

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

MAY-19
Nº 5

- ¿Momento de ser valientes o de cubrir carteras?
- Eficiencia y regulación, claves en el desarrollo de la industria renovable
- Entrevista Álvaro Antón Luna, Aberdeen Standard Investments

Análisis y Perspectivas

Los emergentes liderarán el crecimiento mundial

Inversión sostenible: Plantando las semillas del cambio

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

Marca la diferencia, contacta con Schroders.

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



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

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

Emergentes, sí o sí

El crecimiento de la clase media, el aumento del poder adquisitivo, la inflación o tener el poder de bajar tipos son algunas cualidades que los expertos destacan de los emergentes. Una región que ya es la mitad del crecimiento mundial y que tiene países como India o China que estarán en el podio del liderazgo mundial. Ese es quizás el primer punto del orden del día en la guerra comercial entre EEUU y China: quién tendrá la supremacía mundial en una década. Y no hay dudas.

Además, en pro de la región, está el hecho de que las acciones chinas tengan cada vez más representación en los índices mundiales lo que a su vez hará que las acciones de clase A en China tengan más visibilidad a ojos de los gestores, haciendo que cobren más protagonismo en las carteras a nivel mundial. Una retroalimentación que tendrá importantes consecuencias para la industria de gestión de activos.

Activos como la renta fija, respaldada por las políticas de los bancos centrales y las mejores condiciones de financiación externa de aquellos países sensibles a la moneda o con grandes cargas de deuda externa, deberían tener un respiro. Así que todo, a priori, son vientos favorables para ver a la región liderar el mundo en las próximas décadas.

Que disfruten estas páginas.



Silvia Morcillo Acero

Directora

Editor: Juan Ángel Hernández

CEO: José Ignacio Serres

Directora: Silvia Morcillo

Coordinación: Raquel Jiménez

Dirección de Arte: Javier López

Redacción: Pablo Gallén, Laura Piedehierro, Eva Pla

Análisis de Fondos: Consuelo Blanco

Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF

Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:

Juan Ramón Peña

jpena@estrategiasdeinversion.com

91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

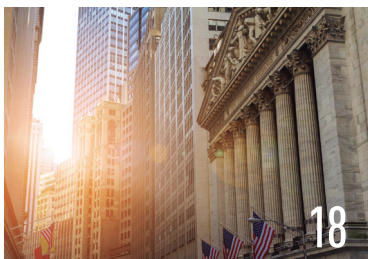
Tel.: 91 574 72 22 - Fax: 91 409 59 38

info@estrategiasdeinversion.com

Imprime: Scorgia & Fiesco



6



18



46



26



64

MAYO 2019 | Nº 5



CONTENIDOS

¿Por qué los emergentes liderarán el crecimiento mundial?

Reportaje por Silvia Morcillo

¿Hasta cuándo podría extenderse este ciclo alcista en la renta variable norteamericana? Diciembre de 2032

Macroeconomía por Ramón Bermejo

Ranking de fondos

Los mejores y peores del mes de abril

Entrevista a la gestora

JP Morgan AM

El fondo del mes

JPMorgan US Technology Fund

Una hora con... Sandra Crowl

Responsable del Comité de criterios ESG y miembro del Comité de Inversión en Carmignac

Estrategia y selección de activos para cubrir la jubilación privada

EAFIs por Miguel Angel Cicuéndez Luna

6

Selectores

Caser Asesores Financieros

18

Más allá del Ibex

Entrevista a Joao Penedo, director financiero del grupo Zardoya Otis

26

Tecnología e innovación

Por Silvia Morcillo

28

Entrevista final Álvaro Antón Luna

Country Head Aberdeen Standard Investments Iberia

30

36

44

46

60

64

76



Exclusivamente para
inversores profesionales/
regulados y cualificados



Generamos una
rentabilidad
positiva consistente
en todas las condiciones
de mercado

Pyrford Global Total Return (Sterling) Fund

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

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

Visítenos en el sitio web bmogam.com

BMO  **Global Asset Management**



De izquierda a derecha: **Carlos Arenas** (Renta 4), **Faris Hamadeh** (Aberdeen), **Gonzalo García** (Caser), **Silvia Morcillo** (Ei), **César Gil** (Bankia), **Luis Martín** (BMO Global AM), **Pilar García – German** (Fidelity).

Por qué los emergentes liderarán el crecimiento mundial

En 2050 China será la primera economía a nivel mundial pero antes, en 2020, las principales economías emergentes -China, India, Brasil, Rusia, México, Indonesia y Turquía- superarán al actual G-7 con un PIB superior al de las economías desarrolladas. Con esto encima de la mesa no extraña que EEUU intente frenar -vía guerra comercial- la inevitable supremacía económica de China. Pero eso no es todo lo que se juega la economía del Tío Sam. **Por Silvia Morcillo**

En 2019 China es la segunda economía, en términos de PIB, del mundo y todo apunta a que en apenas una década sea la primera. Ese es quizás el principal punto de debate entre Estados Unidos y China en la actualidad, pues “China ya no es el fabricante de bolis BIC sino que es un fabricante de alta tecnología que cada vez ofrece una mano de obra más cualificada y barata que la de los países desarrollados”, asegura **Gonzalo García Valero, responsable de asesoramiento financiero de Caser Asesores**. Algo que puede poner en alerta a

algunos países y gobiernos, como es el caso de Estados Unidos.

Una guerra comercial que “al final es el síntoma de una batalla por la supremacía en el mundo de cara a futuro”, sentencia **César Gil, responsable de fondos de fondos de Bankia fondos**. Este experto asegura que comenzó con el tema comercial pero las nuevas tecnologías que están dentro del Plan 2025 en China ha sido lo que ha puesto en el punto de mira al país asiático que, en términos de paridad del poder adquisitivo, ya es el número uno. Sin embargo, para **Luis Martín, responsable de**

ventas para Iberia de BMO GAM, “esto no es más que una batallita. La guerra comercial se va a librar de aquí a 20 años y solo hay un ganador: China. Por un motivo muy sencillo, China no tiene prisa. A Trump le queda un año o cinco y medio (depende de si vuelve a salir elegido en las próximas elecciones) como mucho pero en China no hay cambio y en su agenda parecen tener claro que quieren ser los reyes del mundo lo antes posible y tiene todo el poder para ser líder indiscutible en el futuro a nivel mundial”.

Una supremacía a la que ha contribuido la relevancia que está cogiendo la clase media de los países emergentes, como India, que está haciendo que el consumo siga siendo fuerte, lo que a su vez está haciendo que el impacto de la guerra comercial sea menor. El experto de Bankia cifra en 400 millones de personas la clase media de China, que es más de la población de EEUU que “da soporte a una demanda interna que podría llevar a un crecimiento más aislado del resto del mundo. Aunque será a futuro porque hoy por hoy el comercio exterior sigue siendo demasiado importante como para aislarse del resto de países”.

Unas economías (ya hablando de los países emergentes en general) que tienen una deuda

que no llega al 50% -cuando la de los desarrollados en muchos casos supera el 100% del PIB- que “cada vez son más independientes y que, apoyados en esa clase media, consumo y servicios, van a estar menos motivados con los países desarrollados”. Si se desglosa el total de deuda,

Faris Hamadeh, director Business development ibérica en Aberdeen Standard Investment,

reconoce que “desglosado por países, en China por ejemplo hay un porcentaje importante en deuda corporativa

pero hay muy poca deuda comparada con los emergentes o los desarrollados. Y eso es importante porque significa que tienen un poder adquisitivo alto y un potencial crecimiento de la economía doméstica”.

Y ¿si Estados Unidos entra en recesión? El que tendrá un problema será Europa, asegura el experto de BMO Global AM, que depende mucho más de Estados Unidos que los emergentes, sobre todo “los que tengan un mer- →

» La guerra comercial se va a librar de aquí a 20 años y solo hay un ganador: China. Por un motivo muy sencillo, China no tiene prisa





→ cado interno potente como China, India o Bangladesh". Sin embargo, países exportadores o con un déficit comercial muy fuerte como Turquía, Sudáfrica o Rusia, si Estados Unidos cae fuerte van a sufrir sobre todo "porque viven mucho más de las materias primas".

Lo que sí es un viento a favor es el freno que ha echado la FED a su normalización monetaria, especialmente en lo que es refiere a una estabilización del dólar, divisa en la que están financiadas muchas de estas economías. **Pilar García German, senior sales manager para España de Fidelity International**, cree que el dólar "no tiene mucho más recorrido y eso, unido a que los tipos de interés permanecerán bajos, son dos factores clave" al que se une, dicen desde Aberdeen, la posibilidad de que estas economías puedan bajar tipos, lo que hace que el entorno sea muy favorable.

Cuando se habla de regiones emergentes a menudo se pone el foco en China como la región que cuenta con un mayor potencial. Sin embargo, hay otras, como India, que están en

el podio por razones propias. Una economía que, a largo plazo, solo tiene factores a favor como "seguir con un programa de reformas ya empezado por Modi y ser una economía con buena situación macro, inflación controlada y que cuenta con compañías que tienen fundamentales de alta calidad", asegura la experta de Fidelity. India tiene un PIB per cápita que no llega a 3.000 dólares, está saliendo de la pobreza con lo que tiene potencial. Pero además, asegura Luis Martín, "a nivel de población, en 2030 o antes, India superará a China en cuanto a población mundial con lo que el recorrido de la clase media india es espectacular comparada con China". →

» Una supremacía a la que ha contribuido la relevancia que está cogiendo la clase media está haciendo que el consumo siga siendo fuerte, lo que a su vez está haciendo que el impacto de la guerra comercial sea menor

Sigla social: 25, rue de la Ville Elvée 75008 Paris Tél. 01 44 54 26 26 - Société de gestion de portefeuille - Agrement CFPDP-02 du 05/01/93 - Société Anonyme au capital 1 878 970 euros - 389 522 RCS Paris - Siret 389 522 00 04 - APE 6630 - www.groupama-am.com - Créteil 01/2017 - Agence Freestyle



**VISIBILIDAD
DE FUTURO**

**DECISIONES
FUNDAMENTADAS**

**MEJOR
SEGUIMIENTO
DE SUS INVERSIONES**

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

www.groupama-am.com



Groupama
ASSET MANAGEMENT

Gestor Activamente Responsable



Cuatro ideas de inversión en la región

- **Kweichow Moutai** es una de las compañías que forma parte del Aberdeen China Clase A es un fabricante de licor de arroz con una elevada calidad y bajo una marca que se vende a 240 dólares/botella con una elevada demanda doméstica.
- **Alía** es, a juicio de Fidelity, una compañía de servicios financieros que permite beneficiarse del crecimiento de la clase media que necesita préstamos, hipotecas...
- **Universal Robina** es líder en fabricación de bebidas y comidas que es una "máquina de generar flujos de caja", admiten en BMO Global AM al tiempo que destaca **Yum China**, compañía que gestiona marcas como Taco Bell, Pizza Hut o KFC en el país.
- **Tencent** "es el modelo de crecimiento de China en los próximos años", asegura el experto de Bankia. Una compañía que el gobierno incentivará para que no caiga, donde la política de accionistas está bastante avanzada y que antes o después capitalizará lo que están diciendo los ratios.

→ Una país que se juega mucho con las elecciones que se están celebrando en el último mes y que tiene factores en contra como una inflación que está por debajo del 3% pero más por los alimentos que por las materias primas, tiene mucha dependencia del petróleo y cuenta con un banco central indio que ha perdido "parte de su independencia tras los cambios de presidente", asegura el experto de Bankia. Unos "baches en el camino" que le hacen ser más cauto con la región.

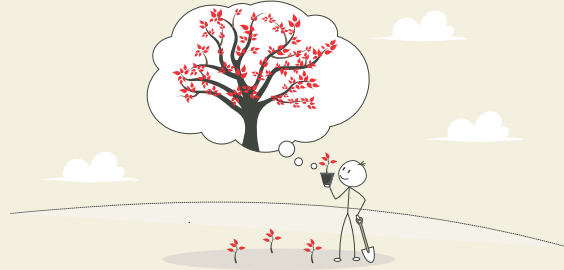
Saliendo de las dos principales potencias asiáticas, **Carlos Arenas Laorga, gestor de activos de Renta 4 Banca Privada** apunta a Indonesia "que ha hecho y continuará haciendo reformas, ha frenado al ala (islamista) más radical" o Vietnam como regiones con capacidad para destacar. En Fidelity ven oportunidades en Rusia, que tiene una macro fuerte, o Sudáfrica "que habrá elecciones y si se vuelve a elegir a Ramaphosa puede impulsar bastante la economía".

Y ¿qué ocurre con la parte emergente latinoamericana? El experto de Renta 4 apunta a economías como Chile, que es bastante dependiente del cobre pero tiene mucha estabilidad institucional "que es una pata que le suele faltar a muchos mercados emergentes o Brasil, con todas las reformas que se van a llevar cabo relacionadas con sistemas de pensiones, privatización de compañías públicas, eliminación de la corrupción...".

Criterios de selección de compañías o bonos en los que invertir

A la hora de seleccionar compañías que formarán parte de la cartera, estos expertos creen que es necesario aprovechar el crecimiento de la clase media con lo que es básico "invertir en los mercados locales que se puedan beneficiar de la demanda interna de la clase media", asegura Arenas. Compañías poco endeudadas, que puedan subir precios, con fuertes barreras de entrada y con previsibilidad alta en flujos de caja son algunos de los factores básicos a la hora de seleccionar valores. No en este, sino en cualquier mercado. Sin embargo, →

ODDO BHF Avenir Euro



Invertir en los líderes del mañana

Un proceso de inversión estable que ha dado excelentes resultados

- La gestión de la renta variable europea de mediana capitalización, fundamental en la estrategia de ODDO BHF AM
- Experiencia reconocida de 25 años en valores de mediana capitalización, uno de los mayores historiales del sector
- Filosofía de inversión estable, comprensible a lo largo del tiempo: el objetivo es invertir en empresas que, según nuestro análisis, pueden generar valor a lo largo de todo el ciclo
- Proceso de toma de decisiones de inversión conjunta, con un equipo de gestión de carteras al mando del fondo desde hace 14 años
- Baja rotación de cartera (media de aproximadamente el 30% registrada en el pasado)

Análisis fundamental: el ADN del Grupo ODDO BHF

- Equipo de gestión centrado en el análisis fundamental, con años de experiencia compartida
- Proximidad y reuniones frecuentes de los gestores de la cartera con las empresas

Cartera invertida en acciones de calidad

- Selección de empresas de calidad, rentables y con un nivel de deuda bajo comparado con el mercado
- Inversión en empresas europeas con alcance internacional, con un enfoque en empresas de la zona euro (75% como mínimo)
- Sin apuestas macroeconómicas, pero con una infrponderación estructural de varios sectores que generan poco valor y/o exclusivamente orientados al mercado interno, frente a una sobreponderación estructural en otros sectores que ofrecen más oportunidades de inversión, según nuestros analistas

CRITERIOS

- Además del análisis fundamental, el proceso de selección de ODDO BHF Avenir Euro tiene en cuenta criterios ESG (medioambientales, sociales y de gobierno corporativo)
- Se otorga una calificación ESG basada en nuestro propio análisis y en proveedores de datos externos

RIESGOS

El fondo ODDO BHF Avenir Euro está expuesto principalmente a los siguientes riesgos: **riesgo de pérdida de capital, riesgo de renta variable y riesgo asociado a la gestión discrecional.**

www.am.oddo-bhf.com

Fuente: ODDO BHF AM SAS.
Datos al 28/02/2019

Disclaimer

ODDO BHF AM es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. ODDO BHF AM es la marca común de cuatro sociedades de gestión jurídicamente distintas: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Alemania), ODDO BHF Private Equity SAS (Francia) y ODDO BHF AM Lux (Luxemburgo). Este documento tiene carácter promocional y ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. Su entrega a los inversores corresponde a cada entidad comercializadora, distribuidor o asesor. Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de suscribirse al fondo regulado por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF). 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. El valor de la inversión puede incrementarse o disminuir, y es posible que no pueda recuperar la totalidad de la cantidad invertida. La inversión debe realizarse atendiendo a sus objetivos de inversión, su horizonte de inversión y su capacidad de asumir el riesgo relacionado con la transacción. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS no se hace responsable tampoco de los daños directos o indirectos derivados del uso de la presente publicación o de la información que figura en la misma. La información se ofrece a título indicativo y está sujeta a cambio en todo momento sin previo aviso. Se recuerda que la rentabilidad histórica no es una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. La rentabilidad se indica una vez descontados los gastos, salvo los posibles gastos de suscripción cobrados por el distribuidor y los impuestos locales. 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. A partir del 3 de enero de 2018, cuando OBAM preste servicios de asesoramiento de inversión, tenga en cuenta que este seguirá prestandos de forma no independiente de conformidad con la directiva europea 2014/65/UE («directiva MIFID II»). Tenga en cuenta asimismo que todas las recomendaciones efectuadas por OBAM seguirán realizándose a efectos de diversificación. Los valores liquidativos que figuran en el presente documento se ofrecen únicamente a título indicativo. El valor liquidativo válido será el que figure en la notificación de operación y los extractos. Las suscripciones y los reembolsos de IIC se realizan a un valor liquidativo desconocido. El Documento de datos fundamentales para el inversor (en francés, inglés, alemán, italiano, español, holandés) y el folleto (en francés e inglés) se encuentran disponibles de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en am.oddo-bhf.com así como en los distribuidores autorizados. Los informes anual y semestral pueden obtenerse de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en su sitio web am.oddo-bhf.com, o bien mediante solicitud a ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH.

→ aunque en BMO intentan comprar compañías que no tengan deuda “si la tienen buscamos que sólo la tengan en la divisa en que genere su beneficio de este modo intentamos mitigar el riesgo divisa”. Y por otro lado, “no nos gustan las compañías que dependen del Estado ni compramos sectores cíclicos que dependan del ciclo global sino sectores domésticos”.

A la hora de invertir en deuda de estos países, la moneda local ofrece rentabilidades a diez años muy atractivas con lo que, unido a las buenas perspectivas de las divisas emergentes, la ecuación sale positiva. Claro que

depende del plazo del inversor. El experto de Aberdeen resalta la preferencia por la deuda gubernamental como corporativa tanto en divisa local como en divisa fuerte y resalta en este punto la fortaleza de los países frontera “que cuentan con una demografía muy atractiva, un crecimiento muy elevado en términos de PIB, un yield muy alto y una descorrelación muy importante con el bono americano. Por estos tres motivos creo que es una oportunidad de inversión interesante”, apunta mientras señala regiones como Centro América o de África subsahariana, como Zambia, en los que compensa el yield adicional. ■

HAN PARTICIPADO

 **Global Asset Management**

BMO Global Asset Management

- **Presidente:**
Kristi Mitchem
- **Año de fundación:**
1817 Bank of Montreal
- **Patrimonio bajo gestión:**
216.000 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:**
28

 **Fidelity**
INTERNATIONAL

Fidelity International

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

 **Aberdeen Standard Investments**

Aberdeen Standard Investments

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

 **ASSET MANAGEMENT**

Bankia Fondos (sociedad que opera bajo la marca de Bankia AM)

- **Director Corporativo de Banca Privada y Gestión de Activos:**
Ignacio Ezquiaga
- **Directora Gestión de Activos:**
Rocío Eguiraun
- **Año de fundación:** 1988 (2011 - cambio de denominación de Gesmadrid a Bankia Fondos)
- **Patrimonio bajo gestión (31/03/19):**
17.657 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 128

 **renta4banco**
BANCA PRIVADA

Renta 4 Banca Privada

- **Director:**
Gonzalo Nebreda
- **Año de fundación:** Renta 4 (1986), lanzamiento unidad Banca Privada (2008)
- **Patrimonio bajo gestión de Banca Privada:**
8.550 millones de euros (dato actualizado a 2018)
- **Número de fondos registrados en España:**
72 IICs (dato facilitado por Renta 4 Gestora)

 **asesores financieros**

Caser Asesores Financieros

- **Presidente:** Juan José Cotorruelo Gomez-Soubrier
- **Año de fundación:** 2018
- **Arquitectura abierta:**
comercialización de más de 10.000 fondos, renta variable, renta fija, planes de pensiones y seguros de ahorro.
- **Número de Fondos Seleccionados (Focus List):** 125

Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

BUSCAMOS LA EXCELENCIA EN LA INVERSIÓN

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

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

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



Telf.: 910 882 806

Mail: inversores@amiralgestion.com

www.amiralgestion.com/es

Suscríbese a **nuestro newsletter** en:

www.amiralgestion.com/es/newsletter



Elecciones en los emergentes: ¿dónde está el riesgo?

El mayor riesgo político para los inversores en mercados emergentes de cara a los próximos 12 meses no procede de dicho universo, sino de Estados Unidos, concretamente de las políticas comerciales propugnadas desde la Casa Blanca. Esta es la opinión de Federico García Zamora, gestor de la estrategia BNY Mellon Emerging Market Local Currency Debt, para quien incluso las elecciones en la India, Indonesia, Argentina y Sudáfrica palidecen en términos de relevancia en el contexto de la guerra arancelaria de Trump.

Hoy en día, el mayor riesgo procede de Estados Unidos, eminentemente de la Casa Blanca. El gobierno estadounidense ha iniciado renegociaciones con Canadá, México, China, la UE y Corea, las cuales se hallan en fases distintas. Las de Canadá y México parecen haberse concluido, se mantienen conversaciones con China, y el proceso con la UE parece estar entre ambas. Seguimos de cerca al índice de incertidumbre sobre política económica (EPU), y dichas guerras comerciales han sido el factor que ha elevado el malestar para los inversores en mercados emergentes.

En cambio las elecciones en el universo emergente pasan a un segundo plano en términos de su impacto probable en los mercados. Te-

nemos alrededor de 100 países en nuestro universo de inversión y, comparado con 2018, no creo que los cuatro o cinco grandes comicios que se celebran este año vayan a generar demasiado riesgo en la actual coyuntura. Tenemos elecciones significativas en la India, Indonesia y Sudáfrica, pero las dos más reñidas serán en Argentina y las pasadas en Ucrania; no obstante, su peso en el universo de renta fija emergente es marginal.

Esto no quiere decir que las elecciones carezcan de importancia, no quiero minimizar su relevancia a nivel doméstico. No me malinterpreten: una enorme cantidad de personas acudirán a las urnas este año y esto siempre es importante. Lo que quiero decir es que no consideramos muy probable que estas elecciones vayan a conducir a cambios en las políticas, incluso si sus resultados son sorprendentes.

Considero que los comicios de 2018 fueron mucho más significativos, con cambios de gobierno en Brasil y México. Aunque estos resultados generaron cierto grado de volatilidad, también apuntaron a una tendencia general interesante en el universo emergente, afirma.

Un ejemplo es Brasil, cuyo electorado pareció optar por la estabilidad al elegir como presidente a Jair Bolsonaro, que por lo ge-



neral evita el populismo fiscal de sus predecesores Lula da Silva y Dilma Rousseff. Con Bolsonaro, la gente ha elegido a alguien esencialmente ajeno a dicha tendencia populista generalizada, desilusionada por algunas políticas pasadas caracterizadas por una redistribución de la renta a través de la expansión fiscal, y a las que se ha culpado de generar pobreza e inseguridad. La percepción es que éstas han fracasado y que ahora el péndulo ha oscilado en la dirección opuesta.

» No consideramos muy probable que estas elecciones vayan a conducir a cambios en las políticas, incluso si sus resultados son sorprendentes

Otras elecciones importantes en este 2019 incluyen a la India y Sudáfrica. En el primer caso, García Zamora cree que se trata de una prueba importante para el gobierno de Narendra Modi, cuya victoria representaría continuidad política. No obstante, incluso si ganara el partido de la oposición (la Alianza Progresista Unida), ello no supondría un cambio enorme en la dirección actual del país.

De modo similar, los mayores riesgos en Sudáfrica tuvieron lugar en 2018 con la dimisión del presidente Jacob Zuma y la transferencia de poder a su sucesor, Cyril Ramaphosa. Si bien las próximas elecciones se consideran como una prueba de fuego para el Congreso Nacional Africano tras 25 años en el poder, Ramaphosa goza de popularidad en las encuestas y todo apunta a que logrará retener la presidencia. ■



Federico García Zamora

*Gestor de la estrategia
BNY Mellon Emerging Market
Local Currency Debt*

¿Qué significa el cambio de rumbo de China para los inversores europeos?

China fue el país más desarrollado del mundo durante más de 4000 años y solo hace 400 que perdió este estatus. Sin embargo, en los últimos 40 años el gigante asiático se ha esforzado para ponerse al día y ya ha adelantado al mundo occidental en muchas áreas. La pregunta que se hacen muchos inversores es cómo pueden beneficiarse de este escenario. En otras palabras, ¿cómo pueden los inversores juzgar qué cambios ofrecen actualmente el mayor potencial de crecimiento y cómo pueden utilizarlos para generar beneficios? Para responder a esta pregunta, hemos analizado las tendencias estructurales generales, los avances específicos de China y la orientación estratégica del país con el fin de poder tomar las mejores decisiones de inversión. Algunas tendencias interesantes las encontramos en los sectores de producción y consumo de energía.

Estrategia, innovación y energía

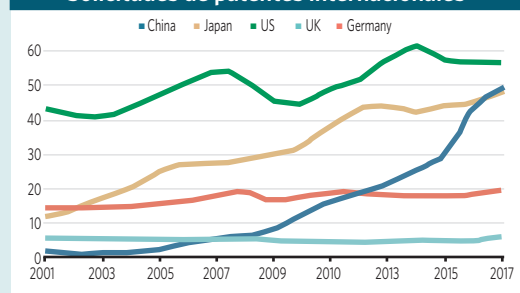
China es conocida por su planificación a largo plazo. Su objetivo estratégico para 2025 es mejorar la industria china y la calidad de los productos, además de avanzar en la automatización y digitalización. Para alcanzar sus objetivos estratégicos como fabricante líder a nivel

mundial de, por ejemplo, suministros de energía eléctrica, el Estado chino invierte anualmente un 2% de su PIB en proyectos innovadores como nuevas formas de producir energía alternativa. Es en el marco de este programa estratégico que debe considerarse el hecho de que se haya multiplicado por diez el número de solicitudes de patentes de China en la última década, ya que es una clara señal del mayor poder innovador y de la posición estratégica de China para cumplir sus objetivos a largo plazo.

Tendencias estructurales en la generación de energía

El tiempo que transcurre entre la invención, la solicitud de patente y la comercialización de la misma puede llevar bastante tiempo. Por ejemplo, la tecnología de almacenamiento de

Solicitudes de patentes internacionales



energía con baterías de iones de litio se inventó hace unos 80 años. Pero sólo alrededor de 2005 se había avanzado lo suficiente para que las baterías se pudieran producir a un precio suficientemente bajo y, por lo tanto, se pudiera generalizar su uso. Desde entonces, la reducción de los costes de producción ha sido rápida: sólo entre 2005 y 2017, el precio se redujo un 16% (de aproximadamente 1.300 a 209 USD). Esto permite a las empresas utilizar las baterías de iones de litio de formas novedosas y diversas.

Consumo de energía y otros consumos en China

China está siguiendo el ejemplo y está empezando a desarrollar y explotar las posibilidades de las baterías de iones de litio de diversas maneras. Actualmente se están construyendo instalaciones de producción de baterías para automóviles eléctricos, de modo que para 2021 se espera que el país asiático produzca el 70% de la producción mundial de estas baterías. En 2019 también se inició la construcción de la primera Gigafábrica de baterías en China. En vista del continuo crecimiento de China, es urgente buscar nuevas formas de generar energía, entre otras cosas para satisfacer la creciente demanda de electricidad del país. Para 2030, aproximadamente 9 de las 15 ciudades más grandes del mundo serán probablemente chinas. Estos eventos requieren enormes inversiones en la generación de energía.

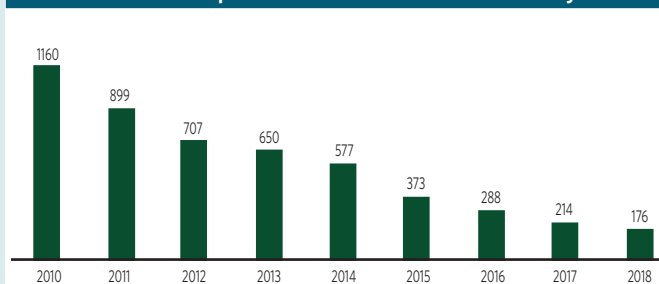
Al mismo tiempo, el poder adquisitivo de la población china también seguirá creciendo, ya que el volumen de activos privados en el país crecerá hasta un 180% en los próximos 10 años, hasta alcanzar casi 70 billones de dólares estadounidenses, sólo por detrás de EEUU, que alcanzarán unos activos privados estimados en 75 billones de dólares estadounidenses. Se trata de desarrollos que impulsarán el crecimiento no sólo en el sector energético, sino también en otros ámbitos como las transacciones financieras o los bienes de lujo. Las empresas que se beneficiarán de este crecimiento son gigantes chinos como Alibaba y Tencent, pero también fabricantes internacionales de artículos de lujo como LVMH, Kering y Canada Goose. ■



Frank Schwarz

Gestor de renta variable
global de MainFirst

Reducción de los precios de las baterías entre 2010 y 2018



¿Hasta cuándo podría extenderse este ciclo alcista en la renta variable norteamericana?

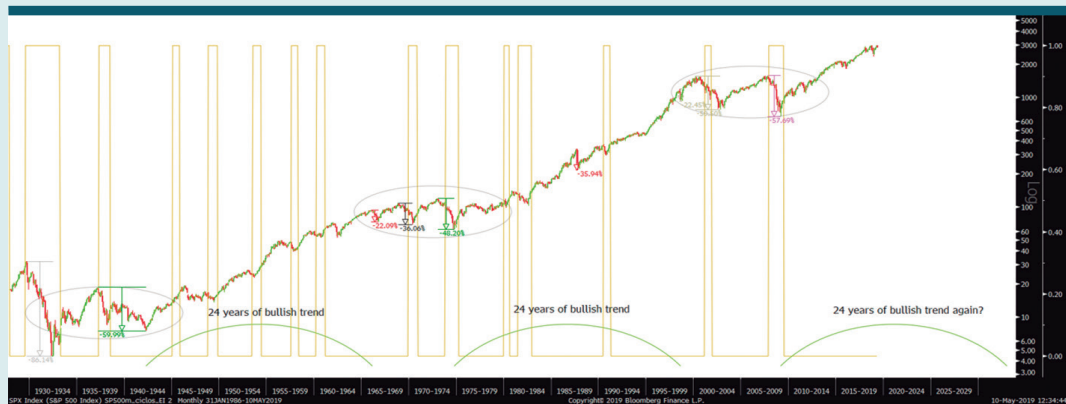
Diciembre de 2032

A fecha de 8 de mayo 2019 vamos a mostrar cual sería el resultado de aplicar sobre la serie mensual del índice S&P 500 y que exhibimos para una mejor observación en el gráfico adjunto en escala logarítmica, dos técnicas de *market timing* de manera conjunta que nos va a llevar a la siguiente conclusión y es que el índice S&P 500 podría persistir en la actual tendencia alcista hasta diciembre 2032, aun cuando la economía pudiera llegar a registrar en dicho lapso temporal algún periodo recesivo, pues no todas las recesiones tienen que alcanzar necesariamente la severidad y profundidad registrada entre diciembre 2007–junio 2009, noviembre 1973–marzo 1974 o agosto 1929–marzo 1933 puesto que también existen recesiones suaves llamadas *mild recessions*.

El interior de las columnas verticales en color amarillo que mostramos en el primer gráfico

| BUSINESS CYCLE REFERENCE DATES | | DURATION IN MONTHS | | | |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| Peak | Trough | Contraction | Expansion | Cycle | |
| Quarterly dates are in parentheses | | Peak to Trough | Previous trough to this peak | Trough from Previous Trough | Peak from Previous Peak |
| June 1857(II) | December 1854 (IV) | -- | -- | -- | -- |
| October 1860(III) | December 1858 (IV) | 18 | 30 | 48 | -- |
| April 1865(I) | June 1861 (III) | 8 | 22 | 30 | 40 |
| June 1869(II) | December 1867 (I) | 32 | 46 | 78 | 54 |
| October 1873(III) | December 1870 (IV) | 18 | 18 | 36 | 50 |
| March 1882(I) | March 1879 (I) | 65 | 24 | 99 | 52 |
| March 1887(II) | May 1885 (II) | 38 | 36 | 74 | 101 |
| March 1887(II) | April 1888 (I) | 13 | 22 | 35 | 60 |
| July 1890(III) | May 1891 (II) | 10 | 27 | 37 | 40 |
| January 1893(I) | June 1894 (I) | 17 | 20 | 37 | 30 |
| December 1895(IV) | June 1897 (II) | 18 | 18 | 36 | 35 |
| June 1899(III) | December 1900 (IV) | 18 | 24 | 42 | 42 |
| September 1902(IV) | August 1904 (III) | 23 | 21 | 44 | 39 |
| May 1907(I) | June 1906 (II) | 13 | 33 | 46 | 56 |
| January 1910(I) | January 1912 (IV) | 24 | 19 | 43 | 32 |
| January 1913(I) | December 1914 (IV) | 23 | 12 | 35 | 36 |
| August 1918(III) | March 1919 (I) | 7 | 44 | 51 | 67 |
| January 1920(I) | July 1921 (III) | 18 | 10 | 28 | 17 |
| May 1923(II) | July 1924 (III) | 14 | 22 | 36 | 40 |
| October 1926(III) | November 1927 (IV) | 13 | 27 | 40 | 41 |
| August 1929(III) | March 1933 (I) | 43 | 21 | 64 | 34 |
| May 1937(II) | June 1936 (II) | 13 | 50 | 63 | 93 |
| February 1945(I) | October 1945 (IV) | 8 | 80 | 88 | 93 |
| November 1948(IV) | October 1949 (IV) | 11 | 37 | 48 | 45 |
| July 1953(I) | May 1954 (II) | 10 | 45 | 55 | 56 |
| August 1957(III) | April 1958 (II) | 8 | 39 | 47 | 49 |
| April 1960(II) | February 1961 (I) | 10 | 24 | 34 | 32 |
| December 1969(IV) | November 1970 (VI) | 11 | 106 | 117 | 116 |
| November 1973(IV) | March 1975 (I) | 16 | 36 | 52 | 47 |
| January 1980(I) | July 1980 (III) | 6 | 58 | 64 | 74 |
| July 1981(III) | November 1982 (IV) | 16 | 12 | 28 | 18 |
| July 1990(III) | March 1991(I) | 8 | 92 | 100 | 108 |
| March 2001(I) | November 2001 (IV) | 8 | 120 | 128 | 128 |
| December 2007 (IV) | June 2009 (II) | 18 | 73 | 91 | 81 |

(Fuente: NBER)



delimita las zonas donde históricamente ha habido recesión desde 1927 de acuerdo con los criterios de la NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica) <https://www.nber.org/>, que es el árbitro de los ciclos económicos en EEUU. Es necesario señalar que para la NBER el ciclo económico sólo tiene dos fases: expansión y recesión, tal como mostramos en la tabla adjunta. Las líneas horizontales del primer gráfico desde donde emergen dichas columnas representan las fases de expansión.

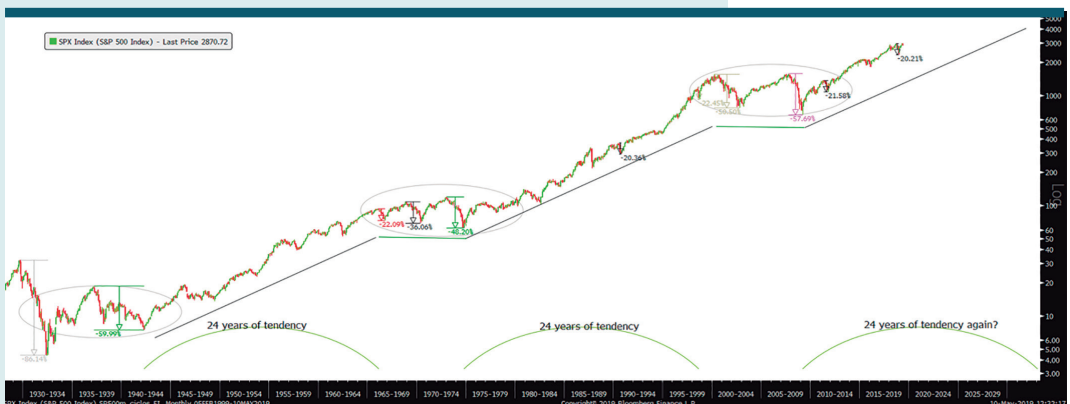
Veamos en que nos basamos para llegar a este diagnóstico: en primer lugar, nótese como desde 1927, fecha de inicio de la serie histórica, el mercado está alternando periodos laterales y tendenciales y a esta pauta de comportamiento reconocible e identificable le vamos a denominar patrón de alternancia tendencia-lateralidad-tendencia. Adicionalmente observamos que las fases tendenciales se extienden durante 24 años (abril 1942-febrero 1966 y octubre 1974-junio 1998), lo que nos lleva a la conclusión que la fase tendencial iniciada en marzo 2009, bajo la hipótesis de que la historia se repite a sí misma, podría encontrar continuidad hasta diciembre de 2032. La dinámica del patrón alcista que queremos poner de relieve se observa con diáfana claridad en el segundo gráfico adjunto.

Ahora se hace necesario señalar lo siguiente: como fácilmente se puede colegir de la observación de la serie mensual adjunta, vemos que estas dos fases tendenciales pasadas presentan a su vez movimientos coyunturales de profundidad limitada en contra de la tendencia principal, tal como los que describe la iniciada en marzo 2009, por lo que debemos esperar -si la historia se repite de nuevo- que en dicha trayectoria alcista podríamos encontrarnos con fases recesivas suaves como la registrada entre julio 1990 y marzo 1991 que únicamente supondrían un periodo transitorio en contra de la tendencia alcista, tal como ocurriera también entre enero y julio 1980 o en cuatro ocasiones entre abril 1942 y febrero 1966. ■



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





Mercados Emergentes: Focalizar en nombres locales y en el universo del consumo

¿Son los mercados emergentes una promesa incumplida? No para Robeco. El fondo **Robeco Emerging Markets Equities** se ha superado sistemáticamente desde su lanzamiento en 1994. Sus rendimientos también han sido sólidos en términos absolutos, y la estrategia ha generado casi el 8% anual desde su inicio, en comparación con un rendimiento de referencia cercano al 6%¹.

Los dos impulsores clave de su rendimiento, la asignación por país y la selección de valores, han permitido que el fondo se haya mantenido con éxito durante los últimos veinticinco años. El jefe del equipo de Mercados Emergentes (ME) de Robeco, Wim-Hein Pals, nos lo explica.

Focalizar en la asignación del país y la inclinación por el valor

El punto de partida del fondo es la asignación por país. Luego sigue la selección de valores. Esto refleja la filosofía de sus gestores; las diferencias fundamentales entre los países emergentes siguen siendo una fuente importante de alfa. “Nuestros colegas comienzan con la selección de valores y luego aplican la superposición del país”, dice Pals.

La selección de valores del fondo, de abajo hacia arriba, se basa en un análisis en profundidad de la empresa que está basado en la investigación fundamental, la integración de criterios ASG y la investigación cuantitativa. Para el proceso de selección, “el enorme beneficio de las inversiones en ME es la atractiva valoración de los países emergentes en comparación con los desarrollados”, comenta Pals. “Por lo tanto, la cartera se inclina en la selección de valores que aporten rendimientos sobre activos por encima de la media.”

Mejora cuantitativa e integración de criterios ASG

Desde su lanzamiento en 1994, el fondo **Robeco Emerging Markets Equities** ha alcanzado dos hitos cruciales. El primero fue la mejora cuantitativa, la aplicación de un modelo cuantitativo al proceso de selección de valores desde 2001. “Esta decisión añadió estabilidad a los resultados de la selección de valores, facilitando menor cantidad de valores atípicos y también menor volatilidad”, confirma Pals.

El segundo hito tuvo que ver con la Integración de los criterios ASG. “Aprovechando los datos proporcionados por nuestra firma hermana, **RobecoSAM**, comenzamos la integración en 2001, y para 2011 ya era parte integral del

proceso, lo que ha ayudado a mejorar los rendimientos para nuestros clientes”, agrega Pals.

Un factor clave: consumo discrecional

“Todo sobre el universo del consumo en ME es clave”, dice Pals. “Dentro de este universo, el fondo se centra en el consumo discrecional en lugar de productos básicos de consumo. Estamos bastante infraponderados en estos últimos, ya que tienden a estar caros. El sector de consumo discrecional, por otro lado, ha tenido una sobreponderación estructural durante años, lo que se traduce en muchos mejores ratios de relación precio-beneficio y precio-valor contable”, dice Pals.

Fuerte enfoque en Asia

Con la asignación de países como punto de partida, la estrategia está orientada principalmente hacia Asia, que representa dos tercios de la cartera. De los países asiáticos, China domina. Pals cree que la reciente inclusión parcial de las acciones de clase A chinas en el índice MSCI EM significa que el peso relativo del país solo hará que aumentar.

Cambios en el posicionamiento del sector

A lo largo de los años, la clave del cambio estratégico ha sido ir aumentando el peso del sector de las TI. “Las TI se han convertido en uno de los temas más importantes en los mercados emergentes”, afirma Pals. El sector de las TI también ha evolucionado, especialmente en China, donde el enfoque se ha alejado del hardware y más hacia el software y el comercio electrónico.

Perspectiva positiva para los ME

El universo ME muestra actualmente un crecimiento superior del PIB en comparación con el de los mercados desarrollados, pero ese no es el único factor. También, muestra un mejor crecimiento de los beneficios, lo que, según Pals, ofrece perspectivas muy positivas. En muchos países emergentes, este crecimiento se correlaciona cada vez más con el del PIB. “Por ejemplo China, donde las empresas ahora tienen una mejor comprensión de cómo generar rendimientos para los accionistas”. El tercer impulsor que hace atractivo a los ME es el ángulo de valoración. “Los ME ofrecen ahora un 30% de descuento a los MD”, dice Pals, y agrega que la situación actual es verdaderamente única. “Esta diferencia es insosteniblemente alta, ya que históricamente el descuento promedio ha sido de alrededor del 10%. Pero esto se irá reduciendo a los niveles que hemos visto en el pasado”. ■



Wim-Hein Pals

Jefe del equipo de Mercados Emergentes de Robeco

¹ Fuente: Robeco. D-share, gross of fees. In reality, management fees and other costs are charged. These have a negative effect on the returns shown. The value of your investments may fluctuate. Results obtained in the past are no guarantee for the future.



Después de la tormenta, llega la calma

A pesar de los débiles datos económicos registrados desde finales de 2018, especialmente en Europa, y de la proximidad a una inversión de la curva de tipos estadounidense, es probable que el crecimiento global se acelere en el segundo semestre de 2019.

El pasado mes de marzo fue un periodo de subida en los mercados de renta variable y especialmente en el mercado estadounidense, con un alza del 1,8%. En lo que va de año el avance roza el 14%, en el que ha sido mejor trimestre desde el tercer trimestre de 2009.

Marzo fue un buen mes también para la zona euro, pero con grandes diferencias entre sectores. Destaca el contraste del crecimiento del 7% en el sector de bienes de consumo en comparación con la caída del 5% en el sector bancario. Por su parte, Japón ha tenido una evolución algo decepcionante, al registrar una rentabilidad plana durante el tercer mes de 2019.

Esta evolución se ha visto reflejada en los múltiplos de valoración, que siguieron aumentando en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa, pero disminuyeron en Japón. A 17,1x, el precio-beneficio actual del mercado estadouniden-

se roza su media a cinco años (17,3x), mientras que las valoraciones europeas (14x) continúan claramente por debajo (media de 15,2x a cinco años). Las valoraciones del Nikkei obtuvieron los resultados más negativos, situándose en los 15,5x, frente a una media de 17,3. El crecimiento del crédito, motor clave de la dinámica de crecimiento de la economía china, ha dejado de ralentizarse y debería impulsar el comercio mundial en el segundo semestre del año. Europa se beneficiará de esta tendencia y de la reciente mejora significativa de las condiciones financieras.

Estos datos reflejan que el crecimiento de Estados Unidos sigue fuerte, debido a la continua solidez del consumo, la recuperación del sector de la vivienda y los recientes incrementos de la productividad por encima del crecimiento de los salarios reales. Sin presiones inflacionistas, el riesgo de recesión en 2019 queda descartado. Los riesgos políticos no han desaparecido (ante todo, el Brexit) y podrían ocultar un temblor incipiente. Pero en este sentido también ha habido avances y parece probable que China y Estados Unidos alcancen un acuerdo sobre los aranceles.

En cuanto se recupere el crecimiento global, probablemente a mediados de año, sería re-

comendable reducir la exposición a la renta variable estadounidense y apostar por una mayor rotación en favor de la renta variable internacional, especialmente la europea y de los mercados emergentes.

Desde el punto de vista sectorial, es hora de recoger ganancias de los sectores defensivos, especialmente de alimentación y bebidas, que han alcanzado valoraciones estratosféricas, en favor de los valores más cíclicos. Los valores financieros recobrarán brío cuando los rendimientos se recuperen y el crecimiento se acelere. Esperamos pacientemente esta señal. Puede que provenga de medidas de flexibilización del BCE sobre el excedente de reservas, aun cuando el impacto positivo se sintiera más en Alemania o Francia que en Italia, por ejemplo.

Los mercados emergentes de renta variable siguen gozando de nuestro favor, debido a factores relativos de valoración, gobierno corporativo y diferencial de crecimiento del beneficio por acción. Tras una fuerte revisión a la baja del crecimiento de los beneficios desde el cuarto trimestre, las últimas semanas permiten augurar que la mayoría de las revisiones se realizaron con un crecimiento esperado del 6% en Europa y del 4% en Estados Unidos para 2019.

En lo que respecta al Viejo Continente, los índices europeos prosiguieron con la tendencia iniciada a finales de diciembre y volvieron a subir. El mercado sigue esperando un desenlace más favorable de la crisis comercial entre China y EE. UU. Los valores defensivos y de crecimiento repuntaron, ante la perspectiva de un entorno de tipos europeos que vuelven a rozar sus mínimos históricos de 2016. El repunte bursátil del principio del año se deben en buena parte al cambio de discurso de los bancos centrales (Fed, BCE).

La perspectiva de vuelta a un entorno económico más tranquilo alienta la esperanza de una estabilización del crecimiento mundial. Aunque los datos macroeconómicos confirmaron algunos indicios positivos, podría iniciarse una rotación sectorial en favor de los valores más cíclicos. Sobre todo, porque la diferencia de valoraciones entre los valores de calidad/crecimiento y los valores más cíclicos continúa en un nivel históricamente elevado.

Habrà que estar atentos a las presentaciones de resultados del primer trimestre. Los últimos datos arrojados por las empresas son algo mejores de lo esperado, y podrían dar lugar a un aumento de las expectativas durante el resto del año, tras las revisiones masivas realizadas recientemente, siempre y cuando no descarrilen las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. ■



Laurent Denize

Co-CIO global de Oddo BHF AM



Bonos del segmento *mid yield* para un entorno de bajos tipos de interés

El exceso de liquidez en el sistema y la búsqueda de rentabilidad están provocando un estrechamiento en los diferenciales de crédito en Europa. Los dos principales bancos centrales están inmersos en una fase de expansión monetaria en un momento en el que la economía mundial aún sigue creciendo, aunque a un ritmo más moderado. Estos dos factores en conjunto proporcionan un impulso a los mercados y el crédito corporativo fue el principal beneficiario de este entorno.

Los bancos centrales continúan apoyando

El Banco Central Europeo (BCE) presentó en marzo un importante paquete de medidas destinadas a apoyar al consumidor; un movimiento que ha generado un cambio en la orientación de los tipos de interés. De hecho, el Consejo de Gobierno espera ahora mantener sin cambios los tipos de interés oficiales al menos hasta principios de 2020. La reunión del BCE de abril no trajo ninguna noticia importante en cuanto a la perspectiva económica del Consejo de Gobierno y ningún detalle sobre los aspectos técnicos del TLTRO-III. Sin embargo, el presidente del BCE, Mario

Draghi, envió un mensaje importante a los mercados al confirmar que la institución aún tiene suficientes opciones y que no ha agotado su margen de maniobra.

Draghi nos recordó que el BCE no toleraría un régimen de inflación más bajo debido a los efectos secundarios negativos que un entorno de este tipo generaría a la economía. Las modalidades del nuevo TLTRO-III podrían anunciarse en la reunión de junio, cuando el Consejo de Gobierno disponga de proyecciones macroeconómicas actualizadas. En cuanto a la posibilidad de imponer una jerarquización en los tipos -aunque nunca se ha hecho referencia explícita a ellos como "niveles", sino más bien como instrumentos de mitigación-, el Consejo de Gobierno ha iniciado un proceso para determinar en qué medida se ha visto afectada la rentabilidad de los bancos por los tipos negativos de los depósitos en los bancos centrales nacionales. Esperamos que se implementen estas tasas escalonadas, ya que sería positivo para los bancos en Europa. Por lo tanto, es probable que se mantengan estas condiciones generosas ya que apoyan al consumidor y sostienen el ciclo económico. Esto, a su vez, seguirá impulsando la demanda de crédito.

La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) anunció en abril una política muy *dovish*, lo que confirma nuestra opinión de que la institución ya ha terminado con la subida de tipos de interés para este ciclo. La FED también detendrá la reducción de su balance y ha comenzado a comprar 15.000 millones de dólares más en bonos del Tesoro desde mayo. Esto ha aumentado la liquidez en dólares estadounidenses, lo que ha generado un exceso de liquidez en el sistema. Curiosamente, en la reunión del Comité del Mercado Abierto (FOMC) de marzo, la autoridad monetaria pareció más centrada en el riesgo de una caída de la economía doméstica que estaría provocada más por la persistente ralentización del gasto y una posible caída brusca de los estímulos fiscales, que por los considerables efectos negativos derivados de una desaceleración en Europa y China. En efecto, el gasto de consumo de EE.UU. fue débil en el primer trimestre y esperamos que el consumidor lo haga mucho mejor en el segundo. Pero, mientras persistan las preocupaciones sobre los riesgos internos, es poco probable que FOMC adopte una postura política más agresiva, y las rentabilidades deberían seguir comportándose bien.

Por lo tanto, al crear de nuevo un exceso de liquidez, creemos que tanto la FED como el BCE deberían tener éxito en la prolongación de los ciclos económico y crediticio. También nos sentimos cómodos con el hecho de que el consumidor haya vuelto a gastar a ambos lados del Atlántico. El cre-

» El crecimiento del crédito en Europa debería mantenerse, ya que Draghi ha confirmado una financiación barata hasta 2023, lo que a su vez también debería apoyar el gasto de los consumidores

cimiento del crédito en Europa también debería mantenerse ya que Draghi ha confirmado una financiación barata hasta 2023, lo que a su vez también debería apoyar el gasto de los consumidores. Todo esto debería asegurar que el entorno de crecimiento económico lento persista. Recordamos que para que el *spread* de crédito continúe rindiendo, todo lo que se requiere es un crecimiento moderado, no un rápido repunte. Además, el sentimiento actual

y/o el panorama técnico deberían apoyar la oferta de productos de diferencial en Europa, ya que las rentabilidades negativas han empezado a reaparecer de nuevo. Esto debería ayudar a superar las preocupaciones de crecimiento que han desarrollado los inversores de crédito. El mercado crediticio europeo sigue siendo atractivo y no estaríamos luchando contra ambos Bancos Centrales en este momento. ■



Mondher Bettaieb

Director de Bonos Corporativos
de Vontobel AM



Ranking de fondos: Sell in May and go away?

Todo parece indicar que los inversores han decidido hacer caso al refrán anglosajón de “sell in May and go away”, ya que a pesar del buen comportamiento de los mercados, los fondos de inversión españoles volvieron a sufrir reembolsos netos, revirtiendo las suscripciones de febrero y marzo, según datos adelantados de Inverco.

Las salidas alcanzaron los 254 millones de euros, con lo que en el año ya acumulan 768 millones de euros de reembolsos. Como ya se viene observando en varias ocasiones, el goteo de salidas de los fondos de retorno absoluto (tan fuertemente comercializados hace un par de años) continúa y alcanzan ya los -1.450 millones.

Sin embargo, es curioso ver que clases de activos con excelente desempeño mensual y acumulado, como la renta variable internacional (+3,74% y +15,36% respectivamente) presentan reembolsos significativos y casi de igual magnitud que los de rentabilidad absoluta (-226 millones en el mes y -1.364 millones en el año). De igual modo, la renta variable nacional sufre la huida de los inversores, cuando la rentabilidad es la segunda mejor en términos acumulados. Puede ser que el factor político pesara en esta ocasión, pero habrá que ver la evolución en los meses venideros. En este mismo sentido se ven afectadas la gestión pasiva (-147 millones) y la renta variable mixta (-68 millones).



A pesar de las salidas experimentadas, el buen tono de los mercados contribuye a que la industria de fondos de inversión española mantenga crecimientos patrimoniales, alcanzando los 269.000 millones, 4,3% por encima del nivel alcanzado en diciembre, pero aún 1,5% por debajo del máximo de 2018.

Por tanto, el mayor incremento de activos gestionados es en la renta variable interna-

cional con un crecimiento del volumen de activos de 966 millones más en abril y 3.182 millones acumulados en el año. Le siguen los fondos globales (628 millones de euros de crecimiento de patrimonio en el mes, acumulando ya los 2.701 millones de euros de crecimiento); y los garantizados, con incremento de 43 millones de euros.

La Renta fija es caso aparte, porque el incremento patrimonial del mes se debe en parte al trasvase a esta categoría de varios fondos monetarios, por la entrada en vigor, el 9 de abril, de la nueva circular europea que modifica la vocación inversora de los fondos monetarios, y cuya finalidad es proteger a los inversores ante la falta de liquidez que puedan sufrir estos instrumentos en periodos de reembolsos masivos.

En este sentido, se sustituyen las actuales denominaciones de monetarios de corto plazo por: fondos del mercado monetario (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública; FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad; FMM a corto plazo de valor liquidativo variable; y FMM estándar de valor liquidativo variable. Consecuentemente, y dada la heterogeneidad que hay según la duración de la cartera de fondos en la categoría de Renta Fija Euro, la CNMV recoge las siguientes categorías: Renta Fija euro corto plazo y Renta Fija euro. ■

Por Consuelo Blanco.

| SUSCRIPCIÓN NETAS POR CATEGORÍAS | | |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------|
| Categoría de inversión | Suscripción Neta Abril 2019 | Acumulado 2019 |
| Monetarios | 182.261 | 1.209.559 |
| Renta fija | 170.832 | 797.585 |
| Globales | 148.429 | 346.770 |
| Renta Fija Mixta | 66.504 | -107.622 |
| Garantizados | 9.533 | 410.724 |
| R. Var. Mixta | -68.862 | -238.000 |
| R. Var. Nacional | -80.079 | -410.643 |
| Gestión pasiva | -146.738 | 59.135 |
| R. Var. Internacional | -225.650 | -1.363.610 |
| Retorno absoluto | -307.104 | -1.454.055 |
| Total general | -254.422 | -768.328 |

FUENTE: INVERCO.

| RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN POR CATEGORÍAS | | |
|---|-------------------------|----------------|
| Categoría de inversión | Rentabilidad Abril 2019 | Acumulado 2019 |
| Monetarios | -0,01% | 0,04% |
| Renta fija | 0,08% | 0,93% |
| Renta Fija Mixta | 0,65% | 3,31% |
| R. Var. Mixta | 1,18% | 6,47% |
| R. Var. Nacional | 1,83% | 8,69% |
| R. Var. Internacional | 3,74% | 15,36% |
| Garantizados | 0,17% | 1,62% |
| Retorno absoluto | 0,40% | 2,65% |
| Gestión pasiva | 0,77% | 3,98% |
| Globales | 1,09% | 5,69% |
| Total fondos inversión | 1,02% | 4,8% |

FUENTE: INVERCO.

GREG TUORTO | Gestor del JP Morgan US Technology Fund

“Jugamos la temática de la Inteligencia Artificial en cartera a través de Nvidia”

El JP Morgan US Technology es un fondo orientado al crecimiento, con una aproximación flexible a “nuestras mejores ideas en el sector tecnológico y relacionados con tecnología”. Con una aproximación *bottom up* para invertir en compañías alineadas con las grandes tendencias tecnológicas independientemente del sector o de la capitalización del mercado. Hablamos con Greg Tuorto, gestor principal del fondo, sobre las mejores ideas. **Por Silvia Morcillo.**

- Gestora: J.P.Morgan Asset Management
- Presidente: Mary Callahan Erdoes (Asset & Wealth Management CEO)
- Patrimonio: 1,7 billones de dólares (datos del 31 de diciembre de 2018)
- Número de fondos registrados: 125
- Fundación: > 100 años

J.P.Morgan
Asset Management

¿Cuáles son las principales cualidades que busca en las compañías en las que invierte?

Las compañías en las que invertimos comparten cuatro características principales: modelos de negocio disruptivos, un mercado direccional grande, una sostenible ventaja competitiva y un equipo de dirección probado. Nuestro foco son compañías donde la magnitud y/o la duración de su crecimiento estén subestimadas por el mercado.

Los sectores de software y aplicaciones son dos de los que tienen más peso en el fondo.

¿Cree que es por ahí por donde va el futuro?

Estamos viendo un cambio en el gasto en tecnología empresarial. Mientras las compañías continúan asignando los presupuestos de IT a propósitos defensivos (como ciberseguridad, por ejemplo), estamos viendo una creciente combinación en IT hacia medidas más ofensivas (como por ejemplo habilitación de la fuerza de ventas, automatización de procesos, etc.). Esta transformación está beneficiando a una amplia gama de compañías de software y de internet: aquellas que sirven a la empresa, las que sir-





ven al cliente y las que están permitiendo esto. Hemos encontrado muchas oportunidades en el sector de software, que ha impulsado los retornos en 2018 y este año. A pesar de que el dólar y la estacionalidad de la inversión pueden ser vientos en contra, creemos que el entorno de demanda sigue siendo sólido y las compañías que ejecutan estratégicamente deben ser recompensadas. Otra área importante del enfoque es el espacio de internet, donde somos accionistas de un conjunto diverso de compañías con un denominador común: tienen un modelo de negocio disruptivo.

¿Veis algún potencial en Inteligencia Artificial (IA) o Robótica? ¿Algún nombre en este sector?

Muchas de las tecnologías transformadoras que vemos están todavía en una fase temprana de adopción y la IA es una de ellas. El potencial de la IA es enorme y tiene una gran cantidad de implicaciones sobre la tecnología. Si volvemos a la década de 1980, hemos experimentado olas de innovación que han sentado las bases para oleadas posteriores. El marco principal fue desarrollado en estos años, pavimentando el camino hacia el PC para emerger en los '90, llevando al nacimiento de internet en la década de 2000, que ha llevado al crecimiento de la movilidad/nube en 2010. El crecimiento de los datos a través de la movilidad ha necesitado el incremento del aprendizaje automático y la IA. Una forma en la que jugamos la temática de la IA en nuestra cartera es través de Nvidia. Una compañía que es líder en la fabricación de unidades de procesamiento gráfico que se utiliza en muchos mercados diferentes, desde autos

hasta *cloud computing*, debido a su capacidad de procesamiento eficiente de un gran conjunto de datos.

Y, ¿tienen alguna compañía basada en los mercados emergentes? ¿Cuál?

Nuestro objetivo principal es invertir en tecnología de compañías estadounidenses. Pero, tenemos la habilidad de añadir un porcentaje pequeño de nombres no estadounidenses a la cartera si tenemos una alta convicción sobre éstos. Actualmente, sólo tenemos un nombre de los mercados emergentes en cartera: MercadoLibre, un líder en comercio digital y pagos por móviles en Latinoamérica.

¿Cuál es la rotación media de la cartera?

La rotación media para la cartera suele estar entre el 60-80%, dependiendo de las condiciones del mercado. La rotación en doce meses hasta marzo de 2019 fue del 73%.

¿Han medido cuál sería el potencial impacto del incremento de la regulación sobre el sector?

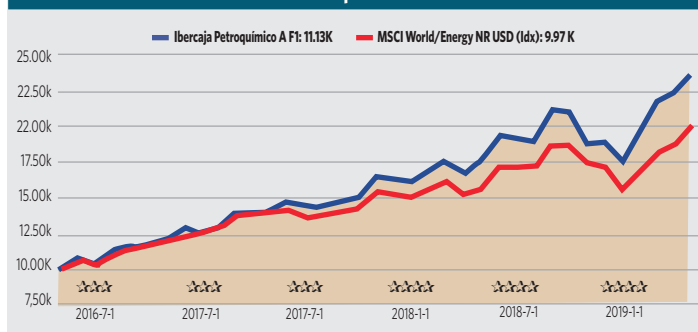
La regulación sobre el sector tecnológico, especialmente en EEUU, es relativamente *light* comparada con la regulación en otras industrias. Aunque pocos reguladores están de acuerdo en cómo regular, el apetito regulador por los datos de privacidad se está incrementando. Esto supone que la inversión en privacidad y seguridad de los datos va a ser una prioridad alta para las compañías y esto abre oportunidades para algunos proveedores de ciberseguridad y de software que se podrían beneficiar debido a una mayor demanda en el tiempo. ■



Manuel Barangé Bofill
manuel@barange.org

JPMorgan US Technology Fund

Cómo se ha comportado este fondo



Principales posiciones

| | | | |
|----------------------|-------|------------------------|-------|
| Alphabet Inc Class C | 3,32% | Paypal Holding Inc | 2,89% |
| Salesforce.com Inc | 3,21% | ServiceNow Inc | 2,78% |
| Microsoft Corp | 3,20% | Xilinx Inc | 2,62% |
| Synopsys Inc | 3,01% | Autodesk Inc | 2,51% |
| Analog Devices Inc | 2,93% | Palo Alto Networks Inc | 2,45% |

Distribución Sectorial

| | | |
|----------------|-------|------|
| EE UU | 94,00 | 1,38 |
| Asia-Emergente | 1,84 | 0,29 |
| Canadá | 1,57 | 5,43 |
| Iberoamérica | 1,62 | 4,19 |
| Zona Euro | 0,97 | 0,11 |

Capitalización Bursátil

| | |
|---------|--------|
| Gigante | 20,14% |
| Grande | 41,56% |
| Mediano | 36,25% |
| Pequeño | 2,05% |
| Micro | 0,00% |

Se trata de un fondo creado en 1997 cuyo objetivo es proporcionar un crecimiento del capital a largo plazo invirtiendo principalmente en compañías estadounidenses relacionadas con el sector de la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones. Su proceso de inversión se basa en una selección de valores *bottom up* (se analizan oportunidades de inversión, independientemente de las perspectivas de las economías o de los sectores en su conjunto) a partir de un análisis fundamental de las compañías. Desde hace casi una década el fondo está gestionado por Greg Tuorto y más recientemente se ha incorporado también Joseph Wilson. Ambos gestores, junto a su equipo de analistas encabezado por Christian Preussner y Fiona Harris, tratan de identificar las mejores ideas de inversión de sectores dependientes de la tecnología. Utilizan como índice de referencia el Russell 1000 Equal Weight Technology aunque el fondo puede alejarse significativamente de la composición de dicho índice. Como mínimo el 67% del patrimonio se invierte en acciones de empresas relacionadas con la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones que estén domiciliadas o que desarrollen la mayor parte de su actividad económica en Estados Unidos. No obstante, puede invertir también en otras compañías de pequeña capitalización bursátil así como en compañías canadienses. Actualmente las principales apuestas se realizan en los sectores de software y semiconductores; pero a pesar de que ambos subsectores representan más del 60% de la cartera, el patrimonio está muy diversificado, pues ninguna de las diez principales inversiones de la cartera tiene un peso superior al 3,5% sobre el total del patrimonio. La práctica totalidad de la cartera se destina a empresas estadounidenses y desde enero acumula una rentabilidad del 32,6%. ■

Vontobel

Asset Management

Dar en el blanco

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

vontobel.com/high-conviction



Tsunami demográfico: la generación del baby boom se jubila

En cuanto terminó la II Guerra Mundial comenzó la reconstrucción. La bonanza de la posguerra fue un periodo de optimismo, pero también de aumento de las tasas de natalidad, que entre 1946 y 1964 se dispararon en muchos países europeos. Había nacido la generación del *baby boom*, que recogió los frutos del milagro económico de la Europa de posguerra, beneficiándose de décadas de auge económico. Nunca antes había sido tan alto el número de empleados que aportaban a fondos de pensiones como en las últimas décadas... y nunca volverá a ser así.

Cuando los millones de miembros de la generación de la posguerra dejen de trabajar durante los próximos años cambiará para siempre la economía y la vida de toda la sociedad. En las zonas rurales, la jubilación de esta generación probablemente provoque grandes vacíos en la población activa y ponga a prueba a muchas pequeñas y medianas empresas. Estas a menudo se encuentran en zonas rurales y siguen teniendo éxito hoy en día. Sin embargo, se enfrentan a una enorme

escasez de personal, habida cuenta de que el descenso del número de trabajadores cualificados ya es visible en muchos sectores.

La jubilación de la generación del *baby boom* es cara

Los sistemas públicos de pensiones también llegarán a su límite cuando esta generación se jubile. En el pasado, amplias franjas de la sociedad en los países de Europa central se han beneficiado de un fenómeno denominado el "dividendo demográfico": la generación de posguerra no solo reconstruyó la economía, también trajo al mundo muchos niños que durante décadas aportaron a los fondos de pensiones. Además, un gran número de miembros de esta generación tuvo muchos menos niños de los necesarios para sostener el sistema de pensiones. Y su esperanza de vida ha subido con fuerza durante los últimos años por los avances de la medicina y aumento de la riqueza. La población europea envejece, pero a diferentes velocidades. En pocos años, el número de pensionistas excederá varias veces el de empleados y las generaciones futuras apenas podrán costear

la jubilación de la generación de la posguerra, lo cual supondrá una dura prueba para las cuentas públicas pues no todos los sistemas de pensiones están listos para este cambio.

La precaución es importante

Según las previsiones, la pensión pública no alcanzará para que los empleados de hoy puedan mantener su nivel de vida actual, y mucho menos para llevar la vida que los pensionistas anhelan. Porque los que se jubilan hoy a la edad de 65 años suelen seguir activos y ni se plantean pasar el día sentados en el sofá. Desean disfrutar al máximo su jubilación: comprando en Madrid, cenando en restaurantes con estrellas, recorriendo el Mediterráneo en crucero... y todo sale de los ahorros. Por tanto, necesitamos una planificación financiera cuidadosa si queremos que el dinero nos aguante toda la vejez.

Mil millones de euros en sanidad, cada día

Sin embargo, el tsunami demográfico también ofrece oportunidades para los que ahorran pensando en su pensión si invierten en los sectores oportunos. Uno de los mayores beneficiarios de los cambios demográficos es la sanidad. Haciendo bueno el dicho "La salud no lo es todo, pero sin salud no tienes nada", este sector está experimentando actualmente un rápido crecimiento. Esta tendencia es probable que se acentúe en el futuro ya que cuanto mayor se hace la gente, más sufren de enfermedades relacionadas con la edad, como el cáncer y la diabetes. La demanda de audífonos o implantes de cadera también está aumentando.

Uno de cada tres euros de consumo procede de la tercera edad

La industria de los productos de consumo también está beneficiándose del envejecimiento de la sociedad. Durante las dos últimas décadas, el gasto de consumo de los europeos de más de 60 años ha aumentado un 50%, sobre todo en el sector cosmético: cualquier producto que rejuvenezca la piel se convierte en superventas para las empresas y cada vez más fabricantes crean cremas y maquillajes que combaten las señales del envejecimiento.

Énfasis en los sectores del mañana

Quedan pocos años para que la generación de la posguerra abandone el mercado laboral y se acabe el "dividendo demográfico". Para entonces, los gobiernos de muchos países europeos deben haber encontrado nuevas soluciones para los problemas que arrastra el sistema de pensiones. Los inversores ya pueden prepararse: si se centran en las industrias del mañana, nada se interpondrá en el camino de una jubilación tranquila. ■



Aneta Wynimko

Gestora del Fidelity Funds Global Demographics Fund

ascendió a 164.000 millones de dólares, equivalentes al 225% del PIB mundial.

La crisis del euro mostró hasta qué punto los altos niveles de deuda hacen que la financiación de un Estado sea vulnerable a shocks financieros y quebrantan sustancialmente el estatus de las inversiones libres de riesgo. Muchos estados perdieron su codiciada calificación AAA, concedida por agencias de rating. Por otra parte, la COP 21 (La Conferencia de París sobre Cambio Climático) insta a los inversores que asuman la responsabilidad de financiación que se requiere para la transición energética. En este sentido, los bonos gubernamentales representan una fuente de financiación importante y proporcionan un margen de maniobra considerable.

Del valor añadido a la toma de decisiones de inversión

Los bonos soberanos de los países más sostenibles han demostrado ser más resistentes durante los períodos de crisis. Durante la crisis de deuda soberana en Europa, los países escandinavos y otros países que, en general, están bien posicionados en los rankings, se mantuvieron mucho mejor que los países del sur de Europa. Se han expuesto muchos vínculos entre los criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo), el crecimiento económico y el desarrollo a largo plazo de un país. Ya en el siglo XVI, se había establecido un vínculo entre el medio ambiente, la geografía y el clima y un sistema de país agrícola (acceso de la población a los alimentos, las enfermedades y el crecimiento económico).

La investigación académica también ha demostrado una correlación entre la calidad de las instituciones de gobierno de un país y su riesgo de impago de la deuda. La gobernanza general actúa como piedra angular para la aplicación de políticas que fomenten otras dimensiones de la sostenibilidad (social y medioambiental). De hecho, el buen gobierno está relacionado con la calidad, estabilidad y previsibilidad de las políticas que se han aplicado. Esto permitirá a las instituciones ser resistentes ante los acontecimientos endógenos y exógenos que afectan a los Estados. Esto contrasta con factores insostenibles como la corrupción, la falta de libertad, la burocracia, etc., que son perjudiciales para las inversiones extranjeras en particular.

Obligación fiduciaria

Por último, analizando la regulación, es ahora un deber fiduciario para los inversores integrar los factores ASG en sus procesos de inversión y gestión de riesgos. Los bonos del Estado, emitidos por los países, no son una excepción a esta regla. No olvidemos que el 30% de las carteras de los fondos de pensiones están expuestos a bonos soberanos. Dado este peso,



Ophélie Mortier

*Estratega de Inversión Sostenible
y Responsable de DPAM*

SANDRA CROWL | Responsable del Comité de criterios ESG y miembro del Comité de Inversión en Carmignac

“Estamos buscando mejorar el nivel de vida en los mercados emergentes”

El enfoque en inversión con criterios de sostenibilidad ambiental y responsabilidad social está tomando impulso. Sandra Crowl, responsable del comité de criterios ESG en Carmignac, explica que los inversores son cada vez más conscientes de problemas como el cambio climático y buscan comportamientos más sostenibles. **Por Eva Pla.**

Cada vez más gestores de fondos trabajan bajo el enfoque de inversión en sostenibilidad. ¿Podemos decir ya que ha llegado para quedarse?

Estamos recibiendo tantas pruebas, en lo que respecta al cambio climático y a cuestiones relacionadas con la gobernanza o con lo social, que creo que los gestores se lo están tomando muy en serio y están ejerciendo los derechos de sus accionistas. Pero también están siendo influenciados por los propios inversores, que están pidiendo a la industria que haga esfuerzos especiales.

Por último, y más recientemente, hemos conseguido que la Comisión Europea adopte medidas para que todos los gestores de activos, no solo los clásicos fondos de cobertura, sino también los fondos de pensiones y las compañías de seguros tengan realmente en cuenta los riesgos de la sostenibilidad a la hora de realizar sus inversiones.

Entre los factores ESG, ¿cuál es el más importante a tener en cuenta?

Creo que es innegable, y es una de las razones por las que la Comisión Europea se está centrando tanto en el medio ambiente, que el cambio climático está teniendo un efecto en nuestra vida cotidiana; se trata de un problema real. Por tanto, tenemos que mirar hacia la mejora de nuestro riesgo climático, pero también de problemas que estamos creando nosotros mismos (envases de plástico en



nuestros océanos, eliminación de las baterías de los coches, etc.).

¿Existe riesgo de exclusión en las empresas o fondos que no siguen las estrategias bajo criterios ESG?

Hoy en día las empresas son muy conscientes de que hay bancos que se niegan a recibir

nueva financiación en ámbitos de actividades 'marrones' o, como decimos, en ámbitos en los que su contribución al clima está exacerbando las condiciones sobre el cambio climático. Sin duda, estas empresas sentirán que su financiación es más cara. Por nuestra parte, seguiremos excluyendo las áreas que son perjudiciales: las empresas productoras de tabaco, las empresas mineras de carbón, etc. Por lo tanto, sí, en efecto, sentirán que necesitarán mejorar algunos de estos temas, ya sean ambientales, sociales o de gobernabilidad.

¿Cómo se implementan estos factores en el proceso de inversión?

Los criterios pueden variar en función del sector y de la empresa en la que invertamos. Examinamos toda la gama de cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza. Hemos estado invirtiendo en mercados emergentes durante los últimos 30 años, por lo que las cuestiones de gobernanza han sido muy importantes para asegurarnos que estamos obteniendo la transparencia, las medidas, las normas contables y la representación de todos los miembros independientes del consejo de administración.

Pero si tomo un sector como la energía es evidente que el clima va a ser muy importante y exigimos transparencia en las emisiones de carbono procedentes de esos países, además de objetivos para reducir esas emisiones.

Y, en el aspecto social, creo que los temas más importantes son los derechos humanos -especialmente en los mercados emergentes-, pero también la seguridad de los productos, la formación del personal, etc. Hay algunos aspectos que hay que tener en cuenta a la hora de invertir en una empresa para asegurarnos de que tiene una trayectoria de crecimiento sostenible a largo plazo.

¿Qué criterios son determinantes a la hora de seleccionar una empresa para incluirla en cartera?

Como gestores de riesgos, queremos reducir la volatilidad de nuestros fondos mediante la concienciación y el reconocimiento de cual-

quier riesgo relacionado con su entorno, con cuestiones sociales y de gobernanza. Pero también buscamos un impacto positivo: en nuestros fondos socialmente responsables estamos buscando mejorar el nivel de vida en los mercados emergentes, la inclusión financiera, ofreciendo financiación a las empresas que están llegando a las comunidades más pobres, ofreciendo préstamos hipotecarios, por ejemplo, en toda la India. Estos son algunos de los impactos positivos. Si tomo el más importante para Carmignac, estamos buscando una huella de carbono mucho menor que la de nuestros homólogos y, de hecho, hemos hecho de él una política y un objetivo en todos nuestros fondos.

¿Cómo evalúa el impacto de estas estrategias?

Estamos adoptando un enfoque mucho más coordinado de la inversión en ESG. Con ello vamos a ver más innovación y nuevas oportunidades de inversión temática para invertir, por ejemplo, en ciudades que sean capaces de proporcionar una mejor infraestructura de una manera más segura y mucho más eficiente. También estamos buscando más fondos para pasar a las cuestiones medioambientales. Ahora bien, ese es el lado positivo.

Lo negativo de cara al futuro es que tenemos que tener mucho cuidado de que esta nueva legislación no vaya a ser demasiado prescriptiva y a acabar con parte de la innovación de los gestores de activos, para que puedan seguir ejerciendo su propia visión de la sostenibilidad. Y es con estas ideas con las que nos hemos estado comunicando mucho con nuestras asociaciones de fondos y también con la Comisión Europea para ayudar a elaborar estas nuevas leyes, el paquete de financiación sostenible, mucho más increíble y aun así crear la innovación que tanto se necesita detrás de la inversión sostenible sin crear sólo un área estrecha de inversión a través de una pequeña puerta que, por supuesto, creará distorsión de los precios financieros y, lamentablemente, deteriorará el rendimiento que seremos capaces de ofrecer. ■



Cómo reducir la sensibilidad a tipos con un fondo a vencimiento

En primer lugar, una recesión económica global inminente no es la hipótesis de Lazard Frères Gestion. De hecho, no hay ningún indicador de primer orden de que haya una recesión en ciernes en los próximos doce meses. Ciertamente, se ha ralentizado el crecimiento pero se espera que haya un rebote, al menos en Europa, en 2019, impulsado sobre todo por la flexibilización fiscal de Francia, Italia y Alemania.

Por tanto, en un contexto macroeconómico que sigue favorable según nuestros pronósticos y los bajos intereses de la deuda soberana, se alienta a los inversores a invertir en bonos corporativos que sigan ofreciendo una rentabilidad atractiva, a la luz del ensanchamiento de las primas de riesgo que tuvieron lugar en 2018.

Enfoque de Lazard Credit 2014 para obtener y controlar los riesgos relacionados

En un contexto de tipos de interés persistentemente bajos y un incremento de las incertidumbres de mercado, la gestión de riesgo se ha vuelto, en cierta manera, un problema para los inversores en bonos. Incluso aunque no nos parezca que vaya a haber una recesión pronto, somos conscientes de que estamos cerca del final del ciclo.

En un fondo a vencimiento como Lazard Credit 2024 es importante limitar el índice de rotación de la cartera para no eclipsar el retorno anunciado durante el periodo de lanzamiento. Sin embargo, a lo largo de un periodo de 5 años, no tenemos suficiente visibilidad para invertir en deuda de alto rendimiento con rating B. Por tanto, en lugar de

recortar como crédito, decidimos recortar en la estructura de capital de los emisores y favorecer las deudas híbridas (corporativa y financiera, esta última con una ponderación limitada al 15% de la cartera). Eso hace posible establecer un rendimiento atractivo procedente de emisores con grado de inversión. La ponderación de los valores B+ es de solo el 6,6% y hemos elegido emisores que llevamos siguiendo desde hace tiempo y que ya han pasado el test de una recesión anteriormente.

Fondos a vencimiento de alto rendimiento, interesantes por su retorno predecible y mantener moderado el riesgo

Un fondo de bonos con una fecha de vencimiento invierte en distintos tipos de bonos cuya fecha de vencimiento máxima se conoce y está fijada con anticipación. El objetivo no es que la cartera tenga una alta rotación. Sin embargo, si el gestor considera que la tesis de inversión en un emisor ha cambiado y que amenaza riesgo de impago, tiene la posibilidad de vender las líneas y hacer arbitraje sobre otras emisiones al tiempo que mantiene la restricción del vencimiento. Igualmente, en caso de nuevas emisiones primarias que respeten el universo de inversión, por ejemplo, el vencimiento final definido en el folleto del fondo, el gestor puede arbitrar contra las líneas de la cartera actuales que ofrecen menos retorno.

En conclusión, la ventaja de tener un fondo a vencimiento es que el retorno se conoce con anticipación y, excluyendo un default, el horizonte es fijo y la sensibilidad a los tipos y al crédito disminuye.

» La ventaja de tener un fondo a vencimiento es que el retorno se conoce con anticipación y, excluyendo un default, el horizonte es fijo y la sensibilidad a los tipos y al crédito disminuye

Ventajas del fondo Lazard Credit 2014 frente a los fondos tradicionales

Lazard Credit 2014 disfruta de una selección de acciones prudente de emisores con un rating medio de Grado de inversión. Además, por su vencimiento fijado, si el inversor mantiene su inversión hasta el vencimiento del bono, está completamente libre de los efectos de los tipos de interés, lo cual lo distingue de los fondos de bonos tradicionales.

Este es un haber especialmente importante dado el nivel actual de tipos de interés y explica en gran medida el atractivo de estos productos a vencimiento. ■



Benjamin Le Roux

Gestor del fondo Lazard Credit 2024
de Lazard Frères Gestion



Pyrford mira más allá de los titulares económicos y evalúa si se pueden mantener los niveles de beneficio actuales

En el mes de abril, el FMI publicó su últimas "Perspectivas de la economía mundial" y, siguiendo lo que ya es costumbre, redujo sus pronósticos de crecimiento emitidos a finales del cuatrimestre anterior. El pronóstico de producción mundial para 2019 se ha visto reducido del 3,5% al 3,3%, en los mercados desarrollados del 2% al 1,8% y en los mercados emergentes y en vías de desarrollo del 4,5% al 4,4%. Además, la estimación del volumen de comercio mundial ha sufrido una grave reducción, del 4% al 3,4%.

Mientras tanto, la economía de los Estados Unidos se sale del mapa y obtuvo una tasa de crecimiento anualizada del PIB real del 3,2% para el trimestre de marzo. Se trata de una estimación anticipada que precede a dos revisiones que históricamente han demostrado que este dato no es muy fiable. Las exportaciones netas y la creación de inventario privado contribuyeron de forma inusualmente elevada al crecimiento, además, el gasto del gobierno también fue elevado. Veremos qué nos depara la próxima versión.

Los beneficios antes de impuestos aumentaron un 7,8% en 2018 (3,1% en 2017). Los márgenes de beneficio se mantuvieron cerca de su máximo histórico, mientras que los costes de mano de obra rozaron su mínimo histórico. Los beneficios después de impuestos aumentaron un 16,2% en 2018, bastante más que el aumento de los beneficios antes de impuestos, claro reflejo de los recortes en impuestos de Trump.

El truco está en el detalle. Gran parte de las empresas de Estados Unidos tuvieron problemas en 2018, registrando beneficios inferiores. La fabricación, el comercio al por mayor, el comercio minorista, el transporte y el almacenamiento, estaban todos en mínimos. Mientras tanto, las ganancias provenientes de negocios en el extranjero contribuyeron sustancialmente al rendimiento (neto de pagos al resto del mundo).

"Tenemos claro que las expectativas de crecimiento para la economía y las ganancias han alcanzado niveles que simplemente no se pueden alcanzar en el largo plazo".

A largo plazo, los beneficios aumentan a una tasa muy similar a la del PIB. Si nos zambullimos en datos pasados, encontramos que, desde 1950, los beneficios corporativos nominales y el PIB nominal han crecido a una tasa anualizada compuesta casi idéntica: 6.5% y 6.4% respectivamente. La tasa ligeramente más alta de los beneficios refleja su contribución actual más alta de lo normal al PIB. Los beneficios, por supuesto, han sido mucho más volátiles que el PIB. Por ejemplo, entre finales de 2006 y finales de 2008, los beneficios corporativos antes de impuestos cayeron un 37%, mientras que el PIB nominal en realidad aumentó un 3,7%. Los beneficios luego se recuperaron rápidamente y alcanzaron la tasa de crecimiento del PIB.

Los mercados americanos están en plena ebullición. Tenemos claro que las expectativas de crecimiento para la economía y los beneficios han llegado a niveles simplemente inalcanzables a largo plazo. Es inevitable que Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado experimenten un crecimiento menor del PIB en el futuro en comparación con los últimos 60-70 años, en gran parte debido a factores demográficos.

No es cuestión baladí reflexionar sobre la extraordinaria cantidad de recompra de acciones en que está teniendo lugar en Estados Unidos. Según los índices de S&P Dow Jones,

las recompras de S&P 500 alcanzaron un total de 806.400 millones de dólares en 2018, un 55,3% más que el año anterior, y un 36,9% más que el récord alcanzado en 2007 de 589.100 millones de dólares. Para 2009, sin embargo, las recompras se habían desplomado a tan solo 137.600 millones. Si los mercados de valores son realmente premonitorios, las recompras deberían haber sido casi inexistentes en 2007 y haber aumentado en 2009. Suponemos que esto aclara esa cuestión. ■

» Es inevitable que Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado experimenten un crecimiento menor del PIB en el futuro en comparación con los últimos 60-70 años, en gran parte debido a factores demográficos

Pyrford es un especialista en inversiones con sede en Londres y forma parte de BMO Global Asset Management.

Riesgos

BMO Global Asset Management ha llegado a estas opiniones y no deben considerarse una recomendación o solicitud para comprar o vender ninguna compañía o activo que se mencione. La información, las opiniones, las estimaciones o los pronósticos contenidos en este documento se obtuvieron de fuentes razonablemente fiables y están sujetas a cambios en cualquier momento.



Lars Nielsen

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



Los mejores perfumes vienen en frasco pequeño

Todo tiene un principio y en el mundo de los negocios no es diferente. Apple comenzó en un garaje y Virgin en la cripta de una iglesia, y ambas son ahora dos compañías muy conocidas. Para los inversores, las empresas más pequeñas pueden ofrecer la oportunidad de acceder hoy mismo a los gigantes del mañana, y este es el motivo por el cual pensamos que deberían considerar la posibilidad de realizar una asignación a renta variable de pequeña capitalización como parte de una cartera amplia. La recompensa potencial de tomar esta decisión es muy clara.

Como clase de activo, las empresas de pequeña capitalización han superado a sus competidores más grandes casi en cualquier periodo y geografía. Entre el 1 de enero del 2000 y el 31 de diciembre de 2018, las cotizadas de pequeña capitalización registraron un rendimiento acumulado positivo del 362%, frente a un 139% del índice MSCI All Country World Index (que excluye las acciones de pequeña capitalización)*.

Esta mayor rentabilidad se debe a que este tipo de entidades tienden a crecer mucho más rápido que sus homólogas de gran capitalización. Debido a su tamaño, pueden adaptarse rápidamente a las nuevas tendencias. Además, suelen estar a la vanguardia de las disrupciones de la industria. Muchas han adoptado Internet, lo que les da una ventaja material sobre sus competidores más grandes y mejor dotados de recursos.

A pesar de ello, la cobertura de analistas de las empresas de pequeña capitalización es bastante limitada. Alrededor del 70% de las empresas que cotizan en bolsa son de pequeña capitalización, por lo que cubrir este segmento requiere muchos recursos. Además, la información de muchas suele ser escasa por lo que su análisis exige mucho tiempo y es costoso. Sin embargo, esta falta de cobertura hace posible que exista una mayor posibilidad de que se produzcan errores en la fijación de precios. El precio de las acciones de una empresa a menudo puede dispararse una vez que el mercado

finalmente se da cuenta de su valor. Por ello, las compañías de pequeña capitalización representan una gran oportunidad para los inversores activos dispuestos a hacer sus deberes.

Asimismo, las empresas más pequeñas también ofrecen el beneficio de la diversificación como parte de una cartera más amplia. Este tipo de cotizadas pueden proporcionar diferentes fuentes de rentabilidad con respecto a las firmas más grandes. Las sociedades de pequeña capitalización suelen tener una mayor exposición doméstica lo que permite a los inversores tener acceso directo a las economías o sectores locales en expansión. Además, son potencialmente menos vulnerables (aunque no inmunes) a las tendencias mundiales y a las fluctuaciones en las divisas.

Por supuesto, nadie regala nada en el mundo de la inversión. Las mayores rentabilidades conllevan un mayor riesgo, y las compañías de pequeña capitalización no son una excepción este sentido. Con el tiempo, esta clase de activo ha proporcionado rendimientos más volátiles que las compañías más grandes en la mayoría de las regiones. También existe riesgo de liquidez. El número de inversores que poseen las acciones de empresas de pequeña capitalización es menor, lo que dificulta su venta en una recesión del mercado y podría agravar las caídas del precio. Toda inversión exitosa requiere un profundo conocimiento de los riesgos y de sus potenciales recompensas. Esa es la razón por la que adoptamos un enfoque activo. De hecho, pensamos que la volatilidad en los precios crea a menudo oportunidades.

» **Toda inversión exitosa requiere un profundo conocimiento de los riesgos y de sus potenciales recompensas**

En definitiva, consideramos que los argumentos a favor de invertir en empresas más pequeñas son sólidos. Históricamente, esta clase de activo ha tenido un rendimiento superior al de sus homólogas de mayor tamaño. El universo de inversión contiene una gran cantidad de ideas interesantes, en rápido crecimiento e innovadoras. Es cierto que los inversores tendrán que tolerar un cierto nivel de volatilidad. Sin

embargo, para aquellos que buscan diversificar sus carteras y lograr potencialmente un sólido rendimiento a largo plazo, creemos que las compañías de pequeña capitalización representan una oportunidad de inversión interesante. ■



Álvaro Antón Luna

*Head of Distribution Iberia en
Aberdeen Standard Investments*

*Source: Thomson Reuters Datastream, USD, 31 December 2018



Estrategia y buena selección de activos, claves de cara a cubrir la jubilación privada

Según estudios del Fondo Monetario Internacional (FMI), «si todos viviéramos tres años más que los que marca nuestra actual expectativa de vida, los costes relacionados con las pensiones podrían crecer hasta un 50% para la economías avanzadas y emergentes. Definitivamente, los gobiernos, los fondos de pensiones y los individuos están subestimando seriamente las perspectivas de una vida más larga de lo anticipado. Si no tomamos medidas, ¿cómo podemos enfrentar este reto?». Con estas declaraciones, el FMI alertaba sobre los posibles efectos que va a tener en un futuro el aumento de la longevidad en el sistema de pensiones públicas, así como sobre la perspectiva de crecimiento de los países afectados.

En países como España, la pirámide de población evoluciona paralelamente al aumento del envejecimiento. Este tipo de pirámide se caracteriza por corresponderse precisamente con un fuerte aumento de la esperanza de vida pero, a la par, también con tasas de nacimiento muy bajas.

¿Qué supone, pues, el envejecimiento de la población? Disponer de una menor masa laboral, lo que implica una merma en el crecimiento a medio plazo y una reducción drástica de la aportación al sistema de pensiones públicas. Recordemos, que, en el caso de España, la seguridad social se rige por el sistema de reparto, también conocido como el sistema solidario. ¿Cómo funciona? Las cuotas que pagan los trabajadores no son para sí mismos, sino para toda la colectividad. El dinero recaudado se utiliza para sufragar la viudedad de un trabajador que fallece, la jubilación de otro que deja la vida laboral activa, la pensión de orfandad de un menor, etc.

Para hacer frente a este grave problema, el FMI recomienda llevar a cabo medidas drásticas, muchas de las cuales ya se están implantando: retraso en la edad de jubilación, recorte en las pensiones públicas, aumento de las cotizaciones, posibilidad de que los Estados puedan contratar coberturas con aseguradoras, que los gobiernos fomenten el ahorro privado para que su aportación a la hora de la jubilación sea tan importante como la pensión pública, etc.

Estas medidas son sólo una muestra de la tónica que va regir en un futuro. Las pensiones públicas tenderán a ser de subsistencia, lo que hará necesario tener un complemento privado. Por ello, es imprescindible planificar la jubilación también por el sistema privado. La gente joven (que es la más afectada) debería empezar a planificar su jubilación en el mismo momento en que empieza a obtener ingresos (y siempre que su economía doméstica así se lo permita), debe ser rigurosa con su plan de jubilación y ponerse en manos de un profesional que le ayude a encontrar los mejores instrumentos y activos que se adapten a su perfil y objetivos.

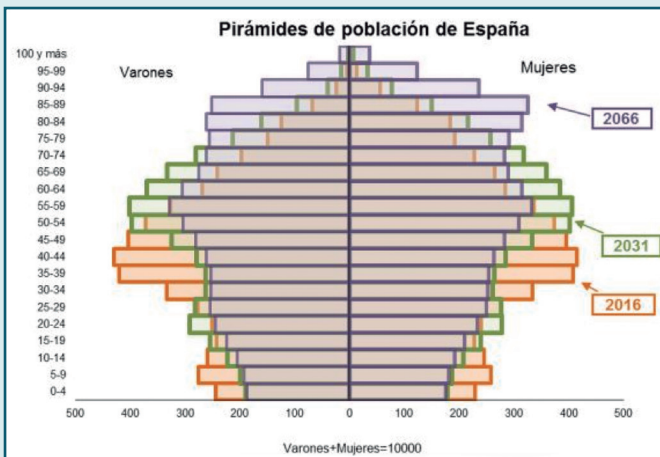
¿Cuáles son los instrumentos de ahorro privado más beneficiosos para la planificación?

Por supuesto, todo depende del horizonte temporal, la capacidad de ahorro, el nivel de riesgo y el de ingresos de la persona a la que se le está realizando la planificación. Pero sí que es esencial que el instrumento pueda beneficiarse del interés compuesto. La estrategia y una buena selección de activos es la clave para optimizar los recursos de cara a cubrir la jubilación privada. ■



**Miguel Angel
Cicuéndez Luna**

Socio Director de Consulae Eafi



Fuente: www.cronicasdeenvejecimiento.com

Una imagen vale más que mil palabras, o eso dicen. Gráfico de la población española y cálculo de su evolución para los próximos años.



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.



De izquierda a derecha: **José María Luna** (agente financiero de Caser Asesores Financieros), **Helena Calaforra** (directora de Caser Asesores Financieros) y **Juan Luis Sevilla** (agente financiero de Caser Asesores Financieros)

“Somos como el médico de familia del ahorro financiero de nuestros clientes”

Caser Asesores Financieros nace en 2018 con el respaldo de la aseguradora Caser. Con el objetivo de atraer a los mejores profesionales del mundo financiero con clientes que busquen un asesoramiento personalizado y una planificación integral, la arquitectura abierta de Caser Asesores Financieros comercializa más de 10.000 fondos, renta variable, renta fija, planes de pensiones y seguros de ahorro. **Por Raquel Jiménez.**

¿Su ideario? Apuestan por un asesoramiento de calidad, capaz de aportar valor al cliente con una propuesta adecuada a sus características y necesidades, basada en el conocimiento y la profesionalidad de su red de agentes financieros, según explica Helena Calaforra, directora de Caser Asesores Financieros.

¿La base de todo? El cliente

A la hora de elegir la inversión para sus clientes, su punto de partida es un análisis riguroso

que tiene como consecuencia una selección de productos financieros objetiva e independiente. “Asesoramos a cada uno de nuestros clientes de forma muy personalizada y continuada, buscando la alineación total con sus intereses. Para ello, ponemos especial énfasis en la arquitectura abierta real, en los costes competitivos y en un asesoramiento de calidad”. En definitiva, “somos una entidad enfocada a asesorar y no a colocar producto, que damos mucha importancia a la combinación de la innovación tecnológica con el asesoramiento humanizado”, asegura Helena Calaforra. →



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

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

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

aberdeenstandard.es/multiasset

Capital en riesgo

Aberdeen Standard
Investments

Aberdeen Standard Investments es una marca de los negocios de inversión de Aberdeen Asset Management y Standard Life Investments. Aberdeen Asset Managers Limited está registrada en Escocia No.SC108419. Domicilio legal 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1XL. Standard Life Investments Limited está registrada en Escocia No.SC123321. Domicilio legal 1 George Street, Edinburgh EH2 2LL, y ambas compañías están autorizadas y reguladas por la Financial Conduct Authority del Reino Unido.

➔ Escuchar y comprender para entender las necesidades, es fundamental. Asimismo, para llegar a un asesoramiento óptimo de personalización, para Caser es vital que su labor sirva para mejorar la cultura financiera de los clientes y se base en la transparencia.

Estrategia en el mercado español

Caser quiere posicionarse como una entidad de referencia en el sector y para ellos tienen una propuesta muy clara: “una solución integral que contempla productos financieros y también productos aseguradores. Nuestros servicios se dirigen a nuestros asesores y clientes, pensando siempre en construir y ofrecer soluciones para satisfacer necesidades de ahorro e inversión”, explica Helena Calaforra.

Y, en este momento, España es un buen mercado para ello, ya que en los últimos años se ha incrementado el número de clientes que confían en un asesor. A ello hay que añadir que las nuevas tecnologías y la variedad de la oferta han transformado el sector, que el asesoramiento en España cuenta con muy buenos profesionales y una oferta muy interesante, y que la formación y especialización se han vuelto básicas para que los españoles confíen en asesores financieros para planificar su ahorro e inversión.

Selección de gestoras y asesores

A la hora de seleccionar las gestoras con las que trabajan, Caser Asesores Financieros se basa por un lado en el producto, que ha de ser de calidad, innovador y consistente, y por otro en el servicio, que ha de ser de máxima calidad tanto en la venta como en la postventa. Por su parte, la selección de sus asesores es sencilla: se basan en la profesionalidad y compromiso que asumen al unirse a Caser, además de su gran trayectoria profesional y dilatada experiencia.

Respecto a su relación con los inversores particulares, en palabras de la directora de Caser Asesores Financieros “somos como el médico de familia del ahorro financiero de nuestros clientes. Nuestra relación es muy estrecha y trabajamos para mantener su confianza día a día y convertir lo complejo en claro. Para nosotros es muy importante que un inversor no



sólo valore los aciertos, sino también los riesgos que se han evitado”.

Perspectivas de inversión a corto-medio plazo

Caser sigue viendo valor en determinados activos de riesgo por tres motivos: se va confirmando que la tan temida recesión económica global no es tan inminente, la actuación de los bancos centrales, que continúan con sus políticas acomodaticias son un viento de cola para el mercado, y las tensiones geopolíticas se van relajando.

En cualquier caso, sus recomendaciones se basan en cuatro pilares:

- Mirar al este y al oeste, que es donde ven más valor actualmente.
- Después de las subidas, adoptar cierta posición de cautela.
- Apoyarse en la gestión activa de calidad.
- Tener la capacidad de ser flexibles.

“Para la parte menos agresiva, hemos de ser conscientes de la baja rentabilidad que ofrecen actualmente los activos de deuda. Tenemos que contar con que la liquidez es un activo más y por tanto tenemos que tener cautela, ya que, como vimos en 2018, cualquier tensionamiento hace que muchos activos de renta fija sufran retrocesos”, concluye la directora de Caser Asesores Financieros. ■

JORNADA ASESORAMIENTO FINANCIERO



MURCIA

14 Mayo 2019

#jornadasEFPA



Los mejores profesionales del asesoramiento financiero en Murcia (14 de mayo), Valladolid (22 de mayo) e Islas Baleares (6 de junio)

Temas :

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

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

Más info: www.efpa.es/jornadasEFPA



De izquierda a derecha y de atrás hacia delante: **José María Yraola** (BBVA AM), **Gorka Apodaca** (Morabanc AM), **Miguel Macho** (Indosuez), **Ricardo Comín** (Vontobel AM), Iván Díez (Groupama AM), **Silvia Morcillo** (Ei) y **Juan Pablo Calle** (RentaMarkets)

¿Momento de ser valientes o de cubrir carteras?

Lectura de 2019: Ibex 35 +8%, FTSE -100 +7%, CAC-40 +14%... y así hasta llegar al +20% que acumula el Nasdaq en el año. Con este comportamiento es lógico que haya inversores que se empiecen a plantear si es el momento de cubrir cartera o todavía se puede ser valiente. En estas líneas, algunas alternativas que pueden ser oportunidades en la actual fase del ciclo económico. **Por Silvia Morcillo**

A la lectura positiva que acumulan los mercados desde comienzos del ejercicio se unen dos factores: que estamos en el mes de mayo -mes en el que estacionalmente se recomienda vender, para volver a mercados en octubre- y en una fase madura del ciclo económico. Dos variables que hacen que la palabra "cautela" suene en los mercados cada vez más, especialmente la de aquellos inversores que están en activos de riesgo y más pegados al ciclo.

Pero, ¿cuánto más le queda al actual ciclo? **Ricardo Comín, sales Director & Deputy Country Head Iberia en Vontobel AM**, recuerda que desde 2013 "llevamos advirtiendo de un cambio de paradigma en los países desarrollados. Los crecimientos van a ser mucho más lentos y difícilmente habrá inflación por factores exógenos, lo que hace que los ciclos se alarguen mucho más". Comín se refiere a factores como la demografía, la digitalización y la abultada deuda de los países desarrollados, que son factores estructuralmente deflacionistas.

Los expertos creen que sí, vamos a un período de menor crecimiento pero eso no supone que vaya a haber una recesión. Sobre todo “porque los bancos centrales no van a poner en riesgo el crecimiento. Este ciclo va a ser bastante longevo, ya que la recuperación ha sido anormalmente lenta y el crecimiento está viniendo más por el consumo que por la inversión”, asegura **Iván Díez, Country Head Iberia y Latam de Groupama AM**, quien advierte de un gap entre consumo y oferta sin todavía un exceso de reducción que “permite que exista el ciclo de crecimiento”. Un ciclo “atípico”, en palabras de **José María Yraola, responsable de Multiactivos de BBVA**, en el que los bancos centrales “tienen mucha importancia”.

Más en un momento en el que la FED ha parado su proceso de normalización monetaria y el BCE mantiene el botón de pausa en las subidas de tipos. Sin embargo, después de tantos años con políticas monetarias convencionales, “las nuevas medidas tienen un efecto marginalmente decreciente”, dice Yraola recordando el impacto en la confianza de los inversores que tuvo el famoso “whatever it takes” en 2012 en boca de Mario Draghi. Este experto sin embargo apunta a la Teoría Monetaria Moderna (MMT, por sus siglas en inglés) que dice que el Quantitative Easing podría llevarse al extre-

mo visto que tanto los QEs como la compra de deuda por parte de los organismos centrales no han tenido un efecto negativo.

En este punto dicen los expertos que aunque el BCE es el que tiene un mayor problema porque tiene menos recursos (la FED al fin y al cabo ya había comenzado a subir tipos y a reducir su nivel de liquidez), ya ha hecho todo lo que podía y ahora son los gobiernos los que tienen que actuar. “Porque apenas ha habido reformas en Europa”, sentencia **Miguel Macho, Director de inversiones de Indosuez**, quien cree que hay “poca capacidad de reacción y escasa intención por parte de los gobiernos”.

» Hay que transmitir al inversor conservador que ya no hay activos sin riesgo y, para tener algo de rentabilidad, hay que asumir algo de riesgo

Es quizás ese uno de los factores a vigilar pero, si se miran los factores que podrían hacer descarrilar el actual ciclo económico, hay varios elementos que mirar de cerca. En primer lugar, el propio crecimiento eco- →





→nómico y posteriormente, la guerra comercial y los acuerdos que se puedan derivar de la misma. **Juan Pablo Calle, gestor de estrategias cuantitativas de Rentamarkets**, cree que esto podría tener una gran repercusión “que no sólo salpicaría a estos países sino que tendría un efecto en el resto”. Temas como el Brexit, el incremento de los populismos o la deuda son temas que podrían convertirse en un riesgo aunque, lo desconocido y lo que no se está monitorizando, siempre es el mayor riesgo para la economía y los mercados.

En este contexto, ¿se puede ser valiente invirtiendo en renta variable? Sí, pero depende del perfil del inversor. Porque la volatilidad, que se hizo evidente a finales de 2018, va a seguir estando en los mercados e incluso a ratios superiores a los que estamos acostumbrados. De hecho, la lectura que dejó el ejercicio pasado fue de “suspense” para la mayoría de los activos, “lo que se tradujo en pérdidas para las carteras, tanto conservadoras como agresivas, y para los inversores más conservadores (no acostumbrados a esa asunción de riesgo) ha supuesto su salida del mercado”, asegura **Gorka Apodaca, Portfolio Manager de Morabanc AM**.

De hecho, las caídas de finales de año han servido “para descubrir en muchos casos a clientes que estaban mal perfilados”, advierte el experto de Groupama AM que asegura que va a haber oportunidades este año para entrar en activos de riesgo. De hecho, Comín cree que no hay que dejarse llevar por el momento coyuntural del mercado “y debemos construir una cartera estratégica según perfil y necesidad del inversor”. Un sector que entona el mea culpa al “haber incrementado los perfiles de riesgo de los inversores ante una renta fija que no daba nada, evidenciando que muchos clientes se hayan dado cuenta de que estaban expuestos a un riesgo que no podían asumir”, asegura Macho.

Aquí más que buscar el activo que lo hará bien o el activo refugio, Yraola cree que es clave hacer un buen asset allocation. “Armar

» Los expertos creen que vamos a un período de menor crecimiento pero eso no supone que vaya a haber una recesión, sobre todo porque los bancos centrales no van a poner en riesgo el crecimiento



Afrontamos retos.
Aportamos soluciones.
Transformamos
nuestra sociedad.





→ un buen proceso de inversión que sea capaz de adaptarse al ciclo económico y evitar, en la mayor parte de lo posible, las pérdidas". El entorno actual demanda una buena combinación de activos que se adapte lo mejor posible al medio.

Emergentes, oro y liquidez, tres activos que son oportunidad

A la hora de definir mercados o activos que pueden estar dando una oportunidad, el experto de BBVA AM asegura que la gestora tiene una visión estratégica positiva hacia activos emergentes, tanto en renta variable como en renta fija. Una región que tiene "márgenes empresariales razonables en media histórica y con deuda emergente que ha sufrido en diferentes circunstancias, como la de Brasil, México o Turquía, que ofrece oportunidades tanto en divisa local como en dólares"; aunque es necesario matizar que es un activo con volatilidad que es necesario dimensionar bien en la cartera. Desde Indosuez apuntan a economías como India o China -que representan la mitad del crecimiento a nivel mundial- y temáticas sectoriales como la digitalización, robótica o ciberseguridad, al tiempo que destacan temáticas "menos de moda" como sector salud o el relacionado con la tercera edad.

Y ¿para el inversor conservador? El experto de Rentamarkets cree que el inversor conservador como tal no ya no existe "debemos empezar a hablar de un inversor moderado, pues siempre tendrá que asumir algo de riesgos".

A nivel de activos, desde Morabanc, Morata apunta al oro como "activo refugio que, si se introduce una pequeña parte en cartera, puede hacer que los rendimientos en caso de caídas no se vean afectados". Macho asegura que el oro físico puede ser una alternativa "a través de ETF". Este experto cree que la búsqueda de alternativas a una renta fija que no paga ha hecho que el peso de estas inversiones haya aumentado en los últimos años y "aunque no son activos que vayan a tener revalorizaciones exageradas, sirven para descorrelacionar la cartera de la renta fija y la renta variable". Y, aquí, la liquidez también cuenta como activo. Desde Groupama creen clave transmitir al inversor conservador que ya no hay activos sin riesgo y, para tener algo de rentabilidad, hay que asumir algo de riesgo. "Es importante quedarse con algo de peso en liquidez para aprovechar las oportunidades que presenten". ■



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

Cómo medir el impacto de una empresa en la sociedad

El papel que desempeñan las empresas en la sociedad es, cada vez más, objeto de debate. La crisis financiera global subrayó la estrecha relación entre los mercados financieros y la economía real. Hasta entonces, las grandes empresas crecían y prosperaban sin preocuparse en exceso por los costes que sus acciones acarrearban en la sociedad o en la economía. Sin embargo, la realidad es que las compañías no operan en un entorno aislado. Lo que pasa en la sociedad les impacta y éstas, a la vez, tienen un impacto en la sociedad, ya que forman parte de las comunidades en las que viven sus empleados, en las que venden sus productos y en las que se elabora el marco normativo en virtud del cual compiten.

En los últimos años este mensaje ha empezado a calar. Los costes están aumentando y los Gobiernos tienen menos capacidad para absorberlos, lo que está obligando a las compañías a responsabilizarse de las consecuencias de sus acciones. A través de medidas como la ley para establecer un salario mínimo, los impuestos sobre el azúcar, las restricciones al juego o los precios del carbono, entre otras, se generan gastos financieros que hasta hace bien poco no se tenían en cuenta. Por lo tanto, los costes que anteriormente se externalizaban a la sociedad se integran ahora en los estados financieros de las empresas.

A medida que tiene lugar este traspaso de responsabilidades, el volumen y la distribución de los beneficios en numerosos sectores está en riesgo, por lo que las compañías se verán sometidas a una presión cada vez mayor.

Desde el punto de vista de la inversión, este nuevo escenario también exigirá cambios ya que serán necesarios nuevos análisis que permitan identificar, medir y gestionar los riesgos a los que se enfrentan cada una de las empresas con el fin último de distinguir entre ganadores y perdedores. Con este objetivo, en Schroders hemos creado una nueva herramienta llamada SustainEx, que mide los costes que las compañías deberían afrontar si se pusiese un precio a todas sus externalidades negativas, o la revalorización que experimentarían si los beneficios derivados de sus operaciones quedaran reconocidos en el plano financiero. Esta información es de extrema utilidad para los analistas y gestores de fondos de Schroders a la hora de valorar las diferentes compañías de una cartera.

SustainEx atribuye costes y beneficios medioambientales y sociales que hasta ahora no se tenían en cuenta a empresas concretas, y utiliza la lógica económica para combinar sistemáticamente sólidos análisis académicos con datos sobre la empresa. A día de hoy, identificamos y examinamos 47 externalidades basándonos en más de 400 estudios aca-



Andrew Howard

*Head of Sustainable
Research de Schroders*

démicos, que se han aplicado a aproximadamente 9.000 empresas de todo el mundo.

Los 4,1 billones de dólares estadounidenses que generan las empresas cotizadas en concepto de beneficios para sus accionistas se reducirían un 55%, hasta los 1,9 billones de dólares, si todas las repercusiones sociales y medioambientales que se identifican en nuestro estudio se contabilizaran como costes financieros. Un tercio de las empresas pasaría a generar pérdidas.

» Sustainex es un nuevo sistema que permite cuantificar el impacto (tanto negativo como positivo) de una compañía en la sociedad, con el fin de ayudar a analistas, gestores de fondos y clientes a tomar mejores decisiones de inversión

El riesgo para los beneficios y la competitividad es evidente. Al cuantificar las repercusiones sociales y medioambientales en términos económicos, SustainEx proporciona a nuestros analistas, gestores de fondos y clientes un método de medición comparable entre compañías, fondos e índices con el fin último de tomar mejores decisiones de inversión.

En definitiva, la creación de Sustainex responde a la voluntad de ir un paso más allá en nuestro compromiso con la inversión sos-

tenible, donde es clave adoptar un enfoque de inversión activo que permita entender el modo en el que una empresa interactúa con la sociedad y su entorno. Solo así, podremos identificar aquellas empresas que más éxito tendrán en el largo plazo y nos aseguraremos entonces de que estamos preparados para el futuro incierto que tenemos por delante. ■



PER de Shiller: una asignación de activos confiable y racional

Históricamente, y en muchos casos todavía hoy, ratios como niveles de inflación esperados, estimaciones de movimientos de tipos de interés o la fluctuación del precio del petróleo han sido la base de muchos gestores para establecer sus niveles de exposición a los distintos tipos de activos y de esa forma preparar las carteras ante los distintos escenarios estimados futuros. Como se ha demostrado a lo largo de los distintos ciclos económicos, tres de cada cuatro estimaciones macroeconómicas se equivocan, impactando directamente en los resultados de esas carteras debido a una sobreestimación de fenómenos económicos que no llegan nunca a suceder o que su realización se dilata en el tiempo.

En medio de este proceso también intervienen factores emocionales que, evidentemente, juegan un rol perjudicial para una correcta y efectiva asignación de activos. Este es uno

de los factores de mayor riesgo dentro de este proceso, debido a que cada individuo tiene paradigmas conductuales arraigados a sus propias experiencias que llevan a la toma de decisiones irracionales.

Desde Amiral Gestion, hemos elegido un ratio objetivo y riguroso para llevar a cabo nuestro proceso de selección de activos. El PER de Shiller, que ha sido inventado por Robert Shiller y que ha conseguido el premio Nobel de Economía en el año 2013, apunta justo en la dirección de la racionalidad y la normalización del ciclo económico para determinar el nivel óptimo de exposición a la renta variable.

El mecanismo del ratio se basa en coger los últimos 10 años de beneficios de las compañías que componen el índice, calcular el nivel de precio/beneficio actual y, en base a la media histórica, determinar si debemos estar infra o sobre ponderados. A esto llamamos la normalización del ciclo, justo por coger un

periodo largo de tiempo. Es importante destacar que el PER de Shiller coge como índice de referencia al S&P 500 y nosotros realizamos un índice ponderado entre distintas geografías, pudiendo nuestro fondo invertir de manera global.

Las ventajas del modelo son múltiples:

- la rigurosidad del ratio con respecto a las valoraciones actuales, siguiendo el principio de la reversión a la media;
- el hecho de que no entren factores emocionales y de naturaleza humana en el proceso lo hace robusto y confiable; y
- la cartera se rebalanza de manera diaria según las valoraciones, permitiéndonos ser muy ágiles para aprovechar oportunidades en los mercados ante eventos inesperados. Este rebalaneo se realiza a través de futuros sobre índices debido a que es la forma más rápida y eficiente de hacerlo.

Ante la situación actual que atraviesan los mercados, pasando por las tensiones geopolíticas entre China y EEUU, la flexibilización de la política monetaria de la FED (por tiempo limitado), los retos demográficos que presentan la mayoría de las economías desarrolladas del mundo y

el alto nivel de endeudamiento de la gran mayoría de países occidentales, podemos concluir que el escenario es complejo para poder atinar de manera rigurosa nuestras expectativas y estimaciones macroeconómicas del futuro. Por eso, estamos convencidos de que es importante contar con un mecanismo que sea capaz de centrarse en datos reales y en estadísticas comprobadas para completar la ardua tarea de confeccionar una exposición óptima a distintos tipos de activos.

» Tres de cada cuatro estimaciones macroeconómicas se equivocan, impactando directamente en los resultados de las carteras debido a una sobreestimación de fenómenos económicos que se dilatan o no llegan nunca a suceder

Sextant Grand Large es nuestra estrategia mixta conservadora que utiliza el PER de Shiller desde el año 2010 y los resultados han sido extraordinarios, tanto en términos de exposición como niveles de volatilidad.

Apostamos firmemente por la racionalidad en momentos de euforia e incertidumbre. ■



**Francisco
Rodríguez D'Achille**

*Responsable de Desarrollo
de Negocio Institucional en
Amiral Gestion*

JOAO PENEDO | director financiero del grupo Zardoya Otis

“Seguimos con una política activa de adquisiciones a un ritmo medio de 5 por año”

Joao Penedo, director financiero del grupo Zardoya Otis nos habla de los planes de la compañía para los próximos años y el reto que va a suponer la digitalización como motor de cambio de un servicio cada vez más adaptado “a las necesidades de nuestros clientes”. **Por Raquel Jiménez y Silvia Morcillo.**

En el ejercicio fiscal 2017-2018 tuvieron un beneficio de 145,7 millones, un 4,6% menos que el anterior. ¿Cuáles han sido las principales causas en esta ligera caída?

Las dificultades macroeconómicas y políticas en algunos de nuestros mercados (Turquía y Oriente Medio, por ejemplo) han hecho disminuir las exportaciones y ello ha impactado en el beneficio. Además, el aumento del precio de las materias primas afectó negativamente los costes de nuestros productos. Por otra parte, en los últimos años estamos invirtiendo en nueva tecnología, y los resultados de esta inversión los disfrutaremos en próximos años.

Su negocio son los ascensores, pero tienen dos tipos de actividades: instalación de nuevos equipos y mantenimiento. ¿Qué peso tiene cada una y que previsiones de evolución tienen?

La venta e instalación de nuevos equipos representa el 7,2% de nuestra actividad, mientras que los servicios en su totalidad representan el 70,2%. La venta nueva esperamos seguir creciendo por encima de las tendencias del mercado de construcción y de nuestros competidores. En la parte de servicios, debido a su propia dimensión y nuestra posición de liderazgo, el crecimiento será inferior al de venta nueva, aunque prevemos también un crecimiento superior al del sector.

Finalmente, esperamos crecimiento en otros nichos de mercado en los que ya estamos presentes, como con las puertas automáti-

cas -que ha crecido a doble dígito de manera constante-, ascensores en barcos para cruceros y equipos de accesibilidad (principalmente salvaescaleras y plataformas).

¿Cuál es el principal mercado geográfico de Zardoya Otis por ventas?

Nuestro mercado va ligado a la fuerte implementación geográfica en la Península Ibérica y Marruecos. También son importantes las exportaciones al Sur de Europa, Oriente Medio y América Latina. La cifra neta de ventas de exportación consolidadas fue de 177,2 millones de euros, lo que representa el 22,6% de las ventas consolidadas del grupo.

Su sector está, en parte, ligado a la construcción de nuevas viviendas. ¿Cree que le queda mucho más recorrido al alza al ciclo inmobiliario?

Nos encontramos todavía en una recuperación moderada, situándose en 105.000 el número de viviendas iniciadas en España, cifra muy lejana a las 515.000 viviendas que se construían por ejemplo hace 20 años. Hay que destacar que además de la construcción de nuevas viviendas, la inversión en renovación y rehabilitación aporta a Zardoya Otis un crecimiento todavía mayor. En

Las dificultades macroeconómicas y políticas en algunos de nuestros mercados han hecho disminuir las exportaciones y ello ha impactado en el beneficio

Europa más de 60% de la inversión en construcción se destina a este segmento, en el que tenemos un posicionamiento excelente.

¿Qué retos se ha marcado la compañía para 2019?

El reto de la digitalización va marcar definitivamente este año. Queremos una empresa con un servicio cada vez más adaptado a las necesidades de nuestros clientes, haciendo uso de las tecnologías punteras para conectar a los usuarios con sus ascensores y con la red de asistencia técnica. En estos momentos tenemos 70.000 ascensores monitorizados. Durante 2019 planeamos conectar otras 20.000 unidades.



¿Cuál es el valor diferencial que ofrece Zardoya Otis al inversor minorista?

Nos diferenciamos por la constancia de unos resultados operacionales robustos y una retribución trimestral al accionista. En los últimos siete años hemos distribuido más de mil millones de dividendos, que es una cifra espectacular para una compañía de nuestras dimensiones. Somos un valor seguro que sigue dando satisfacción a un abanico amplio de inversores minoristas.

Zardoya Otis lleva desde 2016 pagando 0,08 euros en cada uno de sus cuatro dividendos anuales, ¿prevén un incremento en la retribución al accionista a futuro?

Hemos mantenido el dividendo estos últimos tres años. Estamos trabajando con el objetivo de incrementar la retribución al accionista, y confiamos vaya en consonancia con el incremento del beneficio.

¿Cuáles son los objetivos de crecimiento de Zardoya en próximos años? ¿Será orgánico o inorgánico?

Seguimos con una política activa de adquisiciones a un ritmo medio de 5 adquisiciones por año. En 2018 adquirimos una empresa de ascensores en Andorra, Lliset, que nos permitió aumentar nuestra cobertura geográfica. Además, en los próximos años esperamos que el crecimiento orgánico sea más importante que el obtenido vía adquisiciones.

A nivel de inversiones, ¿qué cifra manejan?

En los dos últimos años invertimos cerca de 10M euros en adquisiciones de empresas y cerca de 7M euros en herramientas, equipamientos industriales y digitalización. No tenemos límites en nuestra cifra de inversión y ésta depende de las oportunidades en el mercado, ya que contamos con una posición de balance muy sana que nos permite realizar inversiones más significativas. Por ejemplo, en 2013 compramos Enor por unos 175 millones de euros. Este año empezaremos la construcción de nuestra nueva fábrica en San Sebastián. Una inversión total de cerca de 20M euros que nos dotará de un moderno y competitivo complejo industrial. ■



Greenergy, con el sol y el viento a favor

Si hay una compañía que lleva en su ADN el triunfo de las energías renovables esa es Greenergy Renovables. Una compañía nativa renovable que ha sabido permanecer fiel a su esencia doce años después de su puesta en marcha.

Greenergy ha presentado unos resultados anuales que han supuesto un punto de inflexión en la evolución de la compañía, generando gran expectación ante la comunidad de inversores institucionales en el evento de presentación realizado en la Bolsa de Madrid, como preámbulo a su salida al Mercado Continuo.

Y es que estas cuentas reflejaron una nueva dimensión de compañía, tal y como ya anticipó el Plan de Negocio 2018-2020 publicado meses antes, pues no solo cumplieron con los objetivos previstos, sino que los superaron, mostrando el potencial de crecimiento de la multinacional y permitiéndole seguir adelante con los siguientes pasos estratégicos.

Así, Greenergy consiguió incrementar su beneficio un 274% hasta los 13,1 millones de euros

el año pasado o, lo que es lo mismo, hasta los 0,54 euros por acción. Además, la compañía también vio crecer sus ingresos un 16% hasta los 55,5 millones y consiguió triplicar su EBITDA, alcanzando los 22 millones de euros. Todo ello, al mismo tiempo que experimentó una situación de desapalancamiento financiero, con un nivel de deuda cercano a cero, y cuyos fondos propios casi se duplicaron hasta los 29 millones de euros.

Una estructura de balance prácticamente perfecta para acometer nuevas inversiones, que ha sido posible gracias a un contexto propicio a nivel global, como así lo refleja el reciente dato publicado por la Agencia Internacional de las Energías Renovables (IRENA), que asegura que la energía renovable representa ya un tercio de la capacidad energética mundial, después de que esta aumentara un 7,9% hasta los 171 GW en 2018, impulsada por las nuevas incorporaciones de energía solar y eólica, que representaron el 84% del crecimiento.

Pero también gracias a la diversificación geográfica y tecnológica que la compañía ha consolidado en los últimos años y que ha dado

lugar a una cartera de proyectos de más de 2.5 GW en diferentes etapas de desarrollo y que está previsto que aumente hasta los 5 GW en el corto-medio plazo.

De este modo, en esta cartera de proyectos doblemente diversificada destaca España, donde posee un pipeline de más de 1 GW repartidos entre Castilla La Mancha, Comunidad Valenciana o Andalucía. También Chile, con un pipeline superior a 800 MW en 38 proyectos, donde Grenergy es la compañía con más plantas fotovoltaicas conectadas a la red con 20 plantas conectadas y 9 en construcción.

Igualmente, en Perú la compañía tiene una cartera de 382 MW tanto segmentado en proyectos solares y eólicos en las zonas con más recursos del país. También en Colombia (con 140 MW en distintas fases de desarrollo), Argentina (con un proyecto eólico de 24 MW adjudicado con un PPA, financiado y actualmente en construcción) o México (con 30 MW adjudicados en San Miguel de Allende en la subasta de 2017).

Presente ya en los retos futuros

Por tanto, como se desprende de este pipeline, uno de los retos de Grenergy pasa ahora por reforzar su posición como productor independiente de energía (IPP), teniendo en cuenta la fuerte irrupción de los contratos de compraventa de energía a largo plazo (PPA) que están revolucionando completamente el panorama energético mundial. Eso sí, no sin ello desatender la particular estrategia de rotación de activos que ha permitido a la compañía crecer de forma orgánica y convertirse en un actor de referencia en el sector.

Asimismo, también será importante seguir trabajando en los próximos años en el desarrollo de proyectos solares y eólicos que permitan avanzar hacia sistemas de producción de 24 horas. Y es que para lograr una matriz 100% renovable, es imprescindible que la fotovoltaica y la eólica trabajen juntas, so-

» Para lograr una matriz 100% renovable, es imprescindible que la fotovoltaica y la eólica trabajen juntas, sobre todo porque ambas son actualmente las energías más competitivas del mercado

bre todo considerando que ambas tecnologías han madurado y que actualmente son las energías más competitivas del mercado. Todo ello, junto con el desarrollo y abaratamiento de las baterías de almacenamiento, donde Grenergy también trabaja en un proyecto piloto, serán los ejes que muevan el futuro más inmediato de la compañía y también los de la industria renovable. ■



David Ruiz de Andrés

Presidente Ejecutivo y
Consejero Delegado de Grenergy



Izquierda a derecha y de atrás hacia delante: **Javier Lasa** (Dentons), **Victor Peiro** (GVC Gaesco Beka), **Hugo Galindo** (Grenergy), **Juan Ferrero** (Naturgy), **Santiago Domínguez** (Endesa), **Ángeles Mora** (Siemens Gamesa), **Carolina García Barquero** (CIEMAT) y **Silvia Morcillo** (Estrategias de inversión)

Eficiencia y regulación,

claves en el desarrollo de una industria (renovable) que tiene todo a favor

El acceso a la financiación, la mejora en la eficiencia de las subastas y la implementación de tecnologías que permitan almacenar o tener un punto de conexión son algunos de los retos de un sector, el de las renovables, que vive un momento inmejorable. Las perspectivas son halagüeñas sobre el sector aunque la precaución sobrevuela cuando la palabra burbuja vuelve a planear sobre el mismo. **Por Silvia Morcillo**

El punto de partida es más que interesante: todas las políticas de todos los gobiernos a nivel global están alineadas en que las energías renovables son el presente y futuro. **Hugo Galindo, director general de Grenergy Renovables** habla de la idiosincrasia del mercado español. “En los años de las tarifas se instalaron 4.000 MWh de energía fotovoltaica, hubo un parón durante muchos años y ahora parece que volvemos a estar en niveles de burbuja. En este sentido, hay que medir

muy bien los tiempos para que no se vuelva a producir una burbuja por lo que los gobiernos tienen un papel importante”. Con lo que, a priori, todo parecen vientos de cola: tanto energéticas tradicionales como petroleras están desarrollando proyectos renovables y hay que aprovechar el momento pero “haciéndolo de una forma escalonada”.

En este sentido, **Carolina García Barquero, investigadora energías renovables, sección eólica de CIEMAT** cree que hay lecciones

aprendidas de aquellos tiempos, entre otros, “los mecanismos de soporte. Nadie puede estar en contra de que la estabilidad de las políticas energéticas y la seguridad jurídica es imprescindible para que no haya burbujas y, desde nuestro punto de vista, los sistemas de financiación antiguos también son creadores de burbujas”. Esto sigue siendo reto.

Pero vayamos por partes. España se prepara para que en 2020 estén funcionando más de 6.500 megavatios nuevos de energía renovable, fundamentalmente eólica y fotovoltaica. En 2010 partíamos de un mix de renovables del 17,5% en España y diez años después hay que llegar al 20%. Y ¿después? Las cifras bailan entre la directiva de Bruselas que dice que tiene que ser un 27% y el 42% del Plan Nacional integrado de energía y clima. “Esto no es una burbuja, es que es una obligación llegar a esos niveles”, sentencia **Javier Lasa, director del departamento de energía en Dentons**.

El marco retributivo ha cambiado notablemente y, de hecho, hay tres tipos de retribución: contra la producción para los proyectos anteriores a 2014, retribución a la inversión y pool. Actualmente no se puede hablar de activos regulados sino “merchant” siendo una de las barreras para el actual desarrollo de estos proyectos la financiación, en un momento en que los bancos ya no ven tan claro el panorama actual como en el pasado. De hecho, hasta que se decretó la moratoria renovable, en 2012, el Gobierno aseguraba unos ingresos por la producción de energía a través de renovables. Las subastas de potencia instaladas en 2016 y 2017 se hicieron con el máximo descuento a la inversión permitida, lo que se traduce en que las plantas tendrían unos ingresos cercanos a los precios de mercado, es decir, la potencia instalada iría sin ayudas públicas. Sin embargo, hay una barrera que impide que se desarrollen proyectos renovables en España: la financiación.

La financiación de proyectos hacia PPA

El sector cree que el camino que llevan las energéticas es hacia PPA (Power Purchase Agreement), un acuerdo o contrato de compraventa

de energía entre un generador y un comprador, generalmente a largo plazo. La banca ha pasado de financiar en el pasado más del 80% de los proyectos de renovables a limitar su participación a entre el 40-60% como máximo. Lo que deja paso a capital privado. El directivo de Grenergy es claro: en el mercado español hay dos filosofías muy opuestas, de un lado están BBVA y Banco Santander que no financian ni a pool ni a subastas y de otro lado, Sabadell lidera la lista de bancos que financian proyectos a merchant. Por su parte, la banca europea “tiene muy interiorizado el tema y están dispuestos a entrar en España asumiendo cierto riesgo merchant pero con un PPA que lo sustente”, asegura Galindo. Es hacia donde va un sector en el que las subastas han sido herramienta fundamental pero ya han jugado su papel. **Juan Ferrero Carbajo, Gestión cartera de desarrollo en Naturgy** resalta la importancia de los PPA en estos momentos porque “hay señal de precios que los hace atractivos. Pero si se llega a la penetración de renovables que plantea el plan va a hacer que el precio de mercado baje y se pierda ese incentivo con lo que los mecanismos de subasta van a ser necesarios”.

» En el sector de generación renovable las cosas pueden ir bien o muy bien. No hay alternativa peor y es un caso único en el que confluyen: sensibilización del cliente, marco tecnológico e impulso regulatorio

Claro que, si se quiere que los bancos entren a financiar, habrá que cambiar los criterios. Una subasta consiste “en una especie de TIR que se revisa cada 6 años y derivada del sistema retributivo, con lo que el precio no es seguro”. En este punto, **Ángeles Mora, responsable de regulación y mercados de Siemens Gamesa** cree que lo ideal sería que fuera un precio fijo, como están haciendo otros países en Europa. “De hecho, eso no implica que sea superior al precio del mercado eléctrico. Al final, lo único que necesitan las renovables es visibilidad de ingresos”. →



→ Y para ello, nuevamente, es evidente la necesidad de financiación. El experto de Dentons cree que uno de los riesgos que ve es la relación que tiene el off taker – el comprador y quien toma el riesgo – y lo que piden los bancos financiadores al promotor, es decir, las garantías. Una situación que tiene ventaja para las compañías grandes. “Hacer PPA con proyectos concretos tiene un riesgo elevado para el off taker pero también para el promotor, que se “casa” con ese off taker por 15 años. Por eso las garantías tienen que ser recíprocas”, asegura **Santiago Domínguez, responsable generación hidráulica, división renovable Endesa**. Y Un punto más: “ahora mismo los bancos no financian si el off taker no es Investment Grade y con este rating en España se pueden contar con los dedos de la mano, de ahí que nos vayamos a Europa”, asegura Galindo.

A día de hoy nadie duda de que tanto eólica como fotovoltaica son las dos energías que llevarán las riendas en el futuro energético. “Son las dos energías que marcarán tendencia. La fotovoltaica tiene una ventaja que es el tiempo de desarrollo e incluso, a nivel de capacidad, tiene más ventaja porque tecnológicamente tendrá un mayor desarrollo”, asegura el experto de Naturgy. De hecho, “la curva de instalación (en Gb instalados a nivel

mundial) está llegando a la altura de la eólica y de hecho, las expectativas de reducción de precios son del 40-50% fotovoltaica y del 20% en la eólica”, advierte García Barquero. Con lo que parece claro que el mix energético para 2030-2035 tiene que estar liderado por la fotovoltaica, la hidro y la combinada con algo de backup “y que permitirán gestionar mejor la curva de producción”, sentencia la experta de Siemens Gamesa.

¿Y qué ocurre con la energía offshore? En España no ha desarrollado todo su potencial porque “no hay plataforma continental, con lo que habría que tener soluciones flotantes ante el boom que se espera en los próximos años”, dicen en

CIEMAT. Una energía que tiene sentido por una cuestión de eficiencia y costes. Desde Endesa asumen que España tiene una peculiaridad y es que tiene mucho sol y poca →

» Para que las perspectivas se cumplan, la gestionabilidad de las energías tiene que ser un punto clave, sobre todo en el tema del almacenamiento

¿CUÁL ES LA ENERGÍA DE TU FUTURO?

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

What's your power?



→ densidad de población. Esto se junta con que no tenemos plataformas, con lo que hay que irse a inversiones más altas en offshore, con costes de energía muy altos. Y otro de los retos es la conexión porque “si llegas a tierra con 1000 MWh tienes un problema”.

Y aquí surgen variables como el almacenamiento o las baterías que “serán viables cuando haya retribución a la firmeza en la potencia. Ahora, como hay sobrecapacidad, no hay retribución a la potencia firme con lo que poner baterías viendo que no hay valor sería solo por la diferencias en precio, que se las come el propio rendimiento de baterías”, asegura Domínguez. En cuanto al tema del almacenamiento en la compañía son claros: el problema es que los almacenamientos por baterías o por aire comprimido son costosísimos a día de hoy.

Aquí es donde entra en juego el papel de la tecnología. Los expertos ven dos mundos distintos: en la generación hay proyectos de eficiencia de la operación de instalaciones que ayuda a tener un volumen amplio para hacer análisis estadísticos o IA para detección de fallos. “Esto lo hace todo el mundo, tiene sentido pero el retorno es marginal, es decir, no se duplica la eficiencia de una instalación. Un segmento que tiene un impacto pequeño pero al que se dedica mucho esfuerzo”, aseguran en Endesa.

A nivel inversor, **Víctor Peiro, director general de análisis de GVC Gaesco Beka** cree que la palabra burbuja es de la que nadie quiere oír hablar y por la que todo el mundo pregunta. “Yo soy pro renovables pero me enfrente a gente que cree que puede haber una burbuja en el mercado más cuando ya hay empresas, como ACS, que han anunciado sacar a bolsa su negocio de renovables como lo hiciera Iberdrola en 2007. **El responsable de generación hidráulica, división de renovables de Endesa** no cree que el momento actual se pueda calificar como burbuja, más viendo que todos los partidos políticos llevan en sus programas la lucha contra las emisiones. Esto “supone la descarbonización del sector energético y electrificar cosas que ahora mismo emiten, lo que tendrá impacto en la demanda”.

Pero ¿qué tiene que mirar un inversor que va a invertir en el sector? Desde Grenergy apuntan la diversificación tecnológica y geográfica como punto de partida. A nivel tecnológico, que tengan implementadas distintos métodos de generación y, a nivel geográfico, que no asuman el riesgo de un cambio regulatorio afecte al 100% de la empresa. En la bolsa española hay 4-5 empresas con son eminentemente renovables, con rentabilidades anuales más que positivas y es un sector que parece tener todos los ingredientes para hacer más eficiente y rentable el sector a largo plazo. ■

Un cambio.
Eso es lo que necesita
el cambio climático.

Ya suministramos la energía equivalente
al consumo de casi 3 millones de hogares
gracias a viento, agua y sol.

Naturgy 

naturgy.com



Invertir en redes de electricidad es la clave para una transición energética real



La sociedad y la administración comprenden que no habrá transición energética sin inversión; la cuestión ahora es si realmente hemos identificado dónde se debe invertir para facilitar una transición real.

La respuesta es clara: se debe invertir prioritariamente en redes de electricidad y el marco regulatorio debe incentivarlo con las señales de retribución adecuadas.

Lograr una economía descarbonizada requiere electrificación y, por lo tanto, avanzar no sólo en disponer de más generación renovable sino también en que sea posible integrar en el sistema eléctrico la generación renovable y distribuida, el autoconsumo, el vehículo eléctrico y el almacenamiento, además de permitir una gestión activa de la demanda. Todos estos elementos tienen un denominador común: para poder desarrollarse necesitan una red eléctrica tecnológica y digitalmente muy avanzada.

Podemos afirmar que, sin lugar a dudas, las redes de electricidad por sí solas no son condi-

ción suficiente pero sí imprescindible, porque son el campo de juego necesario para que se desarrolle el ecosistema de nuevos agentes que aparecerán en escena a la luz de una verdadera transición energética.

España parte con una gran ventaja para acometer esta transición porque su sistema eléctrico, y en particular la distribución, es un caso de éxito a nivel europeo por su robustez, fiabilidad, bajo coste y alto nivel de tecnificación (despliegue de *smart meters* completado, gran densidad de telecontroles, etc.).

No obstante, los distribuidores deben avanzar aún más en tecnificar la red, en especial la red de media y baja tensión, para dotar al sistema de la flexibilidad que permita integrar recursos energéticos distribuidos, el autoconsumo y la movilidad eléctrica. Y, por otra parte, digitalizar los procesos de explotación de las redes, elemento que será la clave para evolucionar la red desde una plataforma física a una virtual en la que los diferentes agentes puedan interactuar con el distribuidor para optimizar una generación y una demanda

cada vez más dinámicas y distribuidas. Pero esta labor es ingente: los distribuidores gestionamos más de 1.000.000 de kilómetros de redes en España con casi 30 millones de puntos de entrada/salida de energía. Tecnificar y digitalizar este sistema requerirá fuertes inversiones, más de 25.000 millones de euros hasta 2030 según el informe “La contribución de las redes eléctricas a la descarbonización” realizado por Deloitte.

Para movilizar este capital es imprescindible un marco retributivo de la actividad de distribución adecuado, que reconozca el esfuerzo de inversión necesario y su criticidad y, en consecuencia, reconozca una rentabilidad razonable a las inversiones.

Además, el esquema retributivo debe reconocer el perfil de riesgo adicional que tienen las inversiones en tecnología y digitalización, e incentivar la innovación para mantener la industria eléctrica española en la vanguardia.

En este sentido, creo firmemente que se deben desarrollar mecanismos legislativos que permitan el desarrollo de *fintech* eléctricas, como mecanismo para pasar lo antes posible de la innovación en el laboratorio a la escala real, sin poner en riesgo el sistema eléctrico.

Invertir en redes es, también, una de las grandes palancas para aprovechar la oportunidad de transformar nuestro modelo productivo al amparo de la transición energética, posicionando nuestra industria eléctrica en la vanguardia mundial en los albores de la electrificación a escala global. Invertir en redes eléctricas es invertir en el futuro de nuestra industria, en el futuro de nuestro país y de nuestra sociedad.

Por todo lo expuesto, UFD, la distribuidora de electricidad de Naturgy, apuesta por invertir en las redes y destinará alrededor de 1.000 millones de

euros en el periodo 2018-22 en tecnificar y desarrollar sus redes, que dan servicio a más de 3,7 millones de puntos de suministro en España.

En definitiva, invertir en redes de electricidad es imprescindible para construir el futuro descarbonizado que nos hemos propuesto, generando una gran oportunidad de desarrollo para nuestro país. ■



Raúl Suarez

Director de UFD, filial de distribución de electricidad de Naturgy

» Se debe invertir prioritariamente en redes de electricidad y el marco regulatorio debe incentivarlo con las señales de retribución adecuadas



¿Cómo está cambiando la tecnología a la industria de la gestión de activos?

¿Sabía usted que el año 2018 empezó con 25 unicornios del mundo *fin-tech* (finanzas y tecnología) con una valoración acumulada de más de 80.000 millones de dólares? Para el que no esté familiarizado con la terminología, un unicornio se llama a una empresa o *startup* de reciente creación cuya valoración supera el billón de euros o dólares. De estos 25 unicornios, 4 están en Europa, 5 en Asia y 16 en EEUU, lo que nos indica que en Europa vamos algo retrasados frente a Estados Unidos en el mundo tecnológico.

La relación de todos nosotros con el mundo financiero ha cambiado en los últimos años y va a cambiar radicalmente en los próximos. La velocidad de avance de la tecnología es exponencial y no podría ser de otra manera en el sector financiero. Por poner un ejemplo, en Estados Unidos la adopción del teléfono tardó 76 años en llegar al 50% de los hogares del país, mientras que los smartphones tardaron sólo 10 años en conseguir lo mismo.

En el universo de la gestión patrimonial han aparecido los *robo-advisors* que ayudan a los

clientes a gestionar sus ahorros de manera digital y eficiente. Los primeros fueron fundados en 2008 en Estados Unidos, aunque el término *robo-advisor* se usó por primera vez en marzo de 2002 por Richard J. Koreto en un artículo en la revista Financial Planning. Desde 2008 esto ha crecido exponencialmente. Por dar algún dato, sólo los cinco mayores *robo-advisors* en EEUU gestionan hoy más de 190.000 millones de dólares, lo que sería el equivalente aproximadamente al 35% de todo el mercado de Banca Privada en España hoy en día.

Analizando cómo la tecnología está cambiando la gestión de patrimonios encontramos un buen ejemplo en España en la empresa Finletic. Esta *fin-tech* nace de la unión de dos mundos, dos de los fundadores vienen del mundo financiero y más en concreto del de la gestión de altos patrimonios. Los otros dos, emprendedores en serie del sector tecnológico e internet.

Finletic ayuda a los clientes, independiente del patrimonio, a alcanzar sus objetivos personales a través de la correcta gestión de su patrimonio. Finletic abre una cuenta en un banco de

reconocido prestigio en nombre del inversor y le provee de las herramientas para que pueda definir su política de inversión personalizada. Todo esto de manera digital y al ritmo que el cliente decida, sin que éste tenga que moverse del sofá. Esta *fintech* no es un *robo-advisor*, en el sentido más estricto de la palabra, pues no es la tecnología la que toma las decisiones de inversión en nombre del cliente. En su lugar, un equipo de inversiones es el que toma las decisiones de inversión.

Por supuesto, permite al cliente retirar su dinero o cancelar su cuenta en cualquier momento sin coste y de manera totalmente digital. Además, Finletic permite tener un asesor personal que le acompaña por el camino si la inversión es de más de 500.000€.

Esto ya es una realidad en España, algo que nos podría parecer ciencia ficción hace pocos años. La tecnología se centra cada vez más en las necesidades de los clientes para hacerles la vida más fácil y aprovechar las economías de escala para reducir los costes a los inversores.

¿Cómo elegir el mejor gestor patrimonial digital?

Lo primero, validar la experiencia del equipo fundador de la empresa, tamaño del resto del equipo y su experiencia (mundo tecnológico o financiero, experiencia previa en lo mismo que ofrecen, etc.). El segundo punto sería validar si el proyecto es viable a largo plazo, es decir, si es robusto o podría quebrar en cualquier momento (ver quién está detrás, accionariado, independencia, rondas de capital, regulación CNMV, facturación y números).

Lo siguiente es analizar su enfoque del servicio. Por ejemplo, no es lo mismo meter a todos los clientes de un mismo perfil que crear una política de inversión

personalizada basada en sus objetivos. Y, por último, analizar el enfoque en la inversión: los productos utilizados, entidad de custodia, etc.

La estimación de McKinsey es que en 2020 habrá aproximadamente 1 trillón de dólares de inversores gestionados por las *fintech* a nivel mundial. Por tanto, como inversores, debemos estar muy contentos ya que el mundo *fintech* ha llegado para quedarse y está aquí para ayudarnos operativamente y para reducir los costes actuales en entidades tradicionales. Además cada día aparecen nuevos servicios y entidades para cubrir nuestras necesidades de una manera muy innovadora. ■



**Jorge Coca
Marqués**

*Profesor del programa directivo
Private Wealth Management
del IEB*

» El mundo *fintech* ha llegado para quedarse y está aquí para ayudarnos operativamente y reducir los costes actuales en entidades tradicionales

Cómo la inteligencia artificial puede ayudar a alimentar al mundo

Se estima que para 2050 la producción mundial de alimentos aumentará entre un 25% y 70%, debido a la previsión de que la población mundial crecerá en el entorno de los 9.000-10.000 millones de habitantes¹. En el gráfico podemos ver lo siguiente:

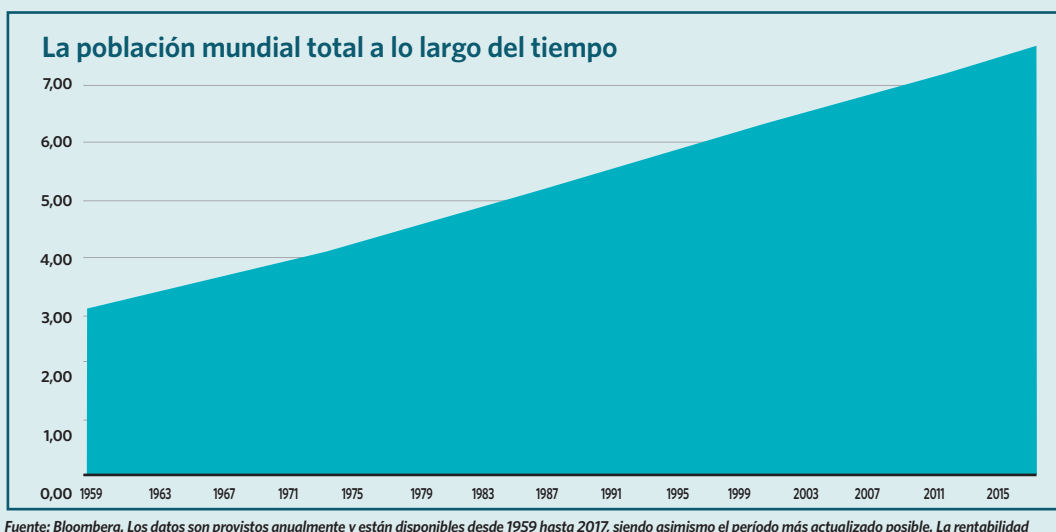
- A fines de 1959 la población mundial se estimaba en un poco menos de 3.000 millones de habitantes, lo que significa que se ha más que duplicado en aproximadamente 70 años. Si las predicciones anteriores resultaran correctas y estuviéramos acercándonos a los 10.000 millones a partir de 2050, sería un incremento de más del triple en un período de aproximadamente 100 años.
- Hay que recordar que esto no se distribuye de manera uniforme: los datos demográficos

de muchos países desarrollados muestran poblaciones envejecidas, así como en procesos de crecimiento lento o de reducción. Esto hace que dentro del mundo emergente surjan muchas oportunidades de desarrollo.

Tenemos que cultivar más alimentos en los próximos 30 años, que lo cultivado en los últimos 8.000

Teniendo en cuenta la cantidad de superficie arable sobre la que se puede cultivar, hay una gran prima para mejorar el rendimiento y uso sobre lo que se puede cultivar a partir de lo que tenemos. La inteligencia artificial (IA) y el aprendizaje automático ya pueden ser útiles de varias maneras y, ciertamente, esto avanzará con el tiempo:

- Se pueden mejorar las técnicas de mapeo de suelos, desarrollando capacidades para generar una mayor precisión en áreas más



Fuente: Bloomberg. Los datos son provistos anualmente y están disponibles desde 1959 hasta 2017, siendo asimismo el periodo más actualizado posible. La rentabilidad histórica no es ningún indicativo de rentabilidad a futuro y cualquier inversión puede perder valor.

grandes y combinarlas con los datos obtenidos a una mayor profundidad subterránea. Esto es esencial para comprender los patrones de nutrientes actuales, los cuales determinan el tipo de plantas que idealmente prosperarían más en unas áreas que en otras.

- Las aplicaciones como FARMWAVE pueden usar algoritmos de aprendizaje profundo para diagnosticar plagas y enfermedades de plantas. Los agricultores humanos, por ejemplo, si bien sabrían cuándo serán atacadas sus manzanas por plagas, no sabrían exactamente qué plagas habrían sido. Un proceso que en el pasado ha tomado días o semanas, incluso con entomólogos involucrados, no se puede lograr con una aplicación de un dispositivo móvil en sólo segundos².
- También es posible utilizar la tecnología de infrarrojos para monitorear la capacidad fotosintética y, por lo tanto, predecir el estado futuro de los campos.

Cada enfoque descrito aquí, dependería de la tecnología de captura de imágenes de aviones no tripulados u otra combinación con los protocolos de reconocimiento de imágenes. Se podría programar a las máquinas utilizando las bases de datos de imágenes existentes para reconocer las diferencias entre los cultivos sanos, los cultivos mediocres y los cultivos problemáticos y después recomendar diferentes acciones a los agricultores.

La IA puede ayudar en cada fase del proceso de producción de alimentos

Si bien nos hemos enfocado principalmente en la producción de alimentos y la agricultura, la IA se puede utilizar para ayudar a proporcionar alimentos frescos a las personas que los necesitan. El desperdicio de alimentos, así como su deterioro, es un problema importante. Las empresas han comenzado a aplicar enfoques algorítmicos para la gestión de inventarios. La IA puede buscar patrones y comprender mejor lo que necesitan las tiendas de comestibles de manera individualizada, determinando asimismo el momento específico de sus necesidades. Shelf Engine es uno de estos ejemplos y las tiendas que han adoptado dichas técnicas de ordenamiento predictivo han reducido sus desperdicios en un 50%.

Para nosotros está claro que la IA tiene un futuro brillante para ayudar a las personas a resolver un problema muy real: la seguridad alimenticia mundial. ■



Christopher Gannatti

Head of Research WisdomTree

¹ Fuente: "Food + Tech: From Soil to Supper." Refresh. Publicado por el Swell Creative Group, en 2018.

² Fuente: Refresh, 2018.

ÁLVARO ANTÓN LUNA - COUNTRY | Head Aberdeen Standard Investments Iberia

“Si huele mal, no invertimos”

Álvaro comenzó su carrera en 1999 como analista de GEM en Aberdeen en Londres, quizás ello explica su pasión por estos mercados. En 2013 piensan en él como co-fundador de la oficina de Aberdeen Iberia. Y en 2018 es nombrado Director General de ASI Iberia. Es padre de tres hijas y disfruta jugando al golf, pádel y practicando esquí. Participa activamente con CUNEF (donde estudió), en el programa de emprendedores, apoyando a jóvenes universitarios en su integración a compañías y en proyectos de emprendimiento. **Por Consuelo Blanco.**

Tras la fusión “muy bi-polarizada” de las escocesas Aberdeen AM y Standard Life en 2017, el enfoque sigue siendo el mismo: **ser de las primeras gestoras a nivel mundial**, con una **gama de productos o book más diversificado “agrupando lo mejor de cada casa”**. Álvaro Antón-Luna habla de fusión bi-polarizada porque viendo las bondades y capacidades de los dos “monstruos” fusionados sabemos que:

- **Aberdeen, primera gestora con presencia en mercados emergentes**, contaba con un *track record* que se remonta a 1985, top 1, 2 ó 3, con cerca de 100 gestores en el terreno y 13 oficinas y un sesgo hacia mercados emergentes. Y en España, con un cliente más conservador y que sólo asignan entre un 2-3% a estos mercados, es cuando surge la pregunta ¿qué se gana con la fusión con Standard Life?
- **Standard Life es el mayor fondo de pensiones y la mayor aseguradora del Reino Unido**, con una **gestión central o core de baja volatilidad**. Una volatilidad y retornos mucho más controlada, más largoplacista, es decir, productos que te demandan un fondo de pensión. Producto mucho más para redes españolas, clientes de banca privada y en general más conservadores.

Con esta fusión logran en España una mayor penetración entre los clientes, con los productos de “este monstruo”: **Aberdeen Standard Investments**, con **cerca de 800.000 millones**

de dólares de activos bajo gestión, es la **mayor gestora activa en Reino Unido** y la **primera mayor gestora independiente europea**.

El desglose de esos activos en las diferentes estrategias es el siguiente: renta variable (27%), renta fija (24%), multiactivos (25%), monetarios (7%) y el resto en soluciones de inversión, real estate y private equity en fondo de fondos, lo que da a la nueva entidad ese carácter global, con un book de productos más sofisticado que ambas gestoras buscaban con su unión.

En **real estate ASI se han convertido en primera gestora de Reino Unido** y en la **segunda gestora europea** por detrás de Axa.

“Toda la parte de **Renta Fija** (excepto mercados emergentes) con sus gestores **ha predominado Standard Life**; y en **Renta Variable y emergentes es Aberdeen** (excepto RV Europa pequeñas compañías)”, comenta Antón.

Lo anterior fue resultado de un minucioso análisis producto a producto, considerando *track record* de cada uno, activos gestionados, equipos, historias buenas que contar a los clientes. Adicionalmente decidieron racionalizar su gama de productos hasta llegar a 80 en total.

Álvaro nos comenta que, en España, tras los fuertes reembolsos en fondos de retorno absoluto en 2018, los productos con mayor peso dentro de su distribución son los multiactivos, y comenta sobre sus productos Aberdeen Stan-



dard SICAV I - Diversified income fund o Aberdeen Standard SICAV I - Diversified Growth Fund. Son dos multiactivos, con liquidez diaria, long only, sin derivados ni estrategias raras, sin opacidad típica del retorno absoluto y con un target return de cash + 4.5%-5%. Invierte un 30% en RF, un 25% en RV, en alternativos líquidos 30% y el resto en cash/ABS.

Este producto gusta mucho, al tener acceso al mercado de alternativos desde 0 euros sin ser inversor institucional, democratizando el producto a un precio muy asequible. Este alternativo es el equivalente a una renta fija con un yield mensual (0,38%) buscando ser sustitutivo del depósito, con preservación de capital. Tienen una volatilidad histórica del 4% y rentabilidad histórica desde 2011 del 5%. Es premio de la industria de fondos de pensiones en 2017 por su baja volatilidad, protección en momentos de caídas de mercados, por su innovación y generación de rentas.

Es indiscutible que en España ha calado significativamente el producto de rentabilidad objetivo y el multiactivo con muchos derivados, así como los productos de retorno absoluto. "Han sido una fiebre, a pesar de que es un producto más difícil de entender para un cliente *retail* que un *High Yield* europeo".

Álvaro no considera que haya habido una mala venta de estos productos, sino más bien una falta de entendimiento, porque el cliente no parece ser consciente que hay que mantener el producto hasta el vencimiento para alcanzar ese retorno absoluto, y no salir a vender antes por ver en un momento una rentabilidad negativa. A pesar de la evolución financiera que ha habido, al cliente español aún le cuesta el largo plazo.

Presión en costes y comisiones, pero ASI ya ha hecho sus deberes ... →



→ Hay una tendencia a nivel global de reducción de las comisiones de los productos o fondos de inversión porque hay una amenaza: los ETFs. Las gestoras activas tienen que luchar contra ello, con una verdadera generación de alfa y valor añadido. Por otro lado, también hay una mayor necesidad de incrementar la inversión en tecnología, en control de riesgos y compliance para poder cumplir con los requisitos regulatorios y ser una verdadera gestora global.

Desde la fusión, **ASI ha podido reducir las comisiones un 15% de media**, y a su vez **ha incrementado los equipos de control de riesgos y de compliance**, ofreciendo una **gama muy diversificada de productos**.

¿Hay mercado para todos en España? “Va a haber consolidación, España va retrasada en este sentido, pero llegará”. A nivel mundial está sucediendo. Hay mayores requerimientos por parte de los supervisores y de los clientes, presión en los márgenes por incremento en costes y reducción de comisiones. Principalmente la habrá en **aquellas gestoras independientes donde el performance no les ayuda**. Respecto a gestoras parte de bancos, “la consolidación vendrá por la parte de la fusión bancaria”.

Recordar que Aberdeen, fundada en 1983 por Martin Gilbert, fue producto del crecimiento orgánico en mercados emergentes y creci-

miento inorgánico en mercados desarrollados, buscando crecer en gestión y en la capacidad de distribución. Hubo 55 fusiones y adquisiciones, y por ello en 35 años pasaron de ser la gestora más pequeña de Europa a ser la primera gestora en Reino Unido y la primera independiente Europa. “Es el Inditex de la industria de Gestión de Activos”.

A pesar del difícil final de año en 2018, que derivó a que, en cierta forma, los clientes se quedaran paralizados en el mes de enero, en los siguientes meses sí que están viendo flujos. Desde enero, en renta fija emergente han observado suscripciones muy potentes; y en caso de renta variable emergente, esto se dio desde el último trimestre del 2018 con unos flujos de 80.000 millones de dólares.

Sobre los objetivos para este año, Álvaro es contundente: “terminar el ejercicio con un total de 60 fondos, de buen tamaño para que sean rentables” (al menos 100 millones de euros), facilitando la toma de decisión de inversores y asesores. “Lo más importante es conocer bien los productos que tienes para poder ofrecerlos adecuadamente al cliente, y que en cada uno de esos productos exista una historia que contar”. Además, “hay que seguir muy cerca del cliente y mantener equipos muy resolutivos y activos”. Y muy importante, “si huele mal, no invertimos”. ■



LAZARD PATRIMOINE

No tenemos ningún interés en correr riesgos incontrolados

El margen de maniobra de que disfrutaban los gestores de Lazard Patrimoine les abre numerosas oportunidades de inversión, que son sistemáticamente objeto de un análisis de riesgos muy estricto.

LAZARD
FUND MANAGERS

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

Cultivar desde
el sofá.

¿En serio?

En serio.

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

fondosfidelity.es/megatendencias



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

CS1044