas que participan. Un gran fondo de riqueza soberana, una organización no gubernamen-»



Rupert Welchman

Codirector del Fondo de Capital de Impacto Positivo de UBP



»tal y una importante empresa de gestión de inversiones, para enumerar tres ejemplos de muchos actores, tendrán prioridades muy diferentes cuando se trata de la agenda verde. Es posible que el fondo de riqueza soberana desee informar de los impactos que están creando sus inversiones, mientras que el gestor de inversiones se centra en la ampliación de los activos bajo gestión. Estas diferencias de prioridad han llevado a la creación de una serie de órganos, todos los cuales tienen términos de referencia y miembros creíbles pero que, mediante una multiplicación de enfoques, han ralentizado el ritmo de cambio.

Del mismo modo, los **enfoques de medición** pueden dividirse ampliamente en dos categorías. En uno se encuentran los sistemas que tienen como objetivo lograr el mayor número de encuestados a través del empleo de mediciones básicas de impacto; a menudo estos son criticados por ser demasiado básicos. El otro, son una serie de marcos centrados en puntos de datos más precisos, pero cuyas demandas son demasiado onerosas para muchas empresas, participadas actualmente, no creadas para revelar en tal granularidad. En este entorno fluido, un gran número de empresas se han puesto en contacto con consultores para trazar un mapa de sus operaciones

en relación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y producir criterios de medición favorables. Esto es algo preocupante, ya que la proliferación de puntos de datos con poca supervisión o estandarización no ayuda a impulsar el sistema financiero a un plano superior de divulgación. Sin embargo, algunas iniciativas son más constructivas, por ejemplo, la Iniciativa de Objetivos Basados en la Ciencia, que proporciona una hoja de ruta clara para las empresas que desean desarrollar su divulgación de sostenibilidad. Del mismo modo, la certificación B Corp da a una empresa el incentivo necesario para reevaluar todos los aspectos de su huella corporativa, como ya han demostrado 3.300 empresas.

En resumen, el entorno actual está generando oportunidades y vientos en contra para las industrias de sostenibilidad e impacto. El ritmo de los cambios regulatorios sin duda se desacelerará mientras estalla la crisis del coronavirus; la divulgación de datos probablemente no mejorará a la misma velocidad que se esperaba hace seis meses. Pero es probable que las fuerzas naturales del cambio desaten un gran apoyo a algunas de las consecuencias orgánicas de esta pandemia mundial. Lo que queda por ver es si la sociedad aceptará permanentemente estos cambios para mejor. ■

THE DRIVE YOU DEMAND

INVESTING IN
A SUSTAINABLE
FUTURE.
TO REFLECT
OUR SHARED
CONVICTIONS.

A fundamental shift in how we consume, how we move around and how we use natural resources is underway. It makes sense to also change how we invest.



Wealth & Asset Management | Treasury & Trading | www.ubp.com

UBP is authorised and regulated in Switzerland by the Swiss Financial Market Supervisory Authority and is authorised in the United Kingdom by the Prudential Regulation Authority. UBP is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority.

[in](#) [t](#) [f](#) [v](#) [o](#) [i](#) [s](#) Subscribe to our newsletter on ubp.com



UNION BANCAIRE PRIVÉE

¿Cómo se mide la sostenibilidad de un país?

El desarrollo sostenible satisface las necesidades de la generación actual, sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades. La sostenibilidad a nivel de país difiere de la de una corporación o empresa. Un país sostenible se compromete a garantizar plenamente la libertad de sus ciudadanos e invierte en su desarrollo y bienestar personal, es respetuoso con el medio ambiente y fiable en cuanto a las responsabilidades y compromisos internacionales, y asegura su futuro e invierte en las próximas generaciones (educación e innovación).

DPAM ha publicado sus rankings de sostenibilidad de los países, del primer semestre de 2020. Los rankings, forman el núcleo del universo invertible tanto para las estrategias de deuda de los mercados desarrollados como de los emergentes. **La clasificación de sostenibilidad de los países de DPAM permite a los inversores identificar los países que están integrando los desafíos mundiales en su desarrollo a medio plazo para garantizar la viabilidad a largo plazo.**

A medida que la crisis de la COVID-19 se acelera gradualmente, los países y gobiernos de todo el mundo están empezando a buscar formas de lograr una "nueva normalidad". El virus ha obligado al mundo entero a superar obstáculos incomparables y ha puesto al descubierto las numerosas deficiencias de nuestras sociedades actuales. En este contexto, el modelo de investigación patentado, desarrollado por DPAM en 2007, tiene el historial y la credibilidad necesarios para ofrecer una visión clara, transparente y exhaustiva de los países desde un ángulo más amplio.

La pandemia ha tenido un impacto sin precedentes en el mundo y ha provocado una serie de cambios en la forma en que vivimos, trabajamos e interactuamos con quienes nos rodean. En su punto álgido, la pandemia obligó a un tercio del mundo a quedar confinado. Los gobiernos han impuesto severas restricciones a nuestras libertades fundamentales. También ha tenido consecuencias dramáticas en el empleo. La Organización Internacional del Trabajo estima que hasta 25 millones de personas están actualmente sin

empleo como resultado directo de la pandemia, y el bienestar de los trabajadores a nivel mundial ha disminuido en 3.400 millones de dólares. Como tal, esta pandemia ha puesto realmente los problemas sociales en primer plano.

A primera vista, el confinamiento extensivo ha tenido un pequeño resquicio de esperanza: las emisiones de gases de efecto invernadero han disminuido enormemente este año: -70% en la India, -18% en China, -58% en la UE y -30% en los EE.UU. Aun así, varios expertos en medio ambiente advierten que cualquier supuesto beneficio del confinamiento es sólo de naturaleza temporal. Las consecuencias del calentamiento global, sin embargo, son probablemente irreversibles. A diferencia de la crisis sanitaria del Coronavirus, no habrá una "vuelta a la normalidad" para el clima.

Es fundamental que convirtamos esta crisis sanitaria en una oportunidad para centrarnos en las preocupaciones clave de sostenibilidad, y asegurarnos de incluirlas en la base de nuestro futuro post-COVID. No puede haber una recuperación si no incluye un crecimiento sostenible e inclusivo para todos. Nuestro modelo propietario ya lo ha demostrado en el pasado: un crecimiento de dos dígitos a corto plazo que no respete los impulsores de la sostenibilidad es probable que sea la señal de una economía altamente apalancada, en lugar de una que incluya el crecimiento futuro. Es esencial que los paquetes de estímulo fiscal para la pandemia no vayan en detrimento del medio ambiente o de los impulsores de la sostenibilidad como la atención de la salud, la distribución de la riqueza y la educación. Lamentablemente, a medida que el PIB disminuye, las prioridades tienden a cambiar.

Best-in-class combinado con un enfoque Best-effort

La clasificación de sostenibilidad de los países de la DPAM permite a los inversores identificar los países que están integrando los desafíos mundiales en su desarrollo a mediano plazo para garantizar la viabilidad a largo plazo. El análisis de la sostenibilidad se centra en cinco dimensiones principales: **Transparencia y Valores Democráticos, Medio Ambiente, Educación e Innovación, Salud y Distribución de la Riqueza y Economía.**

En la actualidad, el modelo se basa en 69 y 62 criterios para los mercados desarrollados y emergentes (OCDE y EM), respectivamente. Estos modelos ofrecen una descripción precisa y cuantitativa de las tendencias de sostenibilidad mundial. Sus componentes se ajustan constantemente para mejorar su eficacia. »



Ophélie Mortier

Estratega de Inversiones Sostenibles y Responsables de DPAM

Sustainable country ranking of OECD member states

Eligible country for investment	H1 20		H2 19	
	#	score	#	score
Sweden	1	70	4	69
Norway	2	70	1	71
Denmark	3	69	3	70
Switzerland	4	68	2	71
Finland	5	67	7	67
Iceland	6	66	5	69
Netherlands	7	64	8	65
Canada	8	64	15	59
United Kingdom	9	64	10	62
Austria	10	63	12	61
New Zealand	11	63	9	64
Australia	12	62	17	58
Germany	13	61	6	67
Ireland	14	60	11	62
Belgium	15	60	21	57
Estonia	16	60	16	58
Luxembourg	17	59	18	63
Japan	18	59	19	63
France	19	58	22	55
Slovenia	20	58	13	60

Non-eligible country for investment	H1 20		H2 19	
	#	score	#	score
Czech Republic	21	57	18	58
Portugal	22	56	23	54
United States	23	56	30	50
Spain	24	54	29	52
Slovakia	25	53	27	53
South Korea	26	53	19	57
Poland	27	53	25	53
Lithuania	28	51	26	53
Latvia	29	51	28	52
Italy	30	50	31	49
Israel	31	49	24	54
Hungary	32	48	32	49
Chile	33	45	33	48
Greece	34	41	34	42
Turkey	35	36	35	38
Mexico	36	35	36	37

Sustainable country ranking of Emerging Markets member states

#	Top quartile countries	H1 20	H1 19	#	2nd & 3rd quartile countries	H1 20	H1 19	#	2nd & 3rd quartile countries	H1 20	H1 19
1	Hong Kong*	74	69	21	Barbados	62	-	36	Bahamas	57	58
2	Singapore	71	72	22	Colombia	62	61	37	Thailand	57	59
3	South Korea	71	74	23	Mexico	62	62	38	Paraguay	57	59
4	Czech Republic	70	72	24	Ecuador	62	59	39	Suriname	57	-
5	Uruguay	70	70	25	Bulgaria	61	59	40	Bolivia	56	57
6	Costa Rica	69	69	26	Seychelles	61	66	41	Philippines	56	56
7	Chile	68	74	27	Montenegro	61	62	42	Turkey	56	53
8	Poland	68	66	28	Indonesia	61	59	43	Ghana	55	57
9	Israel	68	66	29	Mongolia	61	59	44	Jordan	55	nr
10	Croatia	68	68	30	Brazil	60	54	45	Morocco	55	55
11	Hungary	65	66	31	Armenia	60	56	46	India	54	57
12	Argentina	65	59	32	Tunisia	60	60	47	Kenya	54	55
13	Malaysia	65	64	33	Sri Lanka	59	61	48	Ukraine	54	60
14	Albania	64	58	34	Jamaica	58	61	49	Belize	54	61
15	Dominican Republic	64	59	35	Serbia	58	64	50	El Salvador	53	58
16	Macedonia	64	62					51	South Africa	53	58
17	Romania	63	66					52	Botswana	53	54
18	Peru	63	63					53	Guatemala	52	54
19	Georgia	62	66					54	Malawi	52	53
20	Panama	62	61					55	Lebanon	52	50
								56	Côte d'Ivoire	52	53

» Como ejemplo de esas continuas mejoras, la Junta Consultiva sobre Sostenibilidad de la Renta Fija (FISAB) de DPAM decidió recientemente armonizar los principales impulsores de los modelos tanto para los países de la OCDE como para los de la EM. Hoy en día, nuestro modelo de país de EM tiene acceso a muchos más datos que en sus inicios. En consecuencia, la FISAB ha reequilibrado y armonizado los diferentes impulsores con los del modelo de la OCDE, para reflejar este cambio en la disponibilidad de datos.

La FISAB de DPAM, está formada por siete miembros con derecho a voto y una mayoría de expertos externos. Su principal función es seleccionar los criterios de sostenibilidad que cumplan los requisitos preliminares, los más relevantes en el marco de la evaluación de la sostenibilidad. Ellos validan la lista de países elegibles.

En esta publicación de las clasificaciones, FISAB también pone de relieve varios temas, que tienen en cuenta los actuales acontecimientos mundiales. Se centran en la distribución de la riqueza como tema clave tanto para los países de la OCDE como para los de la EM: en este siglo ha surgido un nuevo “acuerdo” social. Sin embargo, si bien las prestaciones sociales han mejorado

en general para una gran parte de la población, varios países se enfrentan actualmente a la polarización del empleo, el estancamiento de los ingresos y un aumento sustancial del coste de las necesidades básicas.

FISAB también ha decidido examinar más de cerca el tema de la educación en los mercados desarrollados. Por último, la Junta también destaca la importancia de la transparencia y el desarrollo de los valores democráticos en los mercados emergentes.

Suecia, Noruega y Dinamarca encabezan el ranking de países desarrollados. España ha experimentado mejoras considerables en varias áreas. En particular, la población, la salud y la distribución de la riqueza han mejorado notablemente. Sin embargo, si observamos más de cerca la mejora general del desempleo, nos damos cuenta de que es más frágil de lo que los resultados medios logran transmitir. Los esfuerzos medioambientales de España también han disminuido, y su educación ha experimentado poco o ningún progreso. Además, el entorno socioeconómico sigue desempeñando un papel importante en la educación española. En consecuencia, la educación sigue siendo un ámbito que debe mejorarse en España. ■

% DPAM

DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT

 dpamfunds.com

ACTIVE ASSET MANAGER
SUSTAINABLE INVESTOR
RESEARCH DRIVEN

CARLOS PÉREZ PARADA |

Director de inversiones de Singular Bank

«Si estamos más pendientes de la meta, se puede perder el foco del día a día»

Estamos en un entorno marcado, no sólo por la incertidumbre y la debilidad de la demanda interna, sino también por el deterioro del comercio global.

Un contexto que ha afectado a los mercados, donde las caídas han sido generalizadas, y a las carteras de los inversores. Hablamos con Carlos Pérez Parada, director de inversiones de Singular Bank sobre el futuro de la firma.

SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

¿Cómo ha afectado este entorno a las carteras de sus clientes?

Las caídas en los mercados han sido generalizadas. Y, en un contexto así, es difícil que las carteras de los clientes no se vean afectadas. Pero gracias a nuestra postura conservadora y a haber hecho los cambios necesarios en los momentos oportunos, lo cierto es que nuestras carteras han sabido capear el temporal a las mil maravillas. De hecho, a cierre de mayo, nuestra Cartera Agresiva, que es la que tiene un mayor peso en renta variable, solo caía un -2,24%, y en este último mes la evolución también está siendo muy positiva. De este modo, hemos cumplido con nuestro objetivo de preservar el capital de nuestros clientes.

¿Y al negocio de Singular Bank?

El parón en la actividad económica ha sido muy importante. Y, eso, obviamente, también afecta a un negocio como el nuestro. Pero creemos que también en este aspecto hemos reaccionar de manera muy favorable. Algo que nos ha ayudado mucho es, sin duda, nuestra condición de entidad 100% digital. Esto ha hecho que no nos veamos obligados a adaptar nuestros sistemas, sino que ya estaban adaptados, y hemos podido incorporar el sistema de teletrabajo de forma totalmente automática e inmediata.

Y, sin duda, también ha sido decisiva la buena marcha de nuestras carteras, algo que ha dado a nuestros clientes y potencia-

les clientes mucha tranquilidad, al ver la solidez de nuestra estrategia de inversión.

Sus objetivos de “comenzar a ganar dinero” a finales de 2022 ¿se mantienen intactos a pesar de la situación económica?

Nunca nos ha gustado dar fechas concretas para los hitos de la entidad. Estamos convencidos de que la mejor manera de escribir un libro es con buenas ideas y buena letra. Paso a paso. Si conseguimos hacer las cosas muy bien, en un mercado tan competitivo y en un entorno tan incierto, el resto vendrá solo. Esto no significa que no sea esencial tener una estrategia, ni mucho menos; pero creemos que si estamos más pendientes de la meta se puede perder el foco del día a día.

Actualmente basan su negocio en tres modelos de relación con el cliente: plataforma Self Bank, Asesoramiento Singular y Gestión Discrecional Singular. ¿Cuánto pesa cada una en el negocio total del grupo? ¿Cuáles son los objetivos?

Tengamos en cuenta que la plataforma Self Bank by Singular Bank se creó en el año 2000, por lo que ya contaba con un abultado número de clientes. Por el contrario, el servicio de Gestión Discrecional es el de más reciente creación, y lo hizo justo antes del estallido de la pandemia, por lo que aún tiene mucho camino que recorrer.

Dicho lo anterior, de nuevo nos gustaría decir que no nos marcamos objetivos en este sentido.



Nosotros queremos hacer un banco para todos los clientes, por lo que todos son igualmente valorados en nuestra entidad. Si un cliente quiere ahorrar o invertir a través de la Plataforma Self, será igual de bienvenido que otro que desee contratar el servicio de Gestión Discrecional. Y, en este sentido, nuestro objetivo es tener clientes, clientes satisfechos, e intentamos no “encasillarlos” en una categoría concreta. Nosotros buscamos, tan solo, clientes que sepan que, para nosotros, ellos son singulares.

¿Cuál es su opinión sobre la industria de la banca privada en España? ¿Qué queda por hacer en este segmento?

La pregunta previa sería...¿qué entendemos por banca privada? Porque si preguntamos a distintas personas, lo más probable es que cada una de ellas nos dé una definición diferente de lo que entiende por ese concepto.

Por ese motivo, nosotros hemos intentado huir de esa denominación y hemos optado por hablar de niveles de servicio. Como he-

mos dicho antes, creemos que cada cliente es singular, tiene unas necesidades y unas características distintas y, por ello, es importante que se encuentre con un banco capaz de adaptarse a él y darle lo que necesita.

Teniendo en cuenta esta visión que tenemos de cómo hacer banca, creo que ya hemos definido de algún modo algo que para nosotros es primordial: la capacidad de adaptación al cliente por parte de la entidad.

Y la recuperación de la confianza también es importante; hay entidades que han hecho las cosas muy bien, pero en otros casos no tanto, y esto ha generado que algunos clientes hayan perdido la confianza en su entidad, en su asesor, en su banquero. Y, en un sector como el nuestro, la confianza es básica. Hay que conseguirla y hay que mantenerla, con el trabajo diario, con transparencia, con un alto estándar de excelencia, con empatía... ■

Queremos hacer un banco para todos los clientes, por lo que todos son igualmente valorados en nuestra entidad

CÉSAR VILLACAMPA Y RAQUEL BLÁZQUEZ |

Jefe de Banca Privada y Personal de Ibercaja /
Jefe de gestión de inversiones de Banca Privada de Ibercaja

«Nuestro propósito es ayudar a las personas a construir la historia de su vida, porque esa será nuestra historia»

Ibercaja, uno de los grandes grupos bancarios españoles, cuenta con 2,7 millones de clientes en todo el país, cerca de 1.100 oficinas, 5.053 empleados y un grupo financiero propio con una firme vocación de liderazgo en calidad de servicio a sus clientes.

POR ISABEL DELGADO / REDACCIÓN

Profesionalidad, cercanía y compromiso social son algunos de los rasgos diferenciales de la entidad. Ibercaja integra Ibercaja Gestión, Ibercaja Pensión e Ibercaja Vida. Para César Villacampa, jefe de Banca Privada y Personal de Ibercaja, y Raquel Blázquez, jefe de gestión de inversiones de Banca Privada de Ibercaja, integrar todo ello les proporciona una de sus fortalezas más destacadas, que es la especialización en la gestión del ahorro de sus clientes.

Tipología de productos y clientes

El equipo de profesionales de Ibercaja está altamente cualificado y comprometido con el proyecto del banco y disponen de equipos especializados en Banca Personal y Banca Privada. “Todo ello, unido a nuestros valores de cercanía, compromiso, excelencia, solidez, capacidad de adaptación, y que el cliente sea el centro de nuestra estrategia, nos permite ofrecerle una propuesta de valor diferencial. Nuestro propósito es ayudar a las personas a construir la historia de su vida, porque esa será nuestra historia”, explica César Villacampa.

Para Ibercaja, lo más importante para la Banca Privada es que el cliente esté plenamente satisfecho con su gestor. Así, el gestor habrá conseguido que el asesoramiento prestado a su cliente sea personal y ajustado a sus necesidades. Lo importante para la entidad no es tanto la variedad de servicios como que el asesoramiento

prestado se ajuste a lo que realmente necesita y espera el cliente.

De entre todos los servicios a medida que ofrecen, la gestión discrecional de carteras es lo que más potencial ofrece. Desde un punto de vista financiero, la complejidad y volatilidad de los mercados requiere de una toma de decisiones rápida y profesional que al cliente le resulta cada vez más complicado hacer por sí solo.

La tipología de clientes en Ibercaja tiene un perfil similar al del resto de entidades financieras. Pero con el tiempo, la tipología de clientes ha cambiado. No todos solicitan lo mismo, ya que dependiendo de su perfil de riesgo, los servicios demandados pueden ser muy distintos. Lo que sí es común a todos los clientes es la demanda de una información clara, concisa y transparente de sus inversiones.

César Villacampa comenta que hay una realidad en Banca Privada y es que “los clientes con mayor patrimonio financiero suelen ser de avanzada edad. No obstante, damos servicio a toda la unidad familiar de manera que accedemos a las nuevas generaciones de manera indirecta”. Para dar un buen servicio que llegue no sólo al cliente senior sino también a los más jóvenes, la entidad considera fundamental contar con buenas herramientas digitales, que permitan actuar a distancia, y que tengan todas las funcionalidades operativas o transaccionales necesarias.



Desde Ibercaja apuestan por un modelo de desarrollo centrado en crecer con clientes con un patrimonio superior a 500.000€. A diferencia de otras entidades, en su servicio de Banca Privada apuestan por carterizar a aquellos clientes que demandan un servicio especializado, más que por aquellos que disponen de saldos elevados. “Esto nos permite tener unas carteras de clientes bien dimensionadas por profesional y defender nuestro modelo de gestión con todos los clientes”, matiza César Villacampa.

Su especialización en gestión, sobre todo en gestión discrecional de carteras, es y seguirá siendo una de sus principales palancas de crecimiento.

España y la inversión para Ibercaja

Ibercaja cuenta con presencia nacional. En Aragón, La Rioja, Guadalajara, Burgos y Badajoz es donde se concentra el 63% de la red y donde obtiene más del 60% de su volumen de negocio. Además, Ibercaja posee una importante implantación en otras zonas de gran relevancia económica para el país, como Madrid y Arco Mediterráneo.

“La estrategia es continuar con la diversificación de la actividad en estas zonas de mayor crecimiento del país, manteniendo nuestra vin-

culación y compromiso con nuestros territorios de origen. Calidad de servicio, una experiencia consolidada en la gestión del ahorro de nuestros clientes, una prudente gestión del riesgo y un equipo de profesionales cualificados y comprometidos con el proyecto, son algunas de las fortalezas que avalan una estrategia centrada en el cliente y en la generación de valor”, explica César Villacampa.

En comparación con los principales países europeos, España no ha sido el mejor país para el asesoramiento financiero. Tradicionalmente, el patrimonio del ahorrador español se destinaba principalmente a la compra de vivienda y al depósito bancario, lo que requería demasiado asesoramiento financiero. A diferencia de otros países, Ibercaja no ha tenido ni cultura ni experiencia inversora. Pero sí que es cierto que las distancias con la media europea se han visto reducidas en estos últimos años.

En cuanto a las inversiones de sus clientes, Raquel Blázquez afirma que “la personalización es un atributo esencial en el servicio de asesoramiento y gestión de inversiones de Ibercaja, como materialización de uno de los valores corporativos del banco, la cercanía. El objetivo es acompañar al cliente en su día a día, en su pla-»



nificación financiero - fiscal, adaptando las propuestas y carteras de inversión a las necesidades particulares del cliente, en función de su perfil de riesgo y horizonte temporal”.

Tecnología y sostenibilidad

» Ibercaja tiene un claro compromiso con la sostenibilidad, que se aplica de forma transversal en todas las áreas del banco. Este compromiso y la política de Responsabilidad Social Corporativa establece un marco de actuación responsable para contribuir a la mejora social, económica y ambiental de nuestras zonas de actuación y sirve de base para la integración de la responsabilidad social en el modelo de negocio del grupo.

Con respecto a la tecnología, “desde el equipo de inversiones de Banca Privada de Ibercaja llevamos varios años enfocando las inversiones de nuestras carteras asesoradas y de los mandatos de gestión delegada, en esta temática. Hace unos meses ya pensábamos que era una tendencia que ofrecía crecimiento a futuro y donde podíamos encontrar compañías de calidad con fuertes ventajas competitivas”, comenta Raquel Blázquez.

Perspectivas del sector

Desde Ibercaja, creen que los clientes cada vez discriminarán y valorarán más los servicios financieros que proporcionan un valor añadido. En este sentido, el asesoramiento y la gestión profesional de inversiones, cobran una especial relevancia en un entorno a futuro. Por ello, según explica Raquel Blázquez, “en los últimos planes estratégicos de Ibercaja, los esfuerzos y las inversiones realizadas por la entidad en este ámbito han estado centra-

dos en los servicios de especialización enfocados en los dos segmentos de crecimiento: la Banca de Empresas y la Banca Personal y Privada.

Mirando hacia delante, en una situación de relativa normalización de las economías, en la entidad creen que nos vamos a encontrar en un contexto de políticas monetarias muy acomodaticias durante un largo periodo de tiempo. En este sentido, consideran que el activo con más valor y atractivo para el inversor es la renta variable. Y ahí la clave será el posicionamiento en temáticas de crecimiento sostenibles a medio y largo plazo, que pueden salir reforzadas de esta crisis, como la digitalización y la inteligencia artificial entre otras.

Raquel Blázquez concluye diciendo, “en un momento como el actual, no descartamos ver de nuevo episodios de repuntes de volatilidad por cómo los gestores de fondos con los que trabajamos mantienen un enfoque conservador. De igual modo, nosotros tenemos un perfil cauto en la gestión de las carteras de nuestros clientes”.

- **Número de gestores:** 77.
- **Número de fondos seleccionados:** 220.
- **Número de clientes:** 9.000 grupos familiares.
- **Patrimonio total gestionado:** 6.500 mill €
- **Patrimonio mínimo para ser cliente:** 500.000 €
- **Plazas en España:** desde 16 plazas cubren el territorio nacional
- **Director de Inversiones:** Raquel Blázquez Alonso



SERVICIO DE TRADING PARA INVERSORES PROFESIONALES

LIVE STREAMING

Datos macro + Noticias no programadas en tiempo real + Análisis técnico

Terminal Profesional Bloomberg



Mercados de Futuros con cobertura diaria

(Live Streaming Vídeo)

Mini S&P 500 y Mini Nasdaq 100 | Dax | Euro Stoxx 50 | Ibox 35 | EuroStoxx Banks | VStoxx | Nikkei 225 | Bund, Bobl y Schatz | Crudo Ligero Dulce, Oro y Plata | EUR/USD | EURGBP | Spread 10-2 Tesoro norteamericano | Spread 10 años España - Alemania | Spread 10 años Italia - Alemania



El análisis es ejecutado por **Ramón Bermejo Climent** quien posee una dilatada experiencia desde 1993 como Propietary Trader y Analista de Mercados en distintas entidades financieras, dos de ellas top tier. También es Profesor de Fundamentos de Finanzas Corporativas en Icade E3-E2-E4 y Doctorando en la Universidad Pontificia Comillas.

MÁS INFORMACIÓN: <https://www.estrategiasdeinversion.com/suscripcion/servicio-trading-profesional>

TELÉFONO: 915747222



Value Investing: “Inteligencia Analógica vs Inteligencia Artificial”

En grandes líneas, el principio que rige el Value Investing consiste en identificar empresas cuyo valor intrínseco no se corresponde con el precio al que están cotizando en los mercados financieros. La capacidad de identificar esta infravaloración o malformación de precios reside en analizar e interpretar una información que el resto del mercado no dispone o no ha realizado todavía este ejercicio, o simplemente en tener una mejor visión sobre futuros entornos económicos y empresariales.

Los resultados en los últimos años y especialmente en los últimos meses de los principales fondos Value en España, nos obligan a cuestionar la validez de esta metodología de análisis y selección de activos como estrategia única de inversión. En este sentido, me gustaría hacer las siguientes reflexiones sobre su aplicabilidad en el actual entorno de los mercados financieros.

1. Que existan activos infravalorados, significa que el mercado financiero no es suficientemente eficiente para hacer el ajuste entre valor y precio. Un mercado es eficiente cuando el precio de un activo es una muestra no sesgada de su valor: el consenso del mercado, ante iguales condiciones de disponibilidad de información, fija un precio que tiene corres-

pondencia con su valor. Cada vez resulta más difícil encontrar asimetría en la disponibilidad de información en los principales mercados financieros.

2. La habilidad del analista en la visión sobre entornos futuros puede generar una ventaja competitiva pero, por el principio de eficiencia del mercado mencionado anteriormente, resulta cada vez más difícil. Esta ventaja podría surgir de modelos económicos y cálculos sofisticados, pero si el mercado no es capaz de entender el porqué de esos resultados, el ajuste de precios no se va a producir o, para la mayoría de inversores, se producirá demasiado tarde.
3. La dificultad de construir carteras suficientemente diversificadas con activos verdaderamente infravalorados, puede derivar en tener carteras concentradas en ciertos sectores, industrias o empresas. El resultado puede producir un elevado riesgo en términos absolutos y relativos. El riesgo relativo es consecuencia de que irremediamente el inversor compara el resultado de sus inversiones con respecto al benchmark de mercado.
4. En los mercados financieros existe una creciente disociación estructural entre las variables fundamentales de las empresas y los

movimientos de sus precios, provocados por la irrupción de inversores no racionales que basan sus decisiones de inversión en variables diferentes de las que son determinantes para el valor de una empresa. Esta situación que se ha puesto de manifiesto desde hace ya más de una década, tiene repercusiones que invalidan el value investing como única metodología de análisis y selección de activos para la construcción de una cartera.

En primer lugar, el análisis de las variables fundamentales y económicas de una empresa ya no es suficiente para determinar el posible ajuste futuro de los precios en los mercados. En segundo lugar, y de carácter más técnico, para el cálculo del valor intrínseco es necesario sustituir el concepto de coste de capital y su formulación (financiación del balance en un mercado eficiente), por el de rentabilidad mínima ajustada a riesgo exigible por los accionistas (MRARR).

5. Como consecuencia del punto anterior, los modelos de análisis tradicionales resultan insuficientes, por el gran volumen y complejidad de la información y de los datos que configuran el precio de un activo de renta variable en los mercados financieros.

Es por ello que a los fondos de inversión “Value Investing” les resultará cada vez más complicado obtener rentabilidades satisfactorias a medio y largo plazo, con un nivel de riesgo controlado.

Nos enfrentamos a un problema de entendimiento y gestión de una enorme cantidad de información que está influyendo en el precio de los activos. Adicionalmente a la información proveniente de los datos fundamentales de las empresas, existen miles de datos de distinta naturaleza que se generan diariamente y cada vez son más relevantes.

Es en este punto donde la Inteligencia Artificial permitirá a los gestores tradicionales dar un salto cualitativo, para poder añadir más información relevante sobre el comportamiento del precio de las empresas en los mercados financieros, agregando una nueva capa de valor a la gestión basada únicamente en el Value Investing. ■



José Luis Álvarez

Consejero - Director de
Inversiones de Danel Capital

 **ASEAFI**

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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



Implicaciones ESG de la pandemia de COVID-19 en la producción de alimentos

La pandemia de COVID-19 ha tenido un enorme impacto en la cadena alimentaria mundial. Las colas en los supermercados, la escasez de ciertos productos básicos y las dificultades para comprar respetando las medidas de distanciamiento han afectado a un amplio porcentaje de la población mundial. En cuanto a la producción, la imposibilidad de garantizar el distanciamiento o la falta de equipos de protección apropiados contra el virus, sobre todo en las plantas de procesamiento de carne, han propiciado el contagio entre muchos trabajadores y obligado al cierre de instalaciones. Por otra parte, el parón en la cadena de suministro comercial también ha provocado un mayor desperdicio de alimentos.

¿Cómo se ha visto afectado el suministro de alimentos?

Al igual que ocurre con muchas otras cadenas de suministro, los sistemas alimentarios son complejos y mundiales y, actualmente, están sufriendo diversas disrupciones:

- **Disrupción de las cosechas.** La agricultura depende en gran medida de mano de obra barata, aunque experimentada y flexible. El cierre de fronteras ha dificultado la contratación de estos trabajadores (procedentes, por ejemplo, de Europa central y del Este o de América del Sur) por parte de sus vecinos más ricos. A pesar de las exenciones que se han puesto rápidamente en marcha, como los programas de visados específicos, muchos agricultores temen que gran parte de sus cultivos se acaben echando a perder.
- **Disrupción de la producción.** La producción se ha paralizado por completo en muchas fábricas del mundo porque el personal se ha contagiado

o por la imposibilidad de cumplir con las medidas de distanciamiento. Las plantas de procesamiento y envasado de carne de cerdo, como las de las productoras estadounidenses Smithfield y Tyson, son algunos ejemplos.

- **Disrupciones del transporte y el comercio.** Algunos puertos no están funcionando como de costumbre, por lo que los envíos pueden sufrir retrasos o cancelaciones. Es posible que los trenes de mercancías o los camiones no puedan cruzar las fronteras, y algunos países han detenido todos los vuelos para frenar la propagación del virus.
- **Restricciones a la exportación.** Incluso si se sigue permitiendo el transporte, las restricciones a la exportación podrían alterar las entregas. Turquía, que produce un tercio de la oferta mundial de limones, ha limitado la exportación de este producto, mientras que Rusia, Ucrania y Rumanía son algunos de los países que han frenado la exportación de cereales. Aunque estas restricciones siguen siendo la excepción, sus efectos son perceptibles.
- **Cambio de la demanda comercial a la minorista.** Las pautas de consumo de alimentos han cambiado drásticamente, ya que ahora la gente come en casa en vez de comer en el trabajo o en los restaurantes, lo que significa que la demanda de alimentos ha rotado repentinamente del sector comercial al minorista. Sin embargo, las cadenas de suministro comerciales y minoristas muestran diferencias fundamentales en cuanto a la cantidad, el tamaño o los formatos de entrega y empaquetado, así como a los mecanismos de pedido, lo que significa que el exceso de demanda del sector minorista podría no ser suficiente para cubrir el exceso de oferta en el

sector comercial, provocando pérdidas de ingresos y desperdicio de alimentos.

Nuestro compromiso

Una de nuestras prioridades en materia de activismo accionario o engagement para 2020 gira en torno a los «sistemas alimentarios sostenibles», aplicable a nuestras inversiones en renta fija y renta variable y que abarca tanto a los productores como a los distribuidores y a los comercializadores de alimentos. La pandemia ha hecho que este objetivo resulte aún más importante. Aunque una pandemia está fuera del alcance de cualquier plan de contingencia normal, subraya la necesidad de llevar a cabo pruebas de resistencia de las cadenas de suministro y de contar con planes de continuidad del negocio eficaces, así como de establecer relaciones sólidas con los proveedores en lugar de depender de terceros.

Un área clave de nuestro engagement tiene que ver con la protección de los trabajadores. La cadena alimentaria es intensiva en mano de obra y se caracteriza por empleos mal remunerados y, a menudo, físicamente exigentes. Utilizaremos nuestra posición como inversores para abordar y analizar más a fondo los desafíos adicionales que ha generado la pandemia, como las dificultades para cumplir con las medidas de distanciamiento en las fábricas o en los supermercados.

Otro área en la que podemos influir son las instituciones financieras, fomentando que apoyen a los clientes comerciales del sector de la alimentación con medidas como subvenciones, moratorias hipotecarias o reestructuraciones de deuda.

Responsabilidad de los inversores y conclusión

La tarea de garantizar la seguridad alimentaria y la continuidad del sector es compleja y presenta grandes desafíos como la protección de los trabajadores, la transformación de las cadenas de suministro comerciales en minoristas y el apoyo financiero a los productores y a otros agentes del sector. El compromiso de los inversores es solo una pequeña parte de la solución pero, dada la magnitud del problema, es importante hacer lo que podamos.

Los inversores no son meros actores financieros sino, también, agentes sociales con una responsabilidad corporativa. Para poner fin al hambre y cumplir con el ODS 2, los programas de alivio de la deuda aprobados por el G20 deberán tener su réplica en los mercados de capital. En línea con lo que promueve el G20, los acreedores privados deben «explorar las opciones para suspender los pagos del servicio de la deuda» con el fin de aliviar los requisitos de pago inmediatos de algunas de las naciones más pobres, para que puedan centrarse en garantizar el suministro y la distribución de alimentos entre su población. ■



Nina Roth

Directora y analista en el equipo de Inversión Responsable de BMO Global AM



Sector salud ante el Covid-19: presente y futuro

La tasa de contagios por Covid -19 alcanza la cota de los 7 millones a nivel mundial en el momento de escribir este informe. Una pandemia que deja sobre la mesa muchos retos, especialmente en lo que respecta al sector protagonista de la crisis: el sector salud. Necesidad de inversión y financiación, de tener datos objetivos y de una regulación global son solo algunos de los desafíos que el sector cotizado español pone sobre la mesa para un futuro en el que también hay oportunidades.

Por **SILVIA MORCILLO** / Redacción

El 31 de diciembre de 2019, la Comisión Municipal de Salud y Sanidad de Wuhan (provincia de Hubei, China) informó sobre un agrupamiento de 27 casos de neumonía de origen desconocido con inicio de síntomas el 8 de diciembre. El 7 de enero de 2020, las autoridades chinas identificaron el agente del brote, un nuevo tipo del virus de la familia de los coronavirus que fue denominado SARS-Cov -2. Seis meses después de aquello el mundo cuenta con 7 millones de contagios y más de 400.000 fallecidos. La pregunta, sin haber dado por finalizada la pandemia, es si esto se podría haber evitado o hecho mejor. Desde el sector creen que si tuviéramos

que volver a escribir la historia de estos meses "deberíamos poder objetivar mejor los datos que llegaban desde China o cualquier otro país. Nos ha faltado una gobernanza más global y la OMS tenía que haber tenido un papel más relevante. Han faltado muchos datos, gestión, control y gobernanza", reconoce **Santiago de Torres, presidente de Atrys Health**.

Temas que forman parte de la discusión política, científica y social. "Creo que la Unión Europea ha fallado. La gestión que se hizo en Italia en los primeros compases de la crisis por parte de las autoridades y el resto de países, fue penosa. Todavía hay incógnitas por resolver como que haya países, como Alemania, que lo han hecho

mejor sin tener sistemas sanitarios mejores que el danés, el noruego o el holandés, donde las medias epidemiológicas son más próximas al Sur de Europa", asegura **Carlos Buesa, CEO de Oryzon** que destaca la lección que nos ha dado Portugal "que, con unos medios limitados y concordia común colectiva, ha tratado el tema de una forma más eficiente y menos erosiva emocionalmente".

En definitiva, una falta de previsión respecto a cosas muy básicas - equipos de protección individual, capacidad de diagnóstico.... - "de las que el país se tendría que haber dotado de forma previsible para afrontar la pandemia", asegura **Ignasi Biosca, CEO de Reig Jofre**. Un factor que pone de relevancia la necesidad de que Europa sea autosuficiente y en la que España puede jugar un papel importante porque en esta tecnología de gama media puede ser competitiva, tanto por tecnología como por costes de producción. "España no puede volver a estar al albur de que suministros vitales para la sanidad de la población estén a 2.000 km y expuestos a decisiones políticas de los gobiernos", asegura Buesa.

Un entorno que ha afectado a estas compañías, aunque menos que a otros sectores. ¿El motivo? Todos, directa o indirectamente, han trabajado en

la creación de medicamentos o tratamientos para frenar los efectos del coronavirus. Atrys Health se ofreció a tecnificar test diagnósticos, tanto PCR como serológicos, para empresas y residencias que ha compensado la caída de diagnóstico oncológico y además cuentan con una línea para diagnosticar informes de torax. Uno de los principales productos de Rovi, las heparinas de bajo peso molecular, se han demostrado eficaces en las coagulopatías generadas por el Covid-19; Oryzon está probando un fármaco en Fase II que tiene un componente antiinflamatorio potente que es seguro en población anciana y confían en que a final de año puedan tener una visión sobre si este fármaco es preventivo para evitar el deterioro de los pacientes del virus que desarrollen un síndrome respiratorio agudo. Reig Jofre ha suministrado, a través del programa de la agencia de distribución controlada, medicamentos inyectables muy básicos y necesarios de uso en UCIs para pacientes hospitalizados. Medicamentos fuera de patentes, viejos y que históricamente han suministrado compañías asiáticas pero que, con el cierre de fronteras, quedó desabastecido.

Necesidad de inversión y regulación global, dos de los grandes retos

Una situación que ha evidenciado, más aún si cabe, la necesidad de financiación e inver- >>



Carlos Buesa
Presidente de Oryzon



Ignasi Biosca
CEO de Reig Jofre



Javier López
Presidente de Rovi



Santiago de Torres
Presidente de Atrys Health



» sión en I+D por parte de los gobiernos. España apenas dedica un 1,24% de su PIB a esta partida, cuando la media de la UE es del 2,12% y en algunos países de la Unión Europea está por debajo del 3%. Una cuota baja que requiere no sólo más dinero, que también, "sino mecanismos para mejorar, fomentar y potenciar la inversión en España que, por otro lado, creo que es francamente competitiva y buena", asegura el directivo de Atrys Health. Desde Reig Jofre aseguran que invertir en I+D en salud es invertir en el principio de la cadena de la salud, y por tanto, del sistema. "Intentar regar el inicio de la cadena en I+D en salud al final revierte en servicios asistenciales, creación de valor y capacidad de industrialización. Esto es creación de puestos de trabajo de primera calidad, ahondar en la capacidad de poder exportar conocimiento o producción y es una inversión cuyo retorno es muy claro".

Y ligado a esto está la inversión en tecnología que requiere el propio sector porque hoy la salud o el abordaje de la sanidad sin tecnología TIC es incomprendible. Un sector en el que grandes plataformas tecnológicas, como Google, Amazon o Alibaba, han entrado confi-

gurando un nuevo mapa del sector salud. ¿Se imaginan a Google dando recomendaciones y haciendo un seguimiento de la alimentación y la medicación que debe tomar un paciente en Murcia? ¿Y que estos criterios sean diferentes a los de un paciente en Alicante, según los criterios de la consejería de sanidad de la región? Esto ya está ocurriendo. "La disparidad en la forma de abordar esto es tan enorme que como no seamos capaces de entender cómo trabajan estos gigantes tecnológicos será complicado. Es la gran paradoja de este mundo", dice Santiago de Torres.

Desde Rovi creen que el análisis de datos será clave, no sólo por parte de las grandes compañías tecnológicas sino incluso por las autoridades sanitarias. "Vamos a un mundo donde dentro de poco todos los datos de pacientes estarán en posesión de las autoridades sanitarias y se podrá comprobar la eficacia de tratamientos y no sólo para temas de seguridad y toxicología", asegura **Javier López Belmonte, Vicepresidente de Rovi**. Desde la industria creen que el sector tienen que conseguir traspasar el big data al sistema sanitario. "Son las administraciones las que tienen que ha-»

Investigamos para crecer en salud



www.rovi.es

» cer su propio big data y a veces tenemos que invertir en cómo anonimizar esos datos para que se puedan poner a disposición de las compañías para entender mejor cómo funcionan tratamientos, patologías...etc”, dice Biosca.

Algo que toca directamente de frente con la regulación, que siempre va por detrás de los avances tecnológicos y biológicos. En 1975 la conferencia de Asilomar fue un intento por discutir los posibles riesgos biológicos y de regulación de la biotecnología por parte de legisladores, éticos y científicos. “Esto se ha repetido con la explosión biológica pero el acceso al análisis de datos es tan exponencial que los problemas, posibilidades y oportunidades también ha crecido de forma exponencial”, asegura el CEO de Oryzon. Desde el sector creen que la regulación “tiene que ser más ágil y más global. Uno de los grandes problemas que tenemos en el mundo actual es que trabajamos a nivel global con regulaciones locales y eso genera una cantidad de contradicciones enormes”, dicen en Atrys Health. La tecnología está aquí, ha llegado para quedarse y hay que hacer un esfuerzo por parte de todos para hacer un diálogo inclusivo y ver cómo poner sentido común a esto.

Es un sector estratégico, defensivo y necesario para la economía. No invertir en salud está saliendo carísimo a los países

A nivel bursátil, sin duda es uno de los sectores protagonistas este año, consiguiendo caer menos que el índice mundial, el MSCI World, y las previsiones siguen siendo optimistas. Un sector en el que el Covid-19 “ha tenido un impacto coyuntural, no estructural, y al final volveremos a recuperar nuestra forma de funcionar y a nuestra base: que no será más que nuestra capacidad para sacar tratamientos, aportar soluciones sanitarias claras, diagnósticos y será la capacidad de innovar y poner productos en el mercado lo que marcará nuestro futuro”, dice el directivo de Reig Jofre. Un sector que se ha visto reforzado con la crisis actual pero que viene de un cambio de tendencia desde hace años “donde se ha visto que la tecnología en la salud es lo que ha cambiado. Hay un cambio de es-

tructura, el mercado busca crecimiento y éste viene de la tecnología, I+D y seguramente de la salud puesto que estamos en una sociedad cada vez más longeva que necesita más recursos”, dicen en Rovi. Un sector que cuenta con vientos de cola en próximos años y que además se verá favorecido por la salida de flujos de otros sectores que han sufrido mucho y que buscará las mejores oportunidades en el sector.

Una industria que se ha demostrado estratégica en la economía ya que “no invertir en salud está saliendo carísimo. Si calculásemos los costes de la pandemia a nivel mundial con caídas del 8-10% en los PIB, aumento del paro a tasas del 20-25%, freno de industrias productivas...es consecuencia de no haber invertido en sanidad a tiempo”, dice De Torres.

Cuatro reflexiones sobre el futuro del sector:

- **Santiago de Torres (Atrys Health):** “El Covid-19 ha puesto sobre la mesa la urgente necesidad de invertir en sanidad/salud y preparar a las sociedades del futuro ante pandemias como ésta u otras que vendrán”.
- **Javier López (Rovi):** “El Covid-19 sacado a la luz la necesidad de invertir en salud en el futuro y es algo que en Rovi llevamos haciendo años: invertimos para mejorar la salud de nuestros pacientes en el futuro”.
- **Ignasi Biosca (Reig Jofre):** “El Covid no ha enseñado que la prevención más allá de la curación irá a más; la amenaza de las enfermedades infecciosas es un hecho y, por último, tejido industrial kilómetro cero. Tener proveedores cercanos y tratamientos en momentos críticos es clave”.
- **Carlos Buesa (Oryzon):** “El sector ha evolucionado con dinamismo, eficacia, ofreciendo respuestas...y creo que la industria española tiene posibilidades de crecimiento internacional, hay una estructura de fondos de capital riesgo para financiar proyectos de crecimiento, esto se tiene que mirar y también la capacidad industrial instalada”. ■

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



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

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

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



CARLOS MIJANGOS | Director general financiero de Sacyr

«Esperaremos al otoño para decidir si pagamos el dividendo o no»

Carlos Mijangos, Director general financiero de Sacyr, nos explica cuál ha sido el funcionamiento de la compañía en un momento en que la actividad económica a nivel mundial está parada y los mercados de valores se han desplomado. La cotización de Sacyr no es una excepción. Por eso desde la compañía siguen intensificando la transparencia para tratar de eliminar incertidumbres y maximizar el valor de los accionistas.

POR RAQUEL JIMÉNEZ Y SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Los resultados del primer trimestre muestran la fortaleza del sector concesional del Grupo. En lo que llevamos de año, ¿podríamos decir que la actividad de esta división se ha desarrollado casi con total normalidad?

La actividad concesional ha seguido trabajando con normalidad. Las infraestructuras son consideradas actividades básicas para la sociedad y, en nuestro caso, la mayoría de los activos no están sujetos a riesgo de demanda y su remuneración se basa, en casi todos los casos, en criterios de disponibilidad. El perfil concesional que ha adquirido el Grupo, con muchos de sus activos bajo el esquema de pago por disponibilidad o con mitigación de riesgo de tráfico, hace que Sacyr se haya convertido en una compañía sólida, con ingresos estables, predecibles y con una gran capacidad de generación de caja.

¿Se han reactivado la totalidad de los proyectos de infraestructuras que se encontraban parados?

Actualmente operamos con razonable normalidad en los países donde llevamos a cabo nuestra actividad. Los proyectos están teniendo un comportamiento diverso ya que no son actividades fundamentales y, dependiendo del país y del proyecto, algunos clientes han solicitado interrumpir temporalmente algunas obras, que ya han sido reanudadas en su gran mayoría.

En España hay una notable ejecución de los proyectos tras la vuelta a la actividad del sector, habiendo estado únicamente afectado durante dos semanas. Y en el exterior nuestra actividad en Italia estuvo suspendida de forma parcial

durante dos semanas, aunque ya está totalmente reanudada. En Latinoamérica el impacto ha sido reducido, ya que son infraestructuras de interés nacional en su mayoría, y han sido los clientes los que puntualmente han decidido continuar o paralizar las obras.

A pesar del crecimiento de un 16% del EBITDA, el beneficio del Grupo ha caído un 16% en el primer trimestre. ¿A qué se ha debido?

Ante la incertidumbre del escenario actual, el Grupo ha decidido dotar una provisión de 30 millones de euros siguiendo un criterio de prudencia y ajustar el valor en libros de Repsol hasta 9,66 euros por acción. Estas dos medidas afectan al beneficio neto del Grupo, pero en ningún caso suponen una salida de caja.

¿Qué parte de sus ingresos ha venido a través de licitaciones públicas y cuáles del sector privado en estos tres meses?

La gran mayoría de nuestros ingresos viene de licitaciones públicas internacionales. El peso del cliente privado es poco significativo dentro de nuestra actividad.

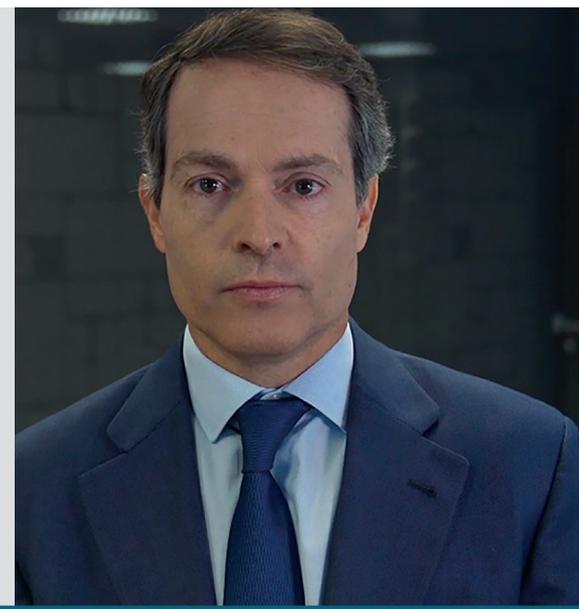
¿Cuáles son las previsiones con las que trabaja Sacyr para 2020-2021?

Maximizar la rentabilidad sigue siendo un claro objetivo para el Grupo y esperamos mantenerlo en los próximos trimestres junto al compromiso de la reducción de la deuda, que seguirá disminuyendo gracias a la capacidad de generación de caja. Las previsiones de tesorería del Grupo para 2020 muestran disponibilidad de



DATOS FUNDAMENTALES (31/03/2020)

- Beneficio neto: 32,2 millones de euros
- Free Float: 67%
- Capitalización: 826,8 millones de euros
- BPA: Estimado 0,219 (teniendo en cuenta 32,2 x 4)
- PER: 7,49
- Cuadro de dirección de la compañía:
Presidente y Consejero delegado, Manuel Manrique; director general Financiero, Carlos Mijangos; director general Corporativo, Miguel Heras; director general de Comunicación, Pedro Alonso; Consejero delegado de Sacyr Ingeniería e Infraestructuras, Pedro Sigüenza; Consejero delegado de Sacyr Concesiones, Rafael Gómez del Río; y Consejero delegado de Sacyr Servicios, Fernando Lozano.



liquidez sin tensiones, dado que una gran parte de la financiación tiene vencimientos en el largo plazo, habiéndose renovado deudas por importes menos relevantes durante el ejercicio. Además, hemos incrementado en 300 millones de euros las líneas de crédito disponibles con lo que quedarían sobradamente cubiertos los vencimientos de este año.

Dentro del actual escenario, y siempre guiándonos por un criterio de prudencia, el Grupo ha tomado otras decisiones como dejar en suspenso el pago del dividendo complementario que habitualmente paga en el mes de julio y esperar a otoño para decidir si se abonará, también según cómo evolucione la crisis, el comité de dirección dejará de percibir el 20% de su retribución variable.

¿Prevén caídas en su facturación ante una posible menor licitación de obras por parte de las administraciones?

Sacyr es cada vez más un Grupo concesional, cuyos proyectos que llevan asociados plazos muy largos (normalmente más de 25 años). Una menor licitación no va a suponer una caída significativa de la facturación del Grupo gracias a la sólida cartera de ingresos, que supera los 40.500 millones de euros. Además, en la división de Ingeniería e Infraestructuras el 51%

de la cartera proviene de las obras que ejecuta para los propios proyectos concesionales del Grupo. La cartera de obra, que alcanza los 7.358 millones de euros, garantiza 39 meses de actividad. En cuanto a la actividad de servicios, la gran mayoría son servicios esenciales para las ciudades y la sociedad (agua, recogida de residuos, tratamiento a la dependencia, etc.).

Las acciones de Repsol también están sufriendo la incertidumbre de los mercados en forma de volatilidad. ¿Su participación en la petrolera está totalmente protegida?

Sacyr tiene totalmente cubierto el riesgo financiero de su participación en Repsol ante bajadas del precio de la acción mediante tres estructuras de derivados financieros. En el primer trimestre la bajada significativa del valor en bolsa de Repsol no ha tenido ningún impacto en la caja de Sacyr.

Seguimos gestionando activamente esta participación para maximizar la inversión, así, en el mes de marzo, hemos reestructurado el derivado sobre 72,7 millones de acciones de Repsol, cancelando la PUT de 25,4 millones de acciones a 13,75 euros por acción y sustituyéndolo por un Forward a 13,75 euros por acción. En el mismo momento, se ha contratado un Call Spread para poder beneficiarse de la revalorización de la acción a partir de 8,5 euros por acción. ■



CLERHP mantiene su estrategia de crecimiento orgánico buscando oportunidades en nuevos mercados

El modelo de crecimiento y estrategia de Clerhp, unido a la gestión enfocada a la minimización del riesgo, optimización de recursos y la implantación de sistemas de calidad, ha llevado a la compañía a obtener en los últimos años crecimientos interesantes que le ha permitido proyectar estrategias de crecimiento en nuevos mercados.

Las cifras de 2019 presentan notables mejoras en las principales magnitudes financieras de Clerhp Estructuras. ¿Cómo valoran los números?

Desde nuestro punto de vista, es un gran resultado puesto que en el Plan de Negocio se tenía en cuenta la incorporación de una adquisición que no se ha realizado y todas las magnitudes que se logran, a pesar del parón de varias semanas que hubo en el último trimestre en Bolivia con motivo de las elecciones. Por ello, estamos muy satisfechos con la marcha de la compañía, la evolución que ha tenido en los diferentes mercados y la resistencia a imprevistos demostrada en 2019 y que, por desgracia, estamos testeando de nuevo en este 2020.

Han aplicado provisiones ante el Covid19, como medida de prudencia. ¿De qué cantidades estamos hablando?

Se han realizado deterioros por más de 270.000 €. Eso no quiere decir que sean deterioros irreversibles, pero la situación de COVID19 es muy impredecible y en función del comportamiento de algunos clientes hemos decidido deteriorar esos créditos.

¿La cartera de proyectos para este 2020 se mantiene intacta? ¿No se ha caído ninguno?

Por el momento, la actividad comercial continúa con una normalidad relativa. Mantenemos el contacto con clientes con los que ya estábamos trabajando; sólo han cambiado los canales de comunicación. Lo que no hemos podido hacer es captación de cliente nuevo. Entendemos que pronto volveremos a tener disponibles los canales habituales pero hemos aprendido la lección y estamos creando una estrategia digital para llegar a los clientes sin necesidad de acciones presenciales. No digo que el canal digital vaya a sustituir al canal tradicional, pero lo va a complementar para este nuevo entorno. De momento, los proyectos contratados siguen adelante y aquello en lo que trabajamos comercialmente parece que también, solo han cambiado las agendas.

¿Qué provisiones en ventas tienen para cada área geográfica en las que trabajan para este ejercicio?

Este año estamos trabajando en un escenario donde Paraguay supondrá un importante peso en las ventas, Bolivia bajará respecto a otros años y tendremos un incremento importante de Uruguay, así como la incorporación de algún nuevo mercado. España, a nivel construcción, será residual en un principio.

A raíz de la crisis generada por el Covid19, ¿no esperan impacto por la depreciación de las divisas en Latinoamérica?

Las divisas se están debilitando, si bien, nosotros tenemos los costes de las filiales en moneda local en su mayor parte. Los contratos de AT se hacen en dólares y cubrimos el riesgo con seguros de cambio. El impacto se va a producir y la cifra de ventas se verá afectada por la variación de tipo de cambio. También afectará a nivel de balance porque hay mucho activo contabilizado en moneda local. No obstante, esto no debe afectar a los márgenes ni al funcionamiento de la empresa ya que bajan los ingresos pero también los costes.

En la presentación de sus resultados, señalaban que mantienen las provisiones de cumplimiento del Plan de Negocio 2020-2021. ¿Cómo conseguirán que la crisis económica de la que todos hablan no les impacte?

En el Plan de Negocio estaba prevista la entrada de alguna operación inorgánica que aportaría ventas y EEBITDA. No descartamos que así sea, estamos trabajando en ello. No obstante, esperamos que la cartera de proyectos permita cumplir con el Plan de Negocio. Seguimos trabajando en ese escenario.

A nivel general, ¿cuáles son sus expectativas del sector en el que operan en España? ¿Podríamos hablar de una posible ralentización de la construcción en nuestro país a corto plazo?

En mi opinión, el sector va a sufrir, ya que venía un poco tocado incluso antes del COVID-19. Me refiero a las constructoras, no a las promotoras. En ejercicios pasados hubo varios concursos de acreedores de empresas de tamaño importante y las que pudieron salvar el año se han encontrado con esta crisis. Muchas lo van a pasar mal y el sector se va a depurar.

¿Cuáles son los planes de Clerhp a corto plazo para seguir creciendo?

CLERHP va a mantener su estrategia de crecimiento orgánico buscando oportunidades en nuevos mercados para crecer con el modelo de negocio que nos ha funcionado hasta ahora. Paralelamente, hemos iniciado una estrategia de digitalización de la compañía y los procesos más "core" para buscar aceleradores de crecimiento y reducciones de costes en el crecimiento. ■



Juan Andrés Romero

Presidente de Clerhp Estructuras

MATHIAS BLANDIN | Responsable España y Portugal para Financière de l'Echiquier

«Comunicación periódica, transparente y responsable nos identifica»

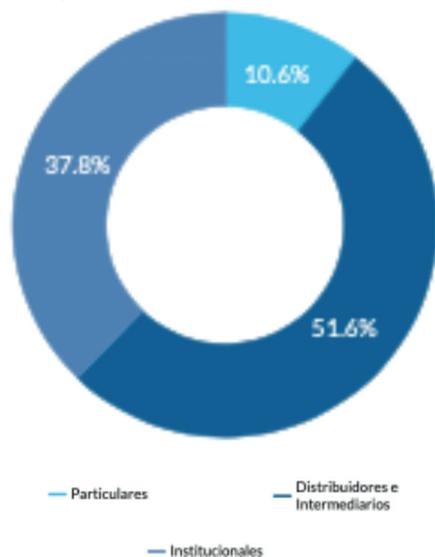
Mathias es un francés muy cosmopolita y un nostálgico de París, ciudad muy rica y donde todo el mundo puede encontrar su barrio paradisiaco. Para él, ese barrio es Montmatre, con sus bares y restaurantes, pero uno en especial al que solía ir con sus amigos, el bar “la Bascule”. Entre sus pasatiempos favoritos está el buceo ya que “a varios metros de profundidad en el mar, exploras sensaciones nuevas, adaptándote a un universo totalmente diferente, además de una manera de viajar y descubrir lugares exóticos”.

POR **CONSUELO BLANCO** / REDACCIÓN

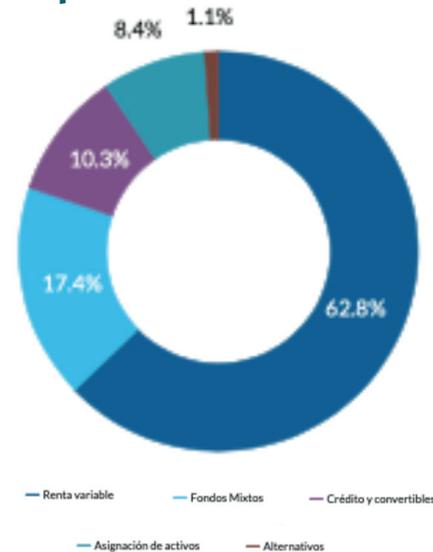
Es Diplomado en Magisterio de Banca y Finanzas y tiene el Master en Técnicas Financieras y Bancarias por la Universidad de París 2 Assas. Se incorporó en 2012 a La Financière de l'Echiquier después de trabajar en otras empresas como Calyon - Credit Agricole y EDF, pero su pasión es el financiero por su función en la dinámica económica, que se concretó al conocer a Didier Le Menestrel, fundador de la Financière de l'Echiquier (LFDE).

Creada en 1991, **La Financière de l'Echiquier es una de las gestoras de fondos de inversión independientes más importantes de Francia.** Debe su nombre a la localización de sus primeras oficinas, en la calle de l'Echiquier, que traducido al español quiere decir “tablero de ajedrez”. Al cierre de 2019 contaba con **9.500 millones de euros de activos gestionados**, 90% de ellos se gestionan mediante un enfoque ISR certificado. Dichos activos están desglosados de la siguiente manera:

Desglose de activos por tipo de clientes



Desglose de activos por tipo de fondo



Compromiso a largo plazo

La apertura de la sucursal española fue a final de 2018, aunque “ya estábamos presentes a través de Altair Finance, que desde 2010 distribuía nuestros fondos”, puntualiza Blandin. Como gestora boutique francesa, han empezado su desarrollo comercial en este país como en el resto donde están presentes hoy en día, desde París. Aunque la presencia en el país era una prioridad

interna y una necesidad para reforzar aún más la cercanía con sus clientes. “Es una **señal de compromiso de largo plazo** que permite reforzar la **confianza mutua que existe entre La Financière de l'Echiquier y el mercado financiero español.** “Estoy orgulloso de haber tenido esta oportunidad profesional y de actuar como el abanderado de LFDE en este país”, comenta Mathias.

La mejora en la actividad experimentada en 2019 y el mayor impulso en el posicionamiento institucional de sus fondos hasta ahora, aunque con una cierta ralentización en todas las industrias por la crisis del Covid-19, hace que los **activos en España representen algo más del 2,5% de los activos totales.**

Particularidades del negocio en España

El mercado español es un **mercado maduro, muy profesional y concentrado.** Sin embargo, es aún más prudente que otros mercados europeos, pero que poco a poco está cambiando y evolucionando, con un interés cada vez más fuerte hacia la renta variable.

Cabe aclarar que, “siempre recomendamos a los inversores: invertir a largo plazo (5 años para los fondos de renta variable) e invertir en varias veces lo que permite aprovecharse de los movimientos de los mercados”. Las fuertes caídas que hemos tenido en febrero y marzo, también conllevan oportunidades.

España es un mercado especial y complicado, ya que la competencia es mucha y muy fuerte. Si bien, hace unos 15 años sólo estaban las grandes gestoras internacionales, ahora hay muchas boutiques interesadas en participar del potencial de este mercado.

Otro tema muy importante para esta gestora francesa es la Inversión Socialmente Responsable, que está tomando un protagonismo destacado, y más aún ahora con la gestión de la pandemia. Si bien, era una temática con dilación en comparación a los países Nórdicos, Francia, Bélgica o Alemania, por ejemplo.

» Últimamente los **fondos de mayor demanda** e interés de parte de los clientes en España son **Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, Echiquier Positive Impact Europe y Echiquier Artificial Intelligence**. Son fondos con buen *track record*, batiendo de forma consistente a sus índices de referencia.

Por otra parte, Mathias cree que dentro de las **tendencias que van a ser más importantes de cara a futuro** se encuentran los temas relacionados con **Inversión Socialmente Responsable y la Inteligencia Artificial**.

Crecimiento futuro de LFDE en España y Europa

La Financière de l'Echiquier está ahora mismo en su fase de desarrollo internacional; esta razón y la buena dinámica ya comentada anteriormente, son el gran respaldo de la decisión de abrir la sucursal en España. La firma ya tenía presencia en otros países europeos como en Italia, Alemania y Suiza.

“Todo este desarrollo requiere tiempo, hay que establecer la marca, estar bien identificado con nuestras capacidades para que la industria pueda ver donde podemos aportar valor con nuestra oferta. **Las claves de nuestro crecimiento serán la sostenibilidad de los resultados de nuestros fondos, la calidad de nuestro servicio** y la coherencia de nuestro discurso, con nuestras recomendaciones”, puntualiza Mathias.

Son muy activos en la gestión ASG y en la inversión socialmente responsable. No es algo nuevo para La Financière de l'Echiquier, teniendo en cuenta que han creado su propia metodología de análisis ASG en 2007.

A partir de este momento desarrollaron su *expertise*, su compromiso y su filosofía de gestión ISR. Cuentan con cuatro personas en el equipo de gestión/análisis expertos y con dedicación exclusiva. Gracias al trabajo de este equipo, en 2018 integraron la calificación de los criterios ASG para todas las em-

presas que tienen en los fondos de la gama de LFDE. Desde hace varios años algunos de sus fondos tienen el sello ISR del estado francés, y desde el año pasado también de Bélgica y Alemania. “Estas certificaciones comprueban nuestro trabajo”.

Covid-19 y sus implicaciones

La crisis del Covid-19 es diferente de las anteriores. La última gran crisis financiera global fue la de la bancarrota de Lehman Brothers y las *subprimes*. La mayor preocupación entonces era saber si habría oportunidades profesionales en la industria o si había que reinventarse. Posteriormente, en Europa tuvimos la crisis del Euro, con el caso de Grecia y más recientemente hemos tenido el *crack* de los mercados durante el verano 2015, con preocupaciones sobre la situación de los mercados en China o el del verano 2018 con la fuerte depreciación de la Lira Turca.

Los riesgos siempre vienen de algo no identificado. Al inicio del año todo el mundo estaba comentando que teníamos un primer acuerdo entre EE.UU. y China con lo cual el tema de la guerra comercial estaba en proceso de ser resuelto. En Europa, el tema del Brexit estaba progresando también. Todo indicaba que íbamos a tener un año con muchas posibilidades de crecimiento, pero llegó el **Covid-19** y todo ha cambiado. Una crisis sanitaria que al inicio generó una **crisis de liquidez y de volatilidad** y que **se ha convertido en crisis socio-política con unos desencadenantes económicos que aún no se pueden calcular**.

Comenta que el CEO de Microsoft dijo hace poco que acabamos de tener 2 años de transformación digital en solo 12 meses! “Desde La Financière de l'Echiquier estamos **convencidos** desde hace mucho tiempo que **una de las tendencias más importante del futuro** está vinculada a la **Inteligencia Artificial** y con la **robotización, automatización**... Por ello, dado la situación actual, **nuestra principal idea de inversión sería nuestro fondo Echiquier Artificial Intelligence**”, finaliza Blandin. ■

Es el momento de reconectar

La tecnología te ha ayudado a levantarte todos los días. Te ha ayudado a trabajar y a entrenar. Te ha ayudado a aprender y enseñar, a compartir, a conectar. **Ahora es el momento de que eDreamsODIGEO te ayude a reconectar con tus seres queridos.**



eDreams ODIGEO

eDreams GOVOYAGES opodo travellink liligo

Partes del
cuerpo
imprimibles.

¿En serio?

En serio.

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

www.fondosfidelity.es/megatendencias



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

CS1043