

asset managers

La revista para profesionales de
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

MAYO-20
N. 16

- Una hora con Paul Benson, BNY Mellon
- Selectores, ETS Factorys
- Entrevista final a Ignacio Lana, Carmignac

Presente y futuro
del sector salud:

**más allá
del Covid-19**

Exclusivamente para
inversores profesionales/
regulados y cualificados

Comprometidos para invertir de forma responsable

Invertir de forma responsable - nuestro ethos

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

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

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

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

bmogam.com

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

BMO  Global Asset Management

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

Potencial futuro del sector salud

La crisis económica, social, sanitaria y, en muchos casos, personal que estamos viviendo como consecuencia del Covid-19 está poniendo en valor muchos segmentos de la sociedad que se han demostrado básicos para cualquier país en desarrollo. La inversión en sanidad, en I+D+i y en tecnología relacionada con la salud ha emergido como uno de los temas que ha sido, es y será clave para los países en los próximos años. Una temática que cuenta con un interés creciente, por parte del inversor, y que deberá ir de la mano de una mayor inversión - por parte de gobiernos y compañías - si quieren poner a sus respectivas economías en el radar global tecnológico-sanitario. Un mapa en el que China y EEUU están la cabeza. De eso no hay duda.

Desde la industria creen que esta situación deja muchas oportunidades. No sólo en compañías farmacéuticas que están investigando moléculas para inventar una vacuna que sirva de tratamiento contra el Covid -19, sino en aquellas tecnológicas que permitan que el diagnóstico de cualquier enfermedad sea lo más rápido posible con un tratamiento menornmente invasivo. Un sector animado por las operaciones corporativas, que tiene cierto componente defensivo y que cuenta con una demanda inelástica. Un sector de presente con mucho potencial a futuro.

Que disfruten estas páginas. ■



Silvia Morcillo Acero

Directora

Editor: Juan Ángel Hernández

CEO: José Ignacio Serres

Directora: Silvia Morcillo

Coordinación: Raquel Jiménez

Dirección de Arte: Javier López

Redacción: Pablo Gallén, Laura Piedehierro

Análisis de Fondos: Consuelo Blanco

Agencias: Thomson Reuters, IDNet Noticias, 123RF

Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:

Juan Ramón Peña

jpena@estrategiasdeinversion.com

91 574 72 22

ASSET MANAGERS

La revista para profesionales
de Estrategias de inversión

Déposito legal: M-12355-2019

Edita: PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

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

info@estrategiasdeinversion.com

Imprime: Scordia & Fiesco



FONDO ALLIANZ GLOBAL ARTIFICIAL INTELLIGENCE

Active is: celebrar el tercer aniversario

El Futuro es Ahora

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

iberia@allianzgi.com | es.allianzgi.com

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



MAYO 2020 | N° 16



CONTENIDOS

Presente y futuro del sector salud: más allá del Covid-19 <i>Reportaje por Silvia Morcillo</i>	6	Selectores <i>ETS Factory</i>	60
Macroeconomía <i>Reportaje por Ramón Bermejo</i>	22	Más allá del Ibex <i>Entrevista a Carlota Pi, presidenta y consejera de Holaruz</i>	66
Diagnóstico del Sector Salud: Farmacia y suministros mejor que biotecnología y equipos <i>Reportaje por Luis Francisco Ruiz</i>	34	Entrevista final a Ignacio Lana <i>Responsable de España para Carmignac</i>	76
Entrevista a la gestora <i>Edmond de Rothschild AM</i>	42		
Una hora con... Paul Benson <i>BNY Mellon</i>	52		





Presente y futuro del sector salud: más allá del Covid-19

En el momento de escribir este artículo se suman 3,5 millones de contagios alrededor de todo el mundo con una tasa de mortalidad de más del 7%. Entre los países más afectados, España, Italia o EEUU. Y, aunque todavía es pronto para analizar qué parte es causa de la gestión y qué se debe al virus, lo cierto es que ya hay conclusiones que se pueden extraer. Por lo pronto, el coronavirus ha traído a la actualidad la demanda de un sector que es crítico en la sociedad.

POR SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

El sector salud se abre paso en un entorno en el que innovación, tecnología y demografía son factores en pro del desarrollo mismo de las economías y que tiene todo el sentido para una cartera a largo plazo. Sin embargo, es necesario evaluar los errores y los aciertos que deja este entorno. **Miguel Ángel Villoslada, gestor de carteras en Morawalth**, cree que el error más grave ha sido la negación de la existencia del problema y las consecuencias

que ello ha tenido. “El avance de la pandemia ha sido muy rápido y ha superado cualquier previsión. Por el lado de los aciertos, sin embargo, destaca la rápida actuación de bancos centrales y gobiernos y, por otro lado, la colaboración y unidad científica que se está dando a nivel mundial en beneficio de encontrar tratamientos o vacunas que puedan combatir el virus”.

Una situación en la que también destaca la actuación de aquellos países que han reco-

nocido que había un problema y han podido implementar una estrategia con mayor eficiencia. Un factor que destaca, dice **Ana Fernández Sánchez de la Morena, CEO de AFS Finance Advisor EAFI**, en aquellos países dirigidos por mujeres. “Es importante mirar cuáles han sido sus técnicas, la innovación, calidez y empatía que han utilizado en sus políticas”, dice aludiendo al caso de Finlandia, donde la primera ministra, Sanna Martin, con sólo 34 años ha utilizado las redes sociales para evitar las *fake news* y para que la gente tomara conciencia del problema; o el caso de Noruega, donde Erna Solberg ha dado conferencias exclusivamente con niños para dar a conocer a la población la importancia del virus. Un ranking en el que también destacan casos como el de Taiwán, utilizando su tecnología para hacer seguimiento de los ciudadanos que tendrían que estar en cuarentena, o Dinamarca, primer país en cerrar fronteras. “Políticas en las que destaca que lo importante es resolver el problema, no politizar la situación y que muestra que los países que mejor han respondido son aquellos que

han aplicado una política diferente a una situación diferente”.

Cuando se habla del sector salud uno de los temas que sale a la luz, y que ha quedado en evidencia, es la necesidad de financiación en I+D+i, no sólo por el sector privado sino por el público. “El gran inversor y desarrollador de innovación médica es EEUU, no hay más que ver el peso que tiene la biotecnología y lo que vemos es que hay mucha inversión, sobre todo privada”, señala **Elena Guanter, Country Head Iberia en Candriam**. Una situación que contrasta con el caso de España, que apenas dedica un 4% del PIB a esta partida. Desde Candriam creen que si España quiere aumentar la eficiencia y la investigación hay que unirse con Europa. En lo que respecta a EEUU, ante las elecciones que se avecinan el próximo mes de noviembre y el eterno debate sobre inversión en sanidad, en un entorno como el actual se disipa cualquier duda de reducción de gasto. “Con lo que cualquier candidato que salga será pro inversor en sanidad, a la vez de innovación y tecnología”, dice Guanter. Una situación que vuelve dejar»



»el mapa mundial corriendo a dos velocidades: por un lado estarán China y EEUU, a la carrera tecnológica y sanitaria y, por otro, el resto de países. Liderazgo que se dejará sentir en la buena marcha de sus economías.

Sector salud: ligado al envejecimiento de la población y el crecimiento de la clase media emergente

Un entorno que incide en la importancia del sector salud, más en un mundo como el que anticipan las estadísticas con el predominio de una sociedad cada vez más longeva. **Martina Álvarez, responsable de ventas de Janus Henderson**, destaca que España es el segundo país del mundo más longevo, por detrás de Japón. Una tendencia que seguirá al alza teniendo en cuenta que los baby boomers, aquellos nacidos entre 1946 y 1965, se incorporan a esa tercera edad en unos años. “En 2010 había en EEUU en torno a 40 millones de personas por encima de 65 años y se estima que en 2030 habrá 75 millones. Esto es importante porque una persona de más de 65 años tiene tres veces más de gasto en salud que una persona que no llega a ese nivel de edad”, dice Álvarez que reconoce que si algo ha mostrado esta crisis sanitaria es que este sector salud es estratégico. Y no sólo para combatir posibles

pandemias sino para frenar enfermedades como el cáncer, la diabetes o los problemas mentales que dejarán los actuales hábitos llevados a cabo por la población.

Y a esto se une el mayor crecimiento de la clase media en los países emergentes. Villoslada recuerda que uno de los objetivos de Naciones Unidas es promover y garantizar la vida sana para todos los grupos de edad, especialmente aquellos con edades más avanzadas y sobre todo en regiones más desfavorecidas. Con lo que “debe haber una colaboración mutua entre el sector privado y el público para que mejoren los sistemas sanitarios y el acceso a los mismos”. Un entorno en el que puede haber muchas oportunidades. De hecho, cuanto mayor sea la renta per cápita en un país, más elevada será la inversión en salud “con lo que el incremento de la clase media emergente es clave porque está muy relacionado con la inversión en salud”. Tirando de datos, en España la renta per cápita es de 3.000 dólares por persona por año mientras en China o la India es de 1.000 per cápita y “a medida que la renta vaya creciendo, el gasto en salud será mayor. Pero además es que son muchos más, con lo que la demanda de servicios y productos de salud irá al alza”, advierte la experta de Janus Henderson.

Factores a los que se une el hecho de que la edad media en esas regiones es inferior, “lo que fomentará el crecimiento del sector salud »



INVIERTA EN LA LUCHA CONTRA EL CÁNCER

El cáncer es la 2ª causa de mortalidad a nivel mundial. Un sinnúmero de organizaciones trabajan en el campo de la biotecnología, investigación, farma e inteligencia artificial para erradicar el cáncer y mejorar las vidas de los pacientes. Súmese a la lucha contra el cáncer invirtiendo en el fondo Candriam Equities L Oncology Impact.

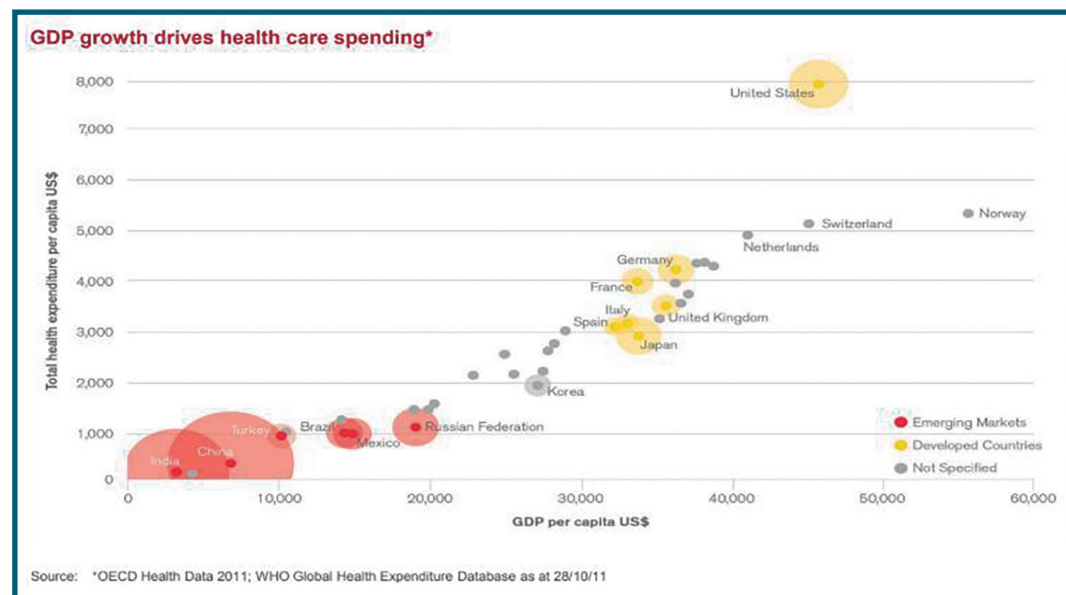
Además, Candriam ha impulsado la filosofía de inversión “hacerlo bien haciendo el bien”, donando el 10% de la comisión de gestión neta del fondo a asociaciones dedicadas a la investigación contra el cáncer. **Forme parte del progreso: invierta en la lucha por la vida.**

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

WWW.CANDRIAM.ES - SP@CANDRIAM.COM

* Importe máximo anual de donaciones.
“Oncology Impact” es un subfondo de la Sicav Luxemburguesa Candriam Equities L. El fondo busca obtener crecimientos de capital invirtiendo en acciones de sociedades a nivel mundial cuyo negocio se desarrolla en el ámbito de la oncología (estudio, diagnóstico, tratamiento, etc.). Con el fin de comprender plenamente el perfil de riesgo del fondo, se recomienda a los inversores que lean detenidamente el folleto del fondo y revisen la descripción de los riesgos subyacentes: riesgo de pérdida de capital, riesgo de renta variable, riesgo de cambio, riesgo de los instrumentos derivados, riesgo de concentración, riesgo de liquidez, riesgo asociado a factores externos y riesgo de contraparte. El valor de la inversión podría disminuir debido a la exposición del fondo a los riesgos mencionados en el folleto del fondo y en el “Documento de Información Fundamental para el Inversor”. Candriam recomienda a los inversores que consulten, a través de nuestra web www.candriam.com, los datos fundamentales para el inversor, los folletos informativos y cualquier otra información relevante antes de invertir en uno de nuestros fondos, incluido el valor liquidativo neto (“VL” o NAV” por sus siglas en inglés) de los mismos. Esta información está disponible tanto en inglés como en el idioma nacional de los países donde el fondo ha sido autorizado para su comercialización.



» por todas las líneas de edad”, dice la experta de AFS Finance Advisor EAFI. Una línea de futuro claramente relevante si se piensa en segmentos como la nutrición para niños en África o en la India, hasta la demanda de “una vida sana” por parte de los países y economías.

Tecnología y sector de la salud van de la mano

Un sector que va estrechamente ligado a la tecnología. De hecho, ya hemos asistido a anuncios, que a veces son solo intenciones, que ligan los objetivos de las grandes tecnológicas al sector de la salud. Desde Morawealth hablan de que estas grandes tecnológicas entran en áreas donde antes no estaban presentes y que a raíz de lo que está pasando -Alibaba por ejemplo está cubriendo los diferenciales de recursos que puede haber en asistencia sanitaria en China haciendo entrega a domicilio de material sanitario o facilitando las consultas médicas online-, hay una cooperación entre estas grandes tecnológicas y las compañías especializadas con el fin de garantizar que todo el mundo tenga acceso a sus sistemas de salud.

Desde Candriam creen que en estos momentos las compañías que aportan más valor son “las tecnológicas que están implantadas en los hospitales. Las tecnologías de gigantes como las

FAANG tienen mucha información sobre nuestros hábitos pero a día de hoy no aportan valor en esta pandemia. Hay tecnologías más médicas que son la que recogen los datos médicos y clínicos donde creemos que tiene más sentido invertir”. Una actividad cuyo interés está creciendo por toda la actividad de M&A, especialmente con un entorno de tipos bajos, con primas que se están pagando casi al 100% del valor.

Una tendencia que va de la mano de la evolución del sector en bolsa y que cuenta con características muy interesantes para los inversores “por el componente defensivo. Es un sector que cuenta con una demanda muy inelástica, los usuarios necesitan acceder a sus sistemas de salud y, por tanto, no pensamos que se pueda destruir demanda como sí pasará en otros sectores a raíz de la pandemia”, dice Villoslada que considera que habrá segmentos, como el de diagnósticos, que saldrán muy reforzados. Un activo que ha visto cómo ha crecido la demanda, especialmente por parte del inversor institucional que busca sectores más defensivos en un entorno de volatilidad creciente como el actual. Un crecimiento que llega de la combinación tanto de las rentabilidades, como la resiliencia que han mostrado durante la crisis y de la propia temática que día a día están en los medios de comunicación. »

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

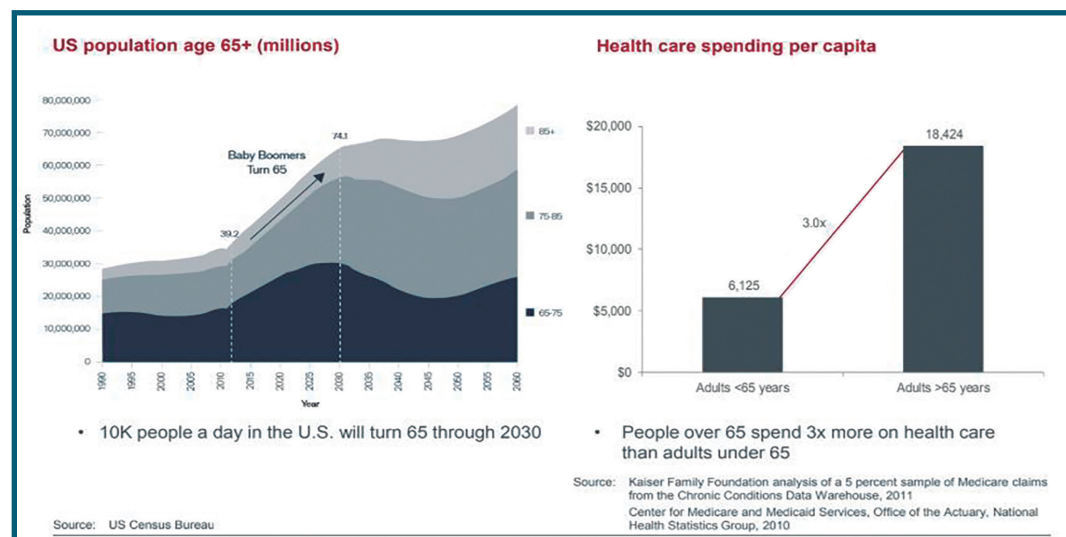


Desde 1929 en Reig Jofre centramos nuestro mejor saber hacer en la investigación, el desarrollo, la producción y la comercialización de medicamentos y complementos nutricionales con el deseo de mejorar la salud y promover el bienestar de las personas en los cinco continentes.

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

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





Cuatro ideas que definen el futuro del sector salud

- **Elena Guanter (Candriam):** “En sanidad, biotecnología y farma estamos apostando a la innovación, que será la que nos ayudará a descubrir nuevos medicamentos, tratamientos y que a nosotros nos gusta no sólo invertir sino apoyarla. Un sector en el que todavía queda mucho por hacer y por eso tiene todo el sentido seguir invirtiendo”.
- **Martina Álvarez (Janus Henderson):** “Es un sector que será estratégico en la sociedad debido a la innovación dentro del sector, temas demográficos ante el envejecimiento de la población y globalización o auge de los países emergentes.

Se ha acelerado la importancia del sector dentro de las carteras”.

- **Miguel Ángel Villoslada (Morawealth):** “Intentaría aislarme de los movimientos de precios tan bruscos en según qué compañías porque el perfil de rentabilidad que pueda tener se determina a largo plazo y ahí es importante que los clientes apuesten por fondos de gestión activa, de calidad y sobre todo especialistas”.
- **Ana Fernández (AFS financie Advisor EAFI):** “La inversión en salud y la innovación en prevención de enfermedades será la nueva medicina. El futuro pasa por invertir en prevenir la enfermedad con biomarcadores, seguimiento de la actividad, hábitos saludables... es el futuro de la medicina”.

HAN PARTICIPADO



Conoce nuestros Fondos de inversión socialmente responsables

Invertimos en empresas con un impacto positivo en el cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible.

Si quieres vivir en un mundo más sostenible,
invierte en un futuro mejor.

Bankia

Bankia Fondos SGIC S.A. es la Entidad Gestora y Bankia S.A. es la Entidad Depositaria. El Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y el Folleto Completo de los fondos de inversión se encuentra disponible en la web www.bankiafondos.es y en la CNMV.



Los inversores podrían enfrentarse a otra década de rentabilidades escasas

La pandemia del coronavirus ha provocado la que podría ser la mayor y la más rápida corrección de que han visto jamás los inversores de renta fija. Cuando en marzo se hizo patente la gravedad de la amenaza del COVID-19, asistimos a una venta indiscriminada de títulos por las prisas para acumular efectivo. Esto evaporó la liquidez en el mercado de bonos y aumentó a una velocidad de vértigo los diferenciales del crédito hasta niveles de crisis.

Marzo fue uno de los meses más complicados que puedo recordar en mis 30 años de

experiencia en renta fija, pero la brutal venta masiva de títulos ha creado algunas de las mejores oportunidades de valor de los próximos años.

El shock

El coronavirus ha causado un terremoto de una intensidad sin precedentes en la economía mundial. Hemos entrado en una recesión profunda que creemos que se traducirá muy probablemente en un crecimiento interanual negativo hasta el segundo trimestre de 2021 y podríamos tardar en recuperar los niveles de productividad del cuarto trimestre de 2019.

Pero también hay aspectos positivos, al contrario de lo que ocurrió durante la anterior recesión provocada por la crisis financiera mundial, los gobiernos y bancos centrales han actuado con rapidez y determinación, elaborando programas de ayuda valorados en billones de dólares para los mercados, las empresas y los particulares.

La oportunidad

Creemos que la primera consecuencia importante del COVID-19 para la renta fija es que los tipos de interés van a permanecer cercanos a cero "durante un largo periodo de tiempo". De hecho, es posible que no veamos una subida significativa de los tipos durante gran parte de esta década. Debemos recordar que la Reserva Federal (FED) tardó 10 años en subir sus tipos tras llevarlos a cero después de la caída de Lehman Brothers. Los reguladores se han dado prisa en volver a recortarlos hasta los niveles más bajos al inicio de esta crisis.

Creemos que esto significa que la liquidez no va a ser una clase de activo viable durante algún tiempo y que la rentabilidad será escasa. La buena noticia es que ahora puede captarse mucha más rentabilidad en los mercados de renta fija.

A principios de 2020 la mayor parte de los segmentos de crédito cotizaban sin descuento y la exposición a productos tipos libres de riesgo, como los bonos del Tesoro de EE.UU., parecía una cobertura sensata frente a una probable ampliación de los diferenciales en activos de mayor riesgo. Pero el desplome de marzo cambió la situación y la renta fija corporativa, que en nuestra opinión estaba excesivamente cara, pasó en un tiempo récord a cotizar con precios razonables. Creemos que parte de las rentabilidades actuales son una oportunidad a largo plazo.

La estrategia

¿Qué pueden hacer los inversores para beneficiarse de esta oportunidad? En primer lugar, creemos que los gestores activos disfrutarán de una clara ventaja sobre los pasivos. Para la renta fija, una recesión suele implicar un importante incremento en la tasa de impagos y un aumento de la proporción de rebajas de calificación crediticia respecto a las subidas. No nos sorprendería que la tasa de impago subiera al 10% este año en el *high yield* y cabría esperar al menos 10 rebajas de calificación por cada revisión al alza. Será imposible para los fondos pasivos evitar cada una de estas situaciones. Tampoco es que vaya a ser fácil para los gestores activos, pero con flexibilidad y un diligente estudio del crédito, creo que hay una buena»



Mark Holman

CEO de TwentyFour AM
(Boutique de Vontobel AM)

» oportunidad de distinguir a los ganadores en el camino de salida del parón económico.

Claramente, el contexto económico y del mercado ha cambiado de manera sustancial desde el inicio del año, por lo que también debe cambiar nuestra mentalidad. Estos son tres principios que deberíamos tener en cuenta:

■ **Incrementar la duración de los diferenciales con bonos a plazo más largo.** Creemos que los mercados de crédito encabezarán la recuperación, dado que los inversores se sentirán más cómodos en un entorno de

solvencia y pagos de cupón que en el de expectativas de beneficios y pagos de dividendos de la renta variable. Creemos que la rentabilidad seguirá siendo un bien escaso y, por ello, una forma de mejorarla es blindarla más tiempo con bonos de vencimiento más largo.

■ **Evitar la zona de morosidad con crédito de mayor calidad.** Centrarse en las rentabilidades más altas no es buena idea si se hace a costa de impagos y rebajas de calificación. Los bonos CCC representan normalmente alrededor del 95% de los impagos, quedando el resto prácticamente para los bonos con un rating B, aunque dada la naturaleza y la causa de esta recesión, no deberíamos perder de vista algunas empresas con mejor calificación que pueden acabar en impago antes de que tenga lugar su revisión a la baja. Asimismo, creemos que se producirán sesgos sectoriales muy acusados. En nuestra opinión, los inversores deberían buscar en sectores con mayor transparencia en sus beneficios y los balances más robustos, y tratar de evi-

tar sectores con una naturaleza altamente cíclica y que parezcan más expuestos al riesgo, como el minorista, de transporte, de ocio, fabricantes de automóviles, materias primas e inmobiliario, por citar solo unos pocos.

■ **Disminuir la utilización de los bonos de deuda pública como protección.** Los bonos de deuda pública (principalmente, del Tesoro de EE.UU.) demostraron su valor como instrumento de correlación negativa sin riesgo al inicio de esta crisis, pero no pueden ofrecer la misma protección a medida que esta avanza. La rentabilidad libre de riesgo es tan baja que apenas le quedan recorrido. Con la extraordinaria inyección de dinero para la expansión fiscal, y el riesgo de inflación que conlleva, podría suceder que los bancos centrales se concentren en la curva de tipos. No sería de extrañar que se queden con las emisiones a largo plazo y que gestores se concentren en el corto plazo de la deuda pública, principalmente con fines de liquidez, ya que los bonos sin riesgo podrían acabar siendo también bonos sin retorno.

El camino por delante

Los inversores de renta fija han asistido a la que seguramente será la mayor corrección de la década. Aunque todavía falta mucho para que veamos el final de la crisis, sí podemos considerar que marzo y abril de 2020 son el mejor punto de partida para el crédito.

Las condiciones económicas y del mercado han cambiado a una velocidad increíble. Los gestores activos han de adaptar sus ideas e introducir cambios en las carteras para capturar las oportunidades creadas. En el viaje a través de este difícil periodo de la economía mundial, los inversores se encontrarán con muchos de los retos a los que ya tuvieron que hacer frente hace algunos años. Los tipos de interés seguirán bajos, los rendimientos seguirán siendo escasos y, en nuestra opinión, la renta fija seguirá siendo una de las mejores soluciones. ■

¿Qué le espera a la renta fija?



Mark Holman
CEO de TwentyFour AM (Vontobel AM)

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

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

vontobel.com/am

Asset Management

“Marzo fue uno de los meses más complicados que puedo recordar en mis 30 años de experiencia en renta fija, pero la brutal venta masiva de títulos ha creado algunas de las mejores oportunidades de valor de los próximos años”

Oportunidades en el mundo de la deuda híbrida corporativa

La crisis del Covid-19 iniciada a principios de febrero ha tenido un impacto muy fuerte en todos los mercados, tanto de deuda como de acciones. Si nos centramos en el mercado de crédito, el impacto fue muy fuerte, llevando a una revalorización de las primas de riesgo de crédito. La **ampliación de las primas** (*spreads*) de crédito fue a la vez **muy fuerte** (+158 pbs) y **rápida** (22 días). Dicho movimiento, combinado con **un aumento de la volatilidad generó reembolsos históricos en la clase de activos**.

Hemos vuelto a niveles de 2012, anteriores a la famosa intervención de Mario Draghi del «whatever it takes». **Podríamos decir que el pasado 20 de marzo fue una capitulación del mercado de deuda con salidas de alrededor de \$34,6bn en un solo día**.

En un primer momento, estos movimientos de *spreads* y de flujos generaron una **profunda dislocación del mercado de crédito** con descuentos jamás vistos sobre los ETFs. Posteriormente, tras los anuncios de los Bancos Centrales, en cuestión de 3 días, **los descuentos se transformaron en primas**. Ante este shock, **las agencias de rating bajaron inmediatamente y masivamente** los rating de los emisores:

- Universo IG: cerca de 100.000M€, apenas menos que en abril 2009 (post crisis Lehman) pero incluso menos que durante la crisis soberana de 2012 (377.000M€ en junio de 2012).
- Universo HY: con 36.000M€, el mes de marzo es el mes récord histórico en términos de rebajas netas.

Si bien la rebaja no es histórica para el IG tanto en número como en importe, sí lo es en términos de importe para el HY, pero lo es sobre todo

por la reactividad sin precedente de las agencias. Tanto para el IG como para el HY, post crisis Lehman, los picos de rebajas fueron en abril 2009 (IG). El confinamiento de casi la mitad de la población mundial refuerza la **diferenciación sectorial**.

La reacción de las **autoridades monetarias y presupuestarias** ha sido **excepcional**, por su **rapidez** y por su **amplitud**:

- Los planes de apoyo gubernamentales alcanzan importes inigualables en % del PIB.
- Los bancos centrales han desplegado importes casi ilimitados para comprar activos, con el crédito a la cabeza.

Podríamos decir que **el crédito es ahora un instrumento de política monetaria**.

Las rentabilidades se han beneficiado de la ampliación de los *spreads* y de la tensión en los tipos. A pesar del estrechamiento iniciado tras los primeros anuncios de los Bancos Centrales, queda camino todavía por recuperar en el crédito europeo si lo comparamos con la recuperación del resto de clases de activos.

Dentro del crédito, en **Groupama AM** tenemos una **muy fuerte convicción** en los **híbridos corporativos**; se trata de una clase de activos muy atractiva que cuenta con muchos factores que lo apoyan:

- › Un riesgo de liquidez y de quiebra casi inexistente: los **emisores** de deuda híbrida son **Investment Grade**.
- › Un **apoyo técnico ilimitado** gracias a los programas de compras del BCE.
- › **Sectores defensivos**, acíclicos: las Utilities y las Telecoms representan una gran parte del universo híbrido.
- › Un nivel de **valoraciones** estimado históricamente **atractivo**, tanto en el *carry* como en el potencial de estrechamiento de los *spreads*.

Una **deuda híbrida** es un bono emitido por una **empresa** con un **vencimiento muy largo**, incluso **perpetuo** con la **posibilidad para los emisores de recomprar la deuda** a partir de un cierto número de años (en general a partir de 5 años).

Estos títulos se califican como **híbridos** porque presentan **similitudes con los bonos clásicos y las acciones**. Se **distingen** de las subordinadas financieras, sobre todo, por:

- › Ausencia de mecanismo de absorción a nivel del principal.
- › Los cupones quedarían por pagar en caso de impago.
- › Una *call* de los títulos no requiere la aprobación del regulador.
- › Los emisores operan en sectores diversificados (cíclicos o no).

Similitudes con los bonos:

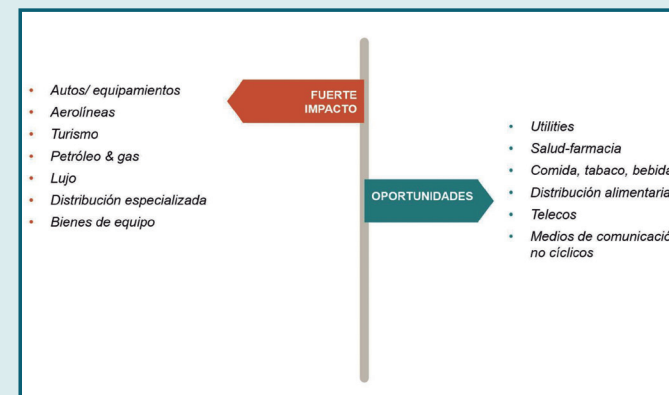
- › Ofrece un cupón fijo.
- › Se recompra al vencimiento.
- › Opcional pero probable «*Call*».
- › Su coste de remuneración se deduce del resultado neto.

Similitudes con las acciones:

- › Distribuye cupones de manera discrecional (ligados a la distribución de un dividendo).
- › Es perpetua.
- › Se considera como capital para la empresa por las agencias de rating (50% capital /50% deuda).

El universo Híbrido en Euros es poco cíclico y la calidad de los emisores elevada:

- › Cerca del 60% de los híbridos en euros están emitidos por emisores poco cíclicos: Utilities, Comunicaciones, Salud e Inmobiliario (mayoritariamente residencial).
- › El riesgo de rebaja de rating en estos sectores es limitado.
- › Los emisores BBB- representan solo el 5% del universo híbrido. ■



Iván Díez

Country Head Iberia & Latam de Groupama AM



Crédito high yield europeo: Actividad y perspectivas

Los diferenciales del crédito *high yield* europeo se sitúan aproximadamente a 0,6 desviaciones típicas del promedio a largo plazo (20 años), en comparación con el nivel plano observado a finales de 2019.

Las ingentes medidas de política monetaria y fiscal anunciadas contribuirán a mejorar la sustancial (aunque temporal) interrupción de la producción económica y el empleo. Más concretamente, gran parte de la repuesta política se enfoca a mantener abierto el canal del crédito. Los responsables políticos quieren evitar que una perturbación económica acabe desembocando en una crisis financiera. Políticas como la compra directa por parte de la Reserva Federal estadounidense de bonos corporativos con calificación «investment grade», por ejemplo, han sido concebidas teniendo en cuenta los diferenciales de crédito y deberían ayudar a estabilizar el mercado de crédito en general, como ya ha comenzado a suceder.

Las agencias de calificación crediticia han sido rápidas en actuar, y la posibilidad de que apliquen nuevas rebajas de las calificaciones perseguirá al mercado durante los próximos meses. En los últimos tiempos, se ha hablado mucho de los «ángeles caídos». Desde principios de año, los «ángeles caídos» en el universo europeo ascienden a 30.000 millones de euros y 3.500 millones de libras esterlinas, un importe superior al de 2018 y 2019 en su conjunto, y ya representan en torno al 10% del mercado europeo de *high yield* en circulación. Las rebajas de calificación crediticia se han acelerado, como consecuencia de las continuas perturbaciones provocadas por el COVID-19; por otro lado, los gobiernos de todo el mundo se esfuerzan a la desesperada por adoptar políticas monetarias y fiscales para poner freno al deterioro.

En su publicación más reciente, JP Morgan considera que unos 100.000 millones de euros o el 4,3% del universo con calificación «investment grade» podría pasar a formar parte del espacio europeo de *high yield*. Y si tenemos en cuenta

que este universo representa 350.000 millones de euros en valor nominal y 300.000 millones de euros en valor de mercado, en caso de materializarse esas proyecciones, el universo europeo de alto rendimiento se verá incrementado en casi un 30%, con el riesgo de provocar problemas de digestión para el relativamente pequeño mercado europeo de alto rendimiento. Los efectos de las revisiones a la baja de las calificaciones crediticias ya se observan en la actualidad, por ejemplo en Ford. Estas consecuencias tienen un amplio alcance y se prevé su continuación. Algunos de estos «ángeles caídos» presentan fundamentales relativamente sólidos y podríamos considerarlos oportunidades de inversión. En resumen, en estos momentos creemos que los diferenciales compensan en gran medida el creciente riesgo crediticio.

Desde principios de año, nuestra estrategia de *high yield* europeo ha estado, y sigue estando, posicionada de forma defensiva, con una moderada infraponderación de la beta de mercado (al tiempo que mantenemos un nivel de liquidez), y conserva a escala sectorial una infraponderación en los sectores cíclicos, como el automóvil, el transporte y las industrias básicas, al tiempo que sobrepondera la atención sanitaria (IQVIA), la tecnología (SFR y Netflix), los medios de comunicación y los servicios financieros.

La preferencia por los bonos de elevada calidad con respecto a los bonos de baja calidad fue uno de nuestros temas de inversión en el arranque de 2020, y volvemos a hacer hincapié en ese tema. Los bonos de reducida calidad se verán amenazados por una mayor tasa de impagos en los sectores cíclicos, sobre todo aquellos relacionados con la situación del petróleo y las medidas de confinamiento en todo el mundo (por ejemplo, la energía, el transporte y el automóvil). Habida cuenta de las distorsiones del mercado, buscamos, en la medida de lo posible, la manera de mejorar la calidad crediticia global de la estrategia, apostando por créditos de mayor calidad, con énfasis en los títulos BB y de mayor prelación.

También deseamos añadir algunos «ángeles caídos» y créditos con calificaciones más elevadas tras el reciente golpe a los precios, dada la indiscriminada ola de ventas experimentada por el mercado en marzo. Creemos que estamos obteniendo una buena compensación con rentabilidades potenciales por el riesgo de inversión asumido. Cabe destacar que, con los actuales niveles de diferenciales, los mercados están compensando a los inversores con varios múltiplos sobre la peor situación de impagos de la historia. ■

Nota: datos de Bloomberg a 31 de marzo de 2020.



Roman Gaiser

Director de Alto Rendimiento,
EMEA, de Columbia Threadneedle



Los datos de empleo en EEUU no impiden que el índice Nasdaq 100 describa una recuperación en “V” casi simétrica

Tras conocerse el viernes, 8 de mayo, el Informe Mensual de Empleo en EEUU publicado a las 14:30 pm hora española por la Oficina de Estadísticas del Mercado Laboral, vemos como nuevamente el mercado de equity norteamericano no ha reaccionado a la baja permaneciendo inmutable a unos datos ex-

traordinariamente negativos como son la destrucción neta de empleo (i.e. contrataciones menos despidos) de 20,5 millones de puestos de trabajo en el mes de abril dentro de la empresa privada más gobierno en sus tres vertientes (federal, estatal y local). Adicionalmente, la tasa de desempleo ha subido desde el 4,4% de marzo hasta el 14,7% de abril y la destrucción de

empleo en la empresa privada no agrícola ha ascendido a 19,5 millones.

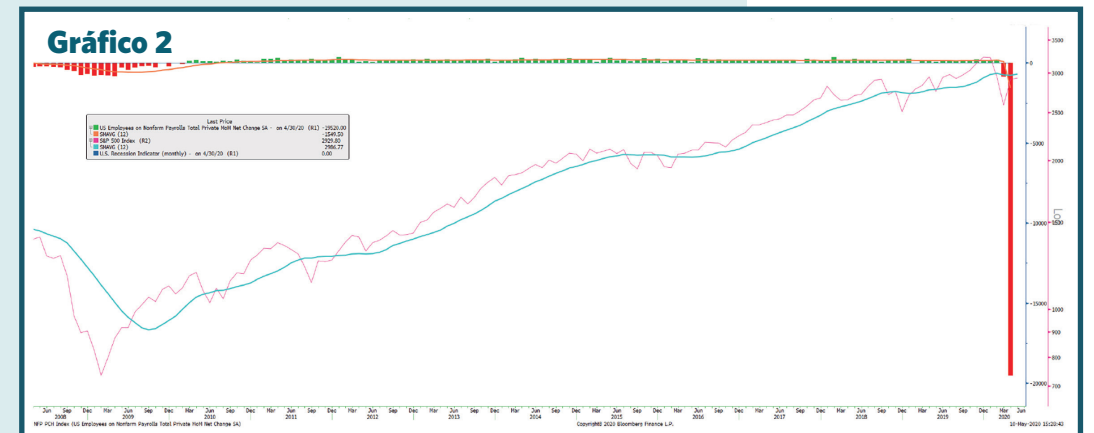
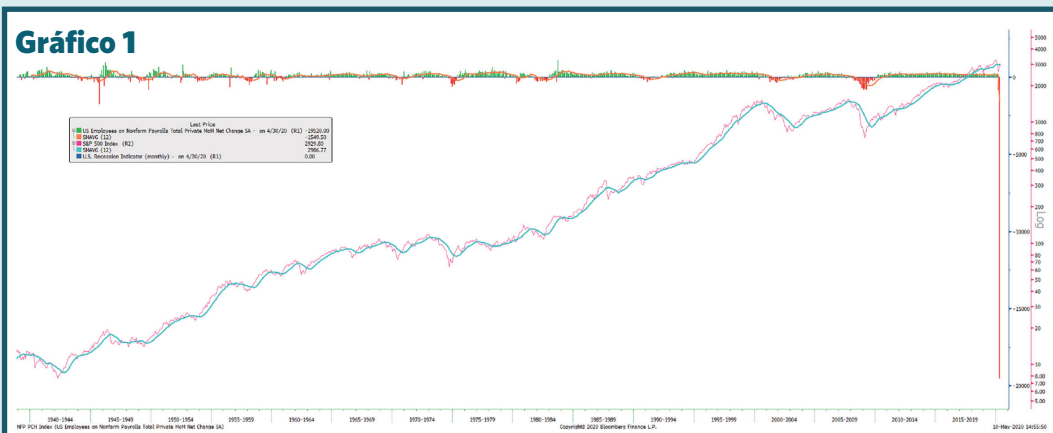
Estas cifras de destrucción de empleo mensuales son las peores registradas en la historia superando de lejos la cifra observada en septiembre de 1945 (1,7 millones de puestos de trabajo destruidos) tras finalizar la Segunda Guerra Mundial.

Recordemos que de esta serie se tienen datos desde febrero de 1939 y para que nos hagamos una idea de la magnitud de la caída, y tal y como apreciarse en el gráfico 1 los datos rebasan en nada menos que en 24 veces el peor dato de destrucción de empleo descrito en abril de 2009 de 812.000 puestos de trabajo destruidos en la empresa privada no agrícola y donde podemos ver en el histograma verde y rojo las zonas de creación y destrucción neta de empleo no agrícola, respectivamente, desde febrero de 1939 junto al índice S&P 500 (en color púrpura). Para un mayor detalle y precisión véase el gráfico 2.



Ramón Bermejo Climent

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





¿Por qué razón los mercados de renta variable norteamericanos no reaccionan a la baja ante estos dramáticos datos de empleo que suponen el sustento de nada menos que el 70% del PIB norteamericano, dado que dicho porcentaje es consumo privado?

A nuestro juicio responde a dos razones:

- a) Los paquetes de estímulo fiscal y monetario aprobados en EEUU sin precedentes históricos en su magnitud y duración, donde además ambos podrían verse incrementados en el futuro cercano, por lo que los mercados tienen asumido que cuanto peor sean los datos mayores razones habrá por parte de la Fed y del Congreso y Senado para aprobar nuevas medidas de estímulo fiscal, como sería por ejemplo un nuevo New Deal similar al de 1933 para la renovación de unas infraestructuras (carreteras, puentes, túneles, etc.) muchas de ellas ya obsoletas construidas muchas de ellas hace cerca de 100 años.
- b) La idea de que este problema del coronavirus es un problema coyuntural (que está afectando en un 80% de los casos a personas mayores de 70 años y que además presentan patologías previas relacionadas especialmente con el corazón, diabetes, obesidad y respiratorios y que por tanto en



su mayoría se encuentran fuera del mercado laboral) y que además será atajado con fármacos antivirales como el Remdesivir desarrollado por Gilead Sciences (empresa que cotiza en el Nasdaq 100) que ha obtenido recientemente la autorización urgente por parte de la FDA (Agencia del Medicamento en EEUU) para su uso hasta que llega una vacuna. Actualmente hay una carrera a contra reloj por parte de múltiples empresas y países para lograrla por al menos 70 empresas y universidades como la Universidad de Oxford. A más a más en EEUU y liderado por la Administración Trump, empresas farmacéuticas, agencias gubernamentales y el ejército, pero financiadas con dinero público está ya en marcha la conocida como "Operation Warp Speed" (Operación Velocidad de la Luz) según informaciones recogidas por Bloomberg el pasado 29 de abril, donde se va a intentar obtener una vacuna antes de final de año y alcanzar una producción de 300 millones de dosis de la misma para enero 2021, operación muy al estilo del Proyecto Manhattan que permitió el desarrollo de manera secreta y exprés la bomba atómica que permitió poner fin a la Segunda Guerra Mundial.

Este conjunto de elementos ha permitido que el índice Nasdaq 100, donde cotizan valores como Apple, Google, Amazon, Facebook, Tesla y Nvidia se encuentre describiendo,

desde el pasado 23 de marzo una vuelta en V cercana a ser simétrica, en contraposición a la descrita por Dax y Euro Stoxx 50 (véanse gráficos 3 y 4, respectivamente) donde es asimétrica, registrando dicho índice norteamericano sólo una caída del 5,71% desde los máximos históricos del 20 de febrero 2020, frente al 25,1% de Euro Stoxx 50 o del 20,96% del Dax. Véase en el gráfico 5 la evolución del índice Nasdaq 100.

Concluyendo: el conjunto de medidas de estímulos fiscal y monetario aprobado de manera ágil y rápida por EEUU, sin precedentes, más las que puedan venir en el futuro cercano junto al hecho de que la tasa de mortalidad de esta pandemia sea reducida a pesar de los más de 78.799 fallecidos en EEUU superando este número a los caídos norteamericanos en la Guerra de Vietnam, junto al hecho de que los mismos se encuentren muy concentrados en una determinada franja de edad fuera de la edad de trabajar, que se esté trabajando a contra reloj para alcanzar una vacuna en un contexto de reapertura de la economía a lo que hay sumar el excelente estado de forma que mostraban los indicadores macroeconómicos en enero (e.g. tasa de desempleo en el 3,5%), hace que nos mostremos netamente optimistas para los próximos meses acerca de la evolución de esta pandemia en EEUU y de los mercados de renta variable y veamos factible alcanzar y superar los máximos de febrero en EEUU en las próximas semanas/meses. ■



¿Acabará Estados Unidos como Japón?

En la década de 1990 la economía japonesa estaba sumida en un ciclo de bajo crecimiento, baja inflación y niveles crecientes de deuda pública. Fue el inicio de una recesión que duraría años (conocidos como la “Década perdida”) y reveló el carácter de Japón como una nación predispuesta a acumular un exceso de ahorro en hogares y empresas. Desencadenó lo que terminaría siendo una era de políticas no convencionales por parte de las autoridades monetarias y fiscales, todo con el fin de impulsar la demanda agregada a escala nacional.

De vuelta a 2020, encontramos muchos paralelismos con el Japón de hace treinta años y con la forma en que los gobiernos y los bancos centrales están intentando estimular las economías en la actualidad. El consenso mayoritario en el mercado durante los últimos años ha asimilado la situación económica de

Europa a la de Japón en los 90, dando lugar al concepto de “japonización” del Viejo Continente. Sin embargo, cada vez estamos más convencidos de que no es Europa la que parece asemejarse a Japón. El profundo impacto de la Covid-19 en la economía de EE.UU. (desempleo masivo, cierres de empresas, etc.) nos ha abierto los ojos a un marcado cambio de comportamiento en este país durante los últimos años. Estamos detectando ecos de la mentalidad “ahorradora” de Japón en EE.UU., a pesar de que en el pasado ha sido una nación de grandes consumidores. Si a ello le sumamos la gran cantidad de estímulos convencionales y no convencionales de la Fed y el gobierno estadounidense, cabe preguntarse: ¿se está japonizando EE.UU.?

Ahorrar, ahorrando, ahorrando...

Ciertamente, todo el mundo tiene su propia interpretación de lo que significa que un país “se japonice”. La nuestra consiste en que el sector

privado estadounidense, tanto hogares como empresas, salga de la crisis actual con una mayor propensión a ahorrar que antes. El ahorro suele aumentar en periodos de incertidumbre, como después de la crisis financiera mundial, porque los hogares y las empresas tienen menor confianza en el futuro. Como muestra el gráfico, estamos observando una tendencia al alza, aunque constante, en el ahorro privado de EE.UU. durante los últimos años y esperamos que continúe a medida que la situación se normalice después de la crisis de la Covid-19.

El ahorro privado de EE.UU. como porcentaje de la renta disponible personal



Fuente: Fidelity International, Oficina de Análisis Económico del gobierno de EE.UU., datos de Bloomberg a 28 de febrero de 2020.

No obstante, ¿qué implica este incremento del ahorro para la economía estadounidense? Ya hemos empezado a ver señales del efecto que está ejerciendo sobre los hogares y las empresas. A comienzos de abril de este año, el índice general de condiciones empresariales (NY Empire State Index) alcanzó su nivel más bajo en la historia del sondeo y probablemente sea la antesala de una rápida desaceleración de la inversión empresarial y el gasto tecnológico durante los próximos seis meses. Esta información prospectiva implica que las empresas necesitarán ahorrar más y mantener un colchón de liquidez a partir de ahora, lo que tendrá un profundo efecto en la economía. Si nos atenemos a la situación que vivió Japón a lo largo de la década de 1990 y si EE.UU. se convierte realmente en una nación de ahorradores, podemos esperar varias consecuencias: 1) los ratios de préstamos bancarios-depositos se hundirán; 2) los bancos y las aseguradoras competirán con los mercados de capitales para absorber riesgos de inversiones seguras, y 3) el enorme déficit que mantendrá el sector público imposibilitará que este puede generar un crecimiento suficiente que contrarreste el ahorro total en el conjunto de la economía.

Coyuntura favorable para los bonos de alta calidad

Como inversores, resulta complicado ser excesivamente alcistas sobre el futuro de la economía estadounidense a la vista de la coyuntura actual, caracterizada también por una



Rick Patel

Gestor de fondos de renta fija en Fidelity International



» clara ausencia de inflación (por establecer más similitudes con Japón). No tenemos motivos para pensar que la inflación vaya a repuntar en un futuro próximo.

Sin embargo, consideramos que este guion será, en realidad, muy positivo para los bonos “seguros” de alta calidad, sobre todo a raíz de los anuncios realizados recientemente por las autoridades monetarias y fiscales. La postura de hacer “lo que sea necesario” de la Fed y el plan de estímulos presupuestarios desvelado por el gobierno estadounidense -el mayor del mundo- deberían brindar un amplio apoyo a las empresas estadounidenses, sobre todo aquellas lo suficientemente grandes como para sobrevivir al impacto del virus, de ahí que seamos cautelosamente optimistas sobre el futuro de los bonos de alta calidad en EE.UU. aunque veamos con inquietud el aumento del ahorro en el país y la incertidumbre económica. Dado que la volatilidad seguirá siendo elevada, apreciamos gran cantidad de oportunidades en el mercado de bonos *investment grade* de EE.UU., donde las valoraciones han descendido considerablemente. Tras tocar techo en marzo, los diferenciales de los bonos corporativos de EE.UU. se han ampliado hasta niveles no vistos en más de diez años.

De hecho, varias empresas siguen bajo la amenaza de hundirse hasta el territorio del *high yield*, convirtiéndose así en “ángeles caídos”, y el próximo ciclo de revisiones a la baja de las calificaciones probablemente sea uno de los más prolongados en los registros. Sin embargo, a más largo plazo los títulos que soporten las revisiones a la baja de las calificaciones de los emisores se colocarán en una posición competitiva más sólida tras la Covid-19 y con mejores fundamentales, lo que atraerá la demanda y el apoyo de los inversores en busca de exposición a deuda corporativa de alta calidad. Ser selectivos será más importante que nunca a la hora de escoger bonos de alta calidad para nuestras carteras.

¿Cómo queremos estar posicionados?

Estamos centrados en aprovechar las perturbaciones que ha sufrido el mercado de bonos corporativos de EE.UU. Hemos incrementado la sobreponderación en deuda corporativa tras haber mantenido un posicionamiento bastante defensivo a comienzos de año. A 20 de abril, alrededor del 60% de nuestras carteras de renta fija agregada global corresponde a bonos corporativos, frente al 30% a comienzos de año. Mantenemos una exposición de alrededor del 40% a deuda pública. Dado que la Fed absorberá en su mayor parte, si no en su totalidad, el volumen de emisión necesario para financiar los estímulos fiscales anunciados, tenemos una visión favorable sobre los bonos del Tesoro estadounidense y mantenemos por el momento la sobreponderación.

A partir de ahora, seguiremos atentos a los desajustes en el mercado de deuda corporativa estadounidense y aprovecharemos tácticamente las oportunidades atractivas, tanto en el mercado primario como en el secundario. Nuestro estilo de inversión contracorriente significa que hemos venido aprovechando la ampliación de los diferenciales en marzo para comprar títulos que nos gustan mientras el resto del mercado vende. Gracias a las perturbaciones recientes, hemos podido incorporar títulos que llevábamos siguiendo mucho tiempo pero que estaban demasiado caros. ■

Partes del
cuerpo
imprimibles.

¿En serio?

En serio.

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

www.fondosfidelity.es/megatendencias



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 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.



Brent y WTI

La historia de los dos puntos de referencia en el mercado del petróleo

El Brent y el West Texas Intermediate (WTI) son los dos puntos de referencia claves en el mercado petrolero mundial. Pero, a pesar de tener propiedades químicas similares, existen características distintivas importantes que suponen que los mercados financieros los valoren de manera diferente. Sus características contrastan en cuanto a dónde se produce el crudo y cómo se almacena, transporta y comercializa en los mercados internacionales. Esto explica la discrepancia histórica de precios entre ambos y nos ayudan a comprender por qué

se están comportando de manera diferente durante la pandemia de coronavirus.

Iguales pero diferentes

En "Historia de dos ciudades" de Dickens, Sydney Carton sacrifica su vida para salvar a Charles Darnay, quien está casado con la mujer que Carton ama, tomando su lugar en prisión momentos antes de ser llevado a la guillotina durante la revolución francesa gracias a su parecido con él. Del mismo modo, la mayoría de la gente no podría notar la diferencia entre un barril de WTI y uno de Brent dada la semejanza entre los dos. Ambos son "ligeros" en

términos de gravedad según el Instituto Americano del Petróleo (API). Una gravedad API mayor a 10 los hace ligeros y les permite flotar en el agua, mientras que una gravedad API menor a 10 los haría hundirse. Además, ambos tienen un bajo contenido de azufre, lo que los hace "dulces" y fáciles de refinar.

Pero, aunque Carton y Darnay se parecían, eran individuos diferentes. El Brent y el WTI, a pesar de su parecido, tienen también disparidades. El Brent se extrae del Mar del Norte y Europa, África y Oriente Medio tienden a utilizarlo como referencia. Esto supone alrededor de dos tercios del crudo comercializado internacionalmente. La OPEP y sus 10 socios (denominados colectivamente OPEP+), también suelen utilizar el Brent como referencia para los precios. Por el contrario, el WTI proviene principalmente de Texas y es utilizado como referencia en EE.UU.

El Brent y el WTI siempre se han negociado a diferentes precios, dando lugar al diferencial Brent - WTI (Gráfico 1). En cuanto a calidad, el WTI tiene una ligera ventaja debido a su menor contenido de azufre, lo que lo hace "más dulce" y, por lo tanto, más fácil de refinar. Por esto, el WTI debería negociarse teóricamente con una prima sobre el Brent. Durante gran parte de la primera década de este siglo, el WTI se negoció realmente con una prima (el diferencial Brent - WTI fue negativo). Sin embargo, durante la última década, la revolución del esquisto (shale) en EE.UU. ha aumentado el volumen de petróleo en el mercado y convertido a EE.UU. en uno de los mayores productores mundiales. La revolución del shale es una combinación de mejoras tecnológicas e infraestructura financiera que permiten a EE.UU. producir crudo a partir de esquisto bituminoso, arenisca y carbonato de baja permeabilidad en mayores cantidades que nunca. La industria del shale ha crecido rápidamente desde 2011 y representó el 63% de la producción total de crudo de EE.UU. en 2019 (según la Administración de Información de Energía). En línea con los principios de la demanda y la oferta, a medida que el volumen de producción aumentó en EE.UU., ejerció una presión a la baja sobre el WTI. El diferencial Brent - WTI ha sido generalmente positivo en la última década.

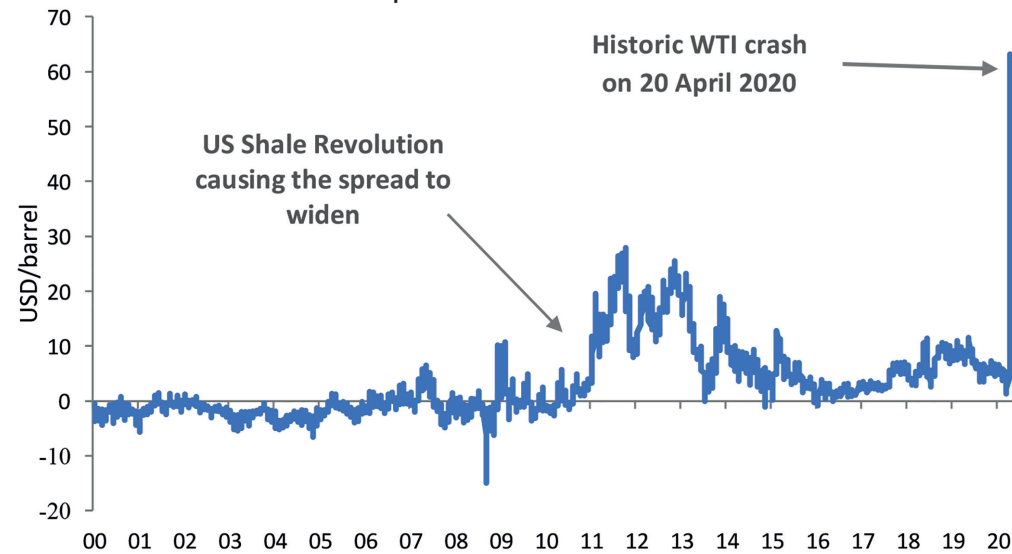
Otra razón para el diferencial es la logística para que EE.UU. transporte petróleo desde centros de producción sin litoral y lo envíe al extranjero. Esto afecta a la demanda extranjera de crudo WTI. En cambio, el Brent se produce más cerca del mar, lo que le facilita llegar a destinos en el extranjero. EE.UU. está invirtiendo en su infraestructura de tuberías para poder enviar grandes buques de petróleo a compradores interna-



Mobeen Tahir

Director asociado de análisis
en WisdomTree

Gráfico 1. El WTI se ha negociado típicamente con un descuento con respecto al Brent en la última década



Fuente: WisdomTree, Bloomberg, 29 de abril de 2020. El diferencial se calcula como la diferencia entre los precios de los primeros contratos genéricos de futuros de Brent y WTI. **El rendimiento histórico no es una indicación del rendimiento futuro y cualquier inversión puede bajar de valor.**

cionales. Se espera que varios de estos proyectos se completen entre 2021 y 2022 cuando podamos ver un aumento en la demanda de WTI y, por lo tanto, un estrechamiento de su diferencial con el Brent.

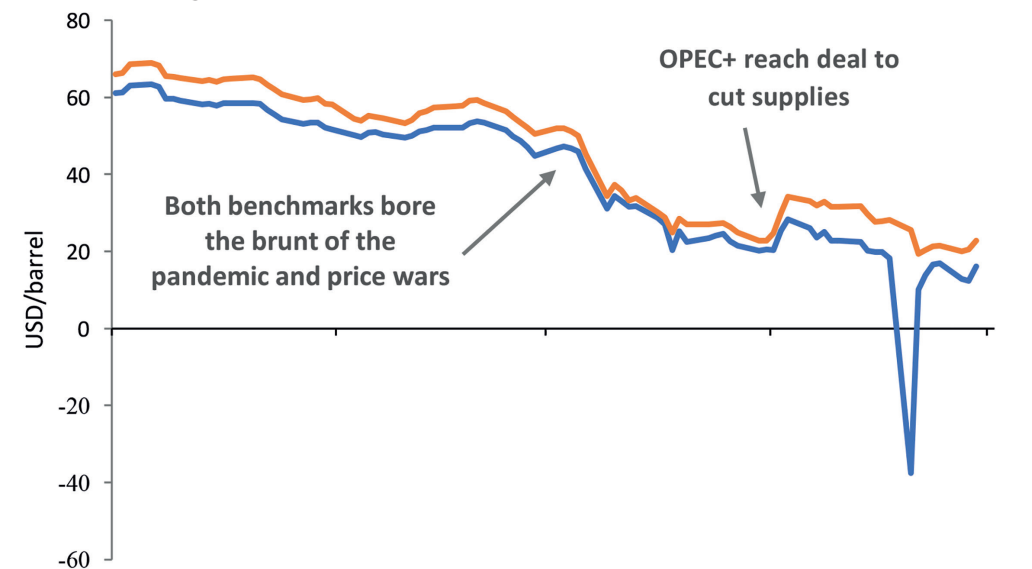
El colapso histórico de WTI

El 20 de abril de 2020 se produjo un shock histórico en los precios del WTI, un día antes de que expirara el contrato de futuros activos de Nymex WTI. Este contrato, destinado a entregar petróleo entre el 1 y el 31 de mayo, cayó en negativo a medida que se redujo fuertemente el almacenamiento de petróleo en EE.UU. La pandemia había causado una gran destrucción de la demanda debido al confinamiento en muchos países y a la paralización de la actividad económica, por lo que la reducción en la producción de crudo no fue suficiente para equilibrar el exceso de oferta. El principal punto de entrega en Cushing, Oklahoma, se acercaba a su límite de almacenamiento con la capacidad adicional ya arrendada o destinada a otros fines. Esta presión, tan cercana al vencimiento del contrato

en el punto de liquidación, contribuyó al precio negativo. A quienes recibían la entrega física del contrato de futuros que vencía se les pagaba por tomar el petróleo y almacenarlo. El contrato de mayo expiró al día siguiente en territorio ligeramente positivo. Cuando el contrato de junio se convirtió en el activo al vencimiento del de mayo, los precios se recuperaron aún más, ya que las entregas de junio que creaban el mismo problema eran menos preocupantes, al menos en ese momento.

Pero el Brent no sufrió un shock similar. La razón principal es que el WTI, que cotiza en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX), es un contrato de futuros entregables. Por lo tanto, al vencimiento, el titular recibe el subyacente (barriles de petróleo). Sin embargo, el Brent, que cotiza en el Intercontinental Exchange (ICE), tiene un procedimiento de liquidación en efectivo por el cual el titular del contrato de futuros no necesita recibir el subyacente al vencimiento, y por ello los problemas de almacenamiento crean un riesgo más directo para los inversores en futuros del WTI.

Gráfico 2. Movimiento típico del Brent y el WTI con un alto grado de correlación



Fuente: WisdomTree, Bloomberg, 29 de abril de 2020. **El rendimiento histórico no es una indicación del rendimiento futuro y cualquier inversión puede bajar de valor.**

Más allá de esto, ambos tipos de crudo generalmente se mueven con una alta correlación (gráfico 2). En el pico de la pandemia de coronavirus en abril, se eliminó un tercio de la demanda mundial de petróleo. Poco después, Arabia Saudí y Rusia entablaron una guerra de precios que creó una doble conmoción para el crudo cuando los proveedores abrieron las compuertas en un momento en el que la demanda acababa de colapsar. Pero como se puede esperar que las decisiones de la OPEP + afecten más a los precios del Brent que a los del WTI, el acuerdo¹ alcanzado por el grupo en abril para reducir la oferta dio algo más de amortiguación al Brent.

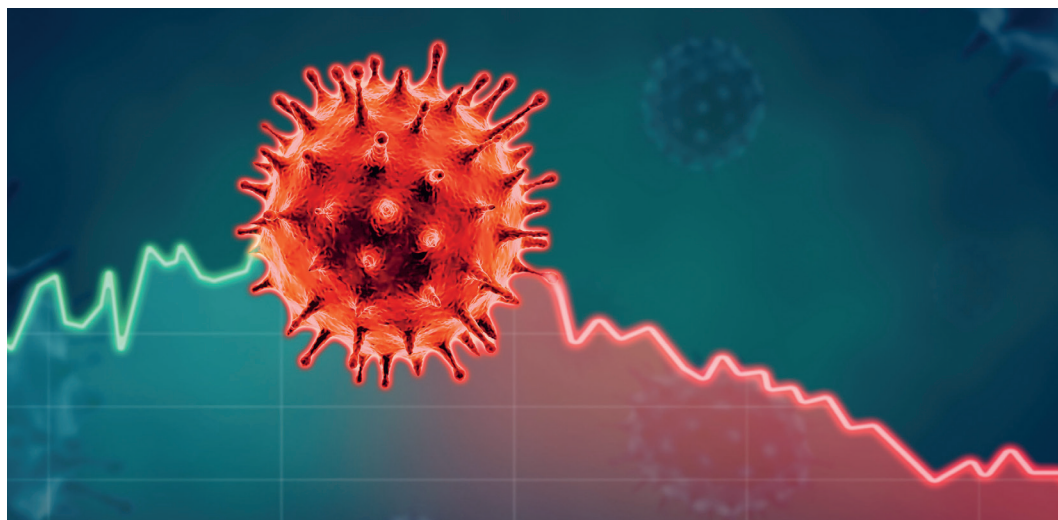
¿Qué pasará a partir de ahora?

Con una mejor comprensión de los factores que influyen en los dos tipos de crudo, el comportamiento histórico y reciente de los precios tiene más sentido. El futuro depende en gran medida de la rapidez con la que el mundo supere la pandemia y la economía vuelva a funcionar. La volatilidad en los precios del crudo puede persistir hasta que disminuya la incer-

tidumbre con respecto a la pandemia. El comportamiento relativo de los precios del WTI y el Brent dependerá del grado en el que los productores en EE.UU. y la OPEP + recorten la oferta para equilibrar el mercado.

Sin embargo, esperamos tener una visión más optimista en la segunda mitad de este año. Los precios del crudo pueden no recuperarse rápidamente al nivel de febrero debido a un exceso de oferta, una OPEP + fracturada y un motor económico global convaleciente. No obstante, el mundo finalmente volverá la "normalidad". Los fabricantes encenderán sus máquinas, los coches volverán a las carreteras, los aviones a los cielos y el crudo volverá a tener demanda. Y aunque un protagonista tuvo que sacrificarse para salvar al otro en la historia de Dickens, esperamos que ambos crudos de referencia vuelvan a subir cuando la crisis haya terminado. ■

¹ El acuerdo de la OPEP + incluyó recortes de producción de 9,7 mb / d de mayo a junio de 2020 en relación con octubre de 2018, disminuyendo a 5,8 mb / d hasta abril de 2022. Para más Información: OPEC+ reaches a historic deal: but is it enough?



Diagnóstico del Sector Salud: Farmacia y suministros mejor que biotecnología y equipos

El sector de la salud es amplio y diverso. En el aspecto más vinculado a la investigación: la búsqueda del “pelotazo” de la vacuna no parece una buena opción y preferimos a las grandes farmacéuticas que presentan sólidos fundamentos, infravaloración y mayor visibilidad. Las ramas de actividad vinculadas al día a día sufren el parón de la actividad a excepción de los fabricantes de suministros médicos.

Por **LUIS FRANCISCO RUIZ** /
Departamento de análisis de Estrategias de Inversión

El sector salud junto con tecnología y telecomunicaciones son los más “beneficiados” de las circunstancias actuales. Para los tres sectoriales, el consenso espera un crecimiento simultáneo de los beneficios y ventas para el conjunto de 2020 que roce los 5 puntos porcentuales. A la vez, las acciones que componen estos sectoriales acumulan los mayores porcentajes de recomendaciones de compra.

En este contexto, **sorprende que el sector de salud no cotice con prima respecto al resto** y presente unos múltiplos de valoración en línea con el conjunto del mercado. De esta manera, se podría decir que nos encontramos ante una

oportunidad relativa o táctica. Un análisis de la industria de la salud por sub-sectores nos ayuda a enfocar un poco más la situación y afinar el tiro.

El mercado está buscando pegar el “pelotazo” y ha disparado el precio de las acciones de las compañías que tienen mayor probabilidad de encontrar tratamientos o vacunas para luchar contra la pandemia. Las acciones de las grandes empresas del subsector de biotecnología (Regeneron, Biogen, Gilead Sciences y Vertex) consiguen desmarcarse de las caídas generalizadas y desarrollan tendencias alcistas alcanzando puntuaciones de sobresalientes con nuestros indicadores técnicos.

El subsector de la biotecnología con un modelo enfocado a la investigación y el conocimiento se está llevando la mayor parte de los flujos de dinero. Sin embargo, cabría destacar un aspecto importante, las empresas de mayor tamaño se están llevando la mayor parte de los flujos por “el fenómeno de la indexación o de compra de índices” y se han encarecido en exceso como grupo. Es cierto que son las empresas con mayor capacidad para encontrar la solución/es a la actual pandemia, sin embargo, será más dudoso que sean capaces de rentabilizarla (seguimos hablando de agregado o grupo de empresas) tratándose de una enfermedad global que está causando un alto coste. Lo más normal es que el tratamiento/s se universalicen a precios asequibles o sean donados, tal y como ha anunciado Sanofi recientemente.

Sin embargo, esto no implica ignorar al subsector de biotecnología en su conjunto. **Las empresas de esta industria con menor tamaño** se encuentran más centradas en las fases de investigación básica y descubrimiento, y en la fase preclínica. Este tipo de compañías **siguen teniendo una alta capacidad disruptiva o rompedora** enfocándose cada vez más a la búsqueda de la anticipación y prevención de enfermedades que a su curación. Una te-

mática apasionante que requiere tiempo y especialización para tratar con conocimiento, escapándose del brochazo gordo que estamos dando al sector de la salud en su conjunto.

Las empresas agrupadas en el subsector de farmacia, que tienen la actividad menos centrada en la investigación y más enfocada en la producción y comercialización de los medicamentos, están recibiendo menos entradas de dinero. De hecho, **la mayoría de las grandes farmacéuticas europeas no consiguen una puntuación total de aprobado** (inferior a 5,0 puntos) con nuestros indicadores técnicos: Novartis, Astrazeneca, GlaxoSmithKline, Sanofi y Bayer (las citadas ponderan casi la mitad dentro del Índice de referencia europeo, el STOXX Europe 600 Health Care). El mismo patrón se aprecia en EEUU: Merck, Pfizer y Johnson & Johnson también suspenden con los indicadores cuantitativos.

Es en este subsector, el de la farmacia, donde se estén gestando las mejores oportunidades a nivel fundamental. Pfizer y Johnson & Johnson en EEUU junto con Sanofi y Bayer en Europa cumplen con los criterios fundamentales que exigimos en la actualidad para formar parte de nuestras carteras de acciones. Los requisitos >>

Gráfico 1. Precio / Valor Contable (eje vertical) y PER (eje horizontal) de los diferentes índices sectoriales elaborados por S&P Dow Jones Indices (en verde los sectores para los que se espera crecimiento en beneficios y ventas para el conjunto de 2020)

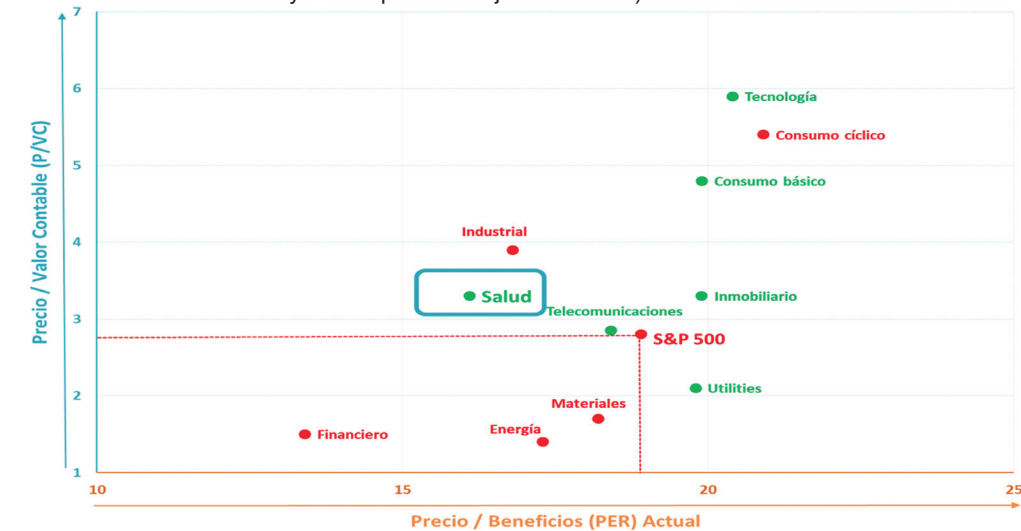


Gráfico 2. SPDR Biotechnology ETF (verde), SPDR Pharmaceutical ETF (rojo) y Diferencial de comportamiento entre ambos índices



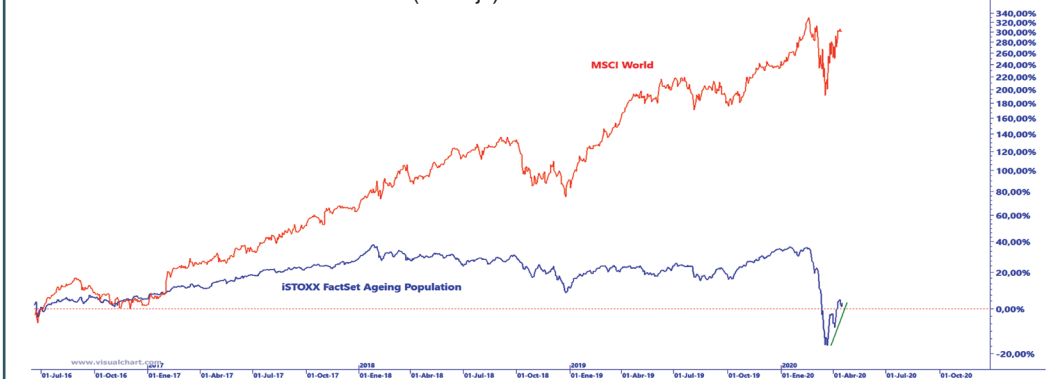
» se están centrando en la visibilidad de negocio, solidez del balance (liquidez y solvencia) y valoración relativa que entendemos se adaptan mejor al previsible deterioro económico.

El subsector de proveedores y servicios de atención médica es el que peor lo está pasando y, de forma agregada, sus acciones son las que peores puntuaciones obtienen. Las empresas que lo componen se dedican en su mayor parte a la gestión de hospitales, residencias de ancianos y centros de rehabilitación. La interrupción del normal funcionamiento de la actividad (disminuyen pruebas, consultas y operaciones) está pasando factura. A la vez, hay una parte importante de su actividad muy vinculada a tratar a la población de mayor edad y que más está siendo afectada. La mitad de las empresas que forman parte de esta industria también forma parte del

índice temático iSTOXX Factset Ageing Population que se encuentra orientado a los productos y servicios consumidos por las personas con una edad superior a los 60 años.

En el último de los grandes subsectores, el de **equipamiento y suministros médicos, hay grandes diferencias. Las compañías que se dedican a la fabricación de equipos están notando el parón de la actividad económica.** La reducción en el ritmo de operaciones y pruebas disminuye la demanda de dispositivos cardiovasculares, prótesis, máquinas de diagnóstico... **Las empresas de suministros médicos** (material de protección, higiene y desinfección, esterilización...) **están viéndose desbordadas.** Las acciones de estas empresas son las que consiguen mantener tendencias alcistas y situarse entre los primeros puestos de las clasificaciones que ilustran el informe. ■

Gráfico 3. Comparativa entre iSTOXX Factset Ageing Population (azul) e índice bursátil mundial MSCI World (naranja)



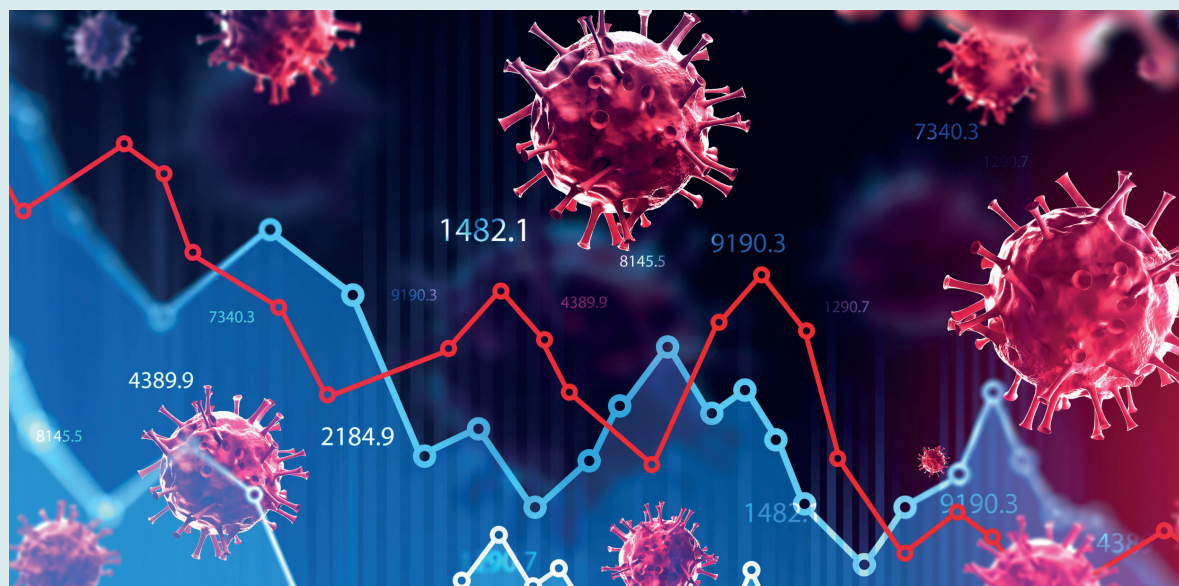
LÍNEA ICO AVALES COVID-19

TÚ CREES EN TU NEGOCIO, NOSOTROS TAMBIÉN.

Sabemos el esfuerzo que supone a **Pymes y Autónomos** sacar adelante vuestro negocio en estos momentos, por eso en **Unicaja Banco** ponemos a tu disposición la Línea ICO Avals COVID-19.

Unicaja Banco, S.A. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrito R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A63139053.





¿Cómo está afectando el COVID-19 a las perspectivas para la renta fija emergente?

El Covid-19 se ha convertido rápidamente en un shock económico para la economía global. Aunque esta pandemia impactó inicialmente a China, las expectativas económicas mundiales cambiaron drásticamente a principios de marzo, y desde entonces han seguido evolucionando casi a diario. En este contexto de creciente preocupación por la propagación del virus, los mercados de bonos han sido el epicentro de la reciente volatilidad.

La rápida respuesta de China está empezando a dar buenos resultados para su economía. El país ha experimentado el regreso de sus trabajadores, la interacción entre la población es cada vez más frecuente y hay signos alentadores de que la economía se está recuperando. Lamentablemente, no puede decirse lo mismo de otros países de Asia, ya que la región muestra una trayectoria muy diversa. Algunos de los países más pobres, como India e Indonesia, están luchando contra

la complejidad y el tamaño de sus economías y la realidad de cómo les afecta el confinamiento y otras medidas impuestas en sus regiones como los toques de queda.

En un intento por contrarrestar la conmoción de la pandemia, algunos países han desplegado agresivas respuestas de política monetaria y fiscal, precisamente con el fin de evitar una espiral descendente hacia una crisis financiera. Los bancos centrales han inundado los mercados con liquidez, unos prudentes reguladores han suavizado los requisitos de capital y las autoridades fiscales están ofreciendo importantes planes de garantía de préstamos.

Hasta ahora, el estímulo monetario y fiscal de los mercados emergentes (ME) ha sido, por lo general, más discreto. Los bancos centrales de los mercados emergentes han estado más dispuestos a flexibilizar sus políticas que en el pasado, pero están equilibrando la fuga de capitales en este en-

torno de riesgo que ha supuesto una mayor presión sobre las divisas. La reciente medida de la FED de proporcionar líneas de cambio de dólares americanos está aliviando la presión de liquidez en los mercados emergentes, en los que los bancos extranjeros pueden canjear sus treasuries por dólares. Es importante señalar que la salud financiera de muchos países, empresas y hogares de los mercados emergentes está entrando en esta crisis en mejor forma que en épocas anteriores.

Las mentes de los inversores se están volcando ahora a los riesgos crediticios mientras las empresas se enfrentan a la realidad de la dislocación. Los países emergentes con calificaciones crediticias más altas y economías más maduras han visto menos dislocación. Los mercados más grandes de América Latina, como Chile y Brasil, han aumentado en cierta medida los tipos de interés, aunque históricamente siguen estando en niveles bajos. Se observa más tensión en los exportadores de productos básicos y en los bonos soberanos con menor calificación. La reciente caída en el precio del petróleo, por ejemplo, ha afectado al crédito con calificación B en países de América Latina y África.

Dicho esto, los países emergentes están mucho mejor financiados y gobernados que antes, lo que los sitúa mejor fiscalmente para capear esta tormenta. Los países que tienen un grado de independencia en su política monetaria y que tienen tipos de cambio flotantes están en una posición mucho más fuerte, como Brasil y México. Cuando la conmoción inicial de la pandemia empiece a remitir, estos países serán los que se recuperen rápidamente. La rápida actuación de los bancos centrales, cuando ha sido posible, ha permitido a muchos países emergentes entrar en este período con un conjunto de instrumentos de política sólidos, de modo que cuando la situación se normalice, estas medidas de política tendrán un efecto positivo en sus economías.

Inicialmente, cuando se pusieron en marcha los agresivos confinamientos en toda Asia, vimos salidas de fondos de deuda emergente, en particular de inversores wholesale y bancos privados, y la liquidez del mercado se puso en entredicho. Sin embargo, ya hemos pasado por ese período y el mercado está mucho más equilibrado con los inversores que buscan pasar a la clase de activos.

Dando un paso atrás y con una perspectiva a largo plazo, los tipos de interés en el mundo desarrollado han bajado aún más. Las entradas estratégicas están en espera, ya que los inversores a largo plazo pueden empezar a considerar el aumento de la asignación de activos. También hace que los niveles de entrada sean interesantes para aquellos que buscan invertir en los mercados emergentes. ■



Alvaro Antón Luna

Country Head of
Distribution Iberia en Aberdeen
Standard Investments



Un enfoque todoterreno para la renta fija

Un fondo de renta fija debería comportarse como tal y no como un fondo de renta variable. Esto parece obvio, pero la realidad es que hay una correlación elevada entre la renta variable y el comportamiento de muchos productos de renta fija global flexible. Y, sinceramente, creo que eso no es lo que buscan los inversores. Por eso, en junio de 2016 lanzamos en Reino Unido una estrategia de renta fija global flexible con una misión doble: intentar ofrecer una rentabilidad superior a la de su índice de referencia (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index), manteniendo una correlación casi nula con la renta variable global.

Debido al entorno de bajos tipos, con la deuda pública de muchos países incluso en tipos negativos, los gestores hemos tenido que buscar otras fuentes de rentabilidad. Muchos fondos de renta fija flexible han incrementado su exposición a emisores corporativos, tanto de grado de inversión como *high yield*. Una consecuencia de esto ha sido que la correlación con el comportamiento de la renta variable también se ha elevado. De este modo, los clientes dejan de percibir los beneficios que ofrece la diversificación dentro de las carteras.

Para superar esta situación, decidimos crear una estrategia de renta fija global, sin restricciones,

capaz de identificar las mejores alternativas de inversión en cuatro áreas principales: duración/curva de tipos, crédito, inflación y divisas. El objetivo es intentar generar una rentabilidad superior a la del índice, de la manera más eficiente, lo que implica tomar con total flexibilidad posiciones fuera del universo convencional de la renta fija cuando lo consideremos necesario. Y siempre con foco especial en el uso de los instrumentos más líquidos disponibles. Hemos demostrado que es posible obtener una rentabilidad positiva (desde su lanzamiento, la estrategia ha logrado batir a su índice de referencia en un 6% anual), a la vez que hemos mantenido una correlación del 0,01% frente al índice de renta variable global MSCI World.

Reacción frente a la crisis

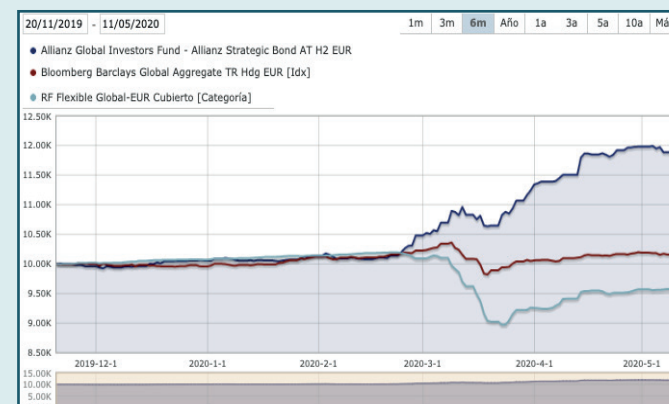
Desde comienzos de año, ya nos parecía que los bonos corporativos cotizaban a unas valoraciones excesivas y por eso teníamos relativamente poca exposición a ellos. Al comenzar a ver los posibles efectos que la pandemia del COVID-19 podría tener, decidimos reducir al mínimo el peso de la renta fija corporativa en la cartera. Esto nos ayudó a sortear bien el periodo de venta masiva del primer trimestre. De hecho, hasta el 23 de marzo, nuestro fondo obtuvo una rentabilidad positiva del 7,6%, a pesar de las caídas. A partir de entonces, tras la intervención de los bancos centrales, y en vista de las atractivas valoraciones a las que cotizaban

muchos bonos de buena calidad, decidimos incrementar la exposición a este tipo de emisores. Sobre todo, hemos podido invertir en las nuevas emisiones de compañías como Disney, Coca-Cola, MasterCard, Nestlé, UPS, P&G o McDonald's. Veíamos nuevos títulos salir con un descuento de entre 30 y 60 puntos básicos frente a otros bonos que el mismo emisor tenía ya cotizando en el mercado secundario. Hemos encontrado puntos de entrada que no se veían desde los mínimos del mercado de renta fija privada en 2009. La clave era tener la liquidez suficiente a mano como para poder sacar partido de ello.

La cartera, por tanto, ha pasado de estar casi completamente invertida en deuda gubernamental antes de la caída del mercado a tener en torno a un 50% de exposición a renta fija privada a cierre de abril. La recuperación de las últimas semanas ha validado nuestra decisión. El fondo, a cierre de abril, registra una rentabilidad neta del 19,2% en el año en su clase institucional cubierta en euros.

Y seguimos pensando que elevar la exposición a emisores privados de alta calidad sigue siendo acertado en el momento actual. Los paquetes de estímulo y los bajos precios del petróleo tienen que ayudar a que las economías puedan comenzar a recuperarse de manera decidida en la segunda mitad del año. De momento, mantenemos una actitud de cautela tanto frente a los bonos de alta rentabilidad (*high yield*) como frente a las emisiones de mercados emergentes, con un fuerte sesgo hacia posiciones más defensivas y, dentro de la renta fija privada, una apuesta por los títulos de alta calidad crediticia. Vigilar la liquidez de la cartera y una disciplinada gestión del riesgo resultan básicas en un entorno como el actual.

En total, la estrategia supera ya los 1.600 millones de euros de patrimonio, de los que más de 130 millones corresponden al fondo luxemburgués que lanzamos en noviembre de 2019 y que está a disposición de los inversores de Europa continental. ■



Mike Riddell

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

MAGUY MACDONALD |

Global Equity Product Specialist at Edmond de Rothschild Asset Management

«Las acciones del sector salud son menos sensibles a factores cíclicos y menos volátiles que otros sectores»

Maguy Macdonald, Global Equity Product Specialist at Edmond de Rothschild Asset Management, da sus previsiones sobre la evolución del sector salud y su exposición a través del Edr Healthcare Fund.

SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

¿Cuáles son sus previsiones acerca de la evolución de la crisis sanitaria generada por la propagación del coronavirus?

La superación de la crisis sanitaria dependerá en gran medida de la disponibilidad de tratamientos en los próximos meses. Actualmente, coexisten varios escenarios que no permiten una lectura clara de la evolución de la crisis. Por un lado, los resultados positivos de los ensayos realizados por Gilead con el Remdesivir y por Roche con el Actemra, reducirían las presiones existentes, particularmente la de la gestión de los pacientes hospitalizados en la UCI. Estos tratamientos, en combinación con las medidas de vigilancia y contención de la población, ayudarían a poner fin a la crisis, con posibilidad de ver una normalización de la situación durante el tercer trimestre. Por el contrario, y en caso de ausencia de soluciones terapéuticas disponibles, un escenario más desfavorable podría ocurrir con una evolución de la pandemia durante el segundo semestre o incluso que se extendiera hasta el 2021, dado el número de casos asintomáticos y el número limitado de personas que se han contagiado con el virus, y la vital necesidad de mantener un nivel adecuado de vigilancia y control de la población a largo plazo.

Las repercusiones en el mercado, vinculadas a las incertidumbres sanitarias y económicas, varían mucho dependiendo del sector. El de la salud tiene una gran capacidad de recuperación debido al elevado gasto sanitario y a las

sólidas perspectivas de crecimiento de dichas compañías.

¿Qué ofrecen estas compañías ligadas a la industria de la salud en una cartera de largo plazo?

Las empresas que operan en el sector de la salud se benefician de las tendencias de crecimiento de largo plazo, entre las que se incluyen:

- El crecimiento estructural del gasto en sanidad, tanto en los mercados desarrollados como en los que están en vías de desarrollo. Muchas tendencias de crecimiento demográfico apoyan el crecimiento de la demanda de atención médica y medicamentos. Esto incluye el envejecimiento de la población, la demanda de terapias de vanguardia en los mercados emergentes, las condiciones de "estilo de vida" y las enfermedades que cada vez más se tratan como "crónicas".
- La innovación es otro impulsor clave de la rentabilidad: las empresas de atención sanitaria invierten hasta un 20% de sus beneficios en I+D. Esas inversiones abarcan una amplia gama de aplicaciones, desde el desarrollo de terapias novedosas hasta nuevas tecnologías y equipos que permiten crear nuevos mercados y oportunidades prometedoras.
- Mayor visibilidad a largo plazo: muchas empresas del sector se caracterizan



por tener balances sólidos y una gran generación de cash flow. Las acciones del sector de la salud son menos sensibles a los factores cíclicos y menos volátiles que otros sectores; además, los beneficios gozan de una gran visibilidad a medio plazo.

El centro de nuestro pensamiento de inversión en esta área es la creencia de que la ciencia y la tecnología serán cruciales para que las empresas aprovechen los datos, la capacidad de analizarlos y el conocimiento médico para alcanzar estos objetivos.

¿Qué criterios prevalecen en la selección de compañías para la cartera?

El objetivo es equilibrar nuestra inversión en dos tipos de compañías. En primer lugar, las empresas que se benefician de los ingresos recurrentes con una cartera diversificada de tratamientos, productos, equipos o servicios, y que son capaces de captar el crecimiento del gasto estructural en salud. En segundo lugar, compañías altamente innovadoras que proporcionan ya sea nuevos tratamientos, equipos o dispositivos médicos para necesidades médicas no satisfechas o bien nuevas tecnologías para mejorar el sistema de salud y la calidad de vida de los pacientes.

Nuestro análisis fundamental se basa en un marco distinto con criterios financieros y no financieros que incluye lo que consideramos factores clave de éxito como la estabilidad de los ingresos y el posicionamiento competitivo. Para las empresas de mayor crecimiento que se encuentran en una etapa más temprana de su ciclo de vida, consideramos la oportunidad terapéutica/el mercado accesible, los precios y el entorno regulatorio algo muy a tener en cuenta. Los criterios de ESG, como la buena gestión empresarial, también son de suma importancia para evaluar la sostenibilidad de los modelos de negocio de nuestras empresas.

¿Cuál es el nivel de liquidez del fondo?

El fondo es bastante líquido, ya que pretendemos mantener un equilibrio entre las empresas de pequeña capitalización y las de gran capitalización. Hoy en día el 100% del fondo puede ser vendido en 2 días de mercado con una tasa de participación del 20%.

¿Tiene algún objetivo de rentabilidad?

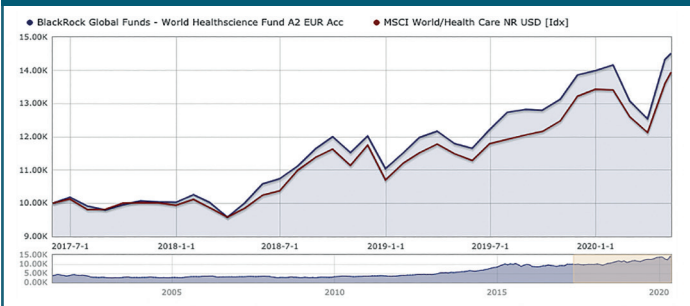
Nuestro objetivo es generar rentabilidades a largo plazo aprovechando la creación de valor del sector de la salud. El historial del fondo es una prueba de nuestra capacidad para crear valor en el largo plazo: el Fondo ha generado una rentabilidad del 12% anual en los últimos 10 años. Nuestro objetivo de gestión activa es captar las tendencias de crecimiento estructural y de creación de valor en el sector de la salud, invirtiendo en compañías que tengan nuevas terapias y tecnología innovadora. ■

BlackRock Global Funds - World Healthscience Fund A2 EUR Acc



Antonio Alcón Carreras
Analista y asesor financiero (CISI)

CÓMO SE HA COMPORTADO ESTE FONDO



Distribución de activos



Rentabilidades anuales (30/04/2020)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	30/04
Rentabilidad %	37,28	41,27	16,53	-5,12	7,12	10,13	26,72	2,39
+/- Categoría	8,67	7,01	-0,77	2,19	1,38	8,57	2,76	1,12
+/- Índice	6,91	6,79	-2,21	-1,09	1,89	2,45	1,21	1,14
% Rango en la categoría (sobre 100)	12	16	57	34	29	12	31	34

Las 10 posiciones más importantes

Nombre del activo	Sector	País	% de activos
UnitedHealth Group Inc	+	Estados Unidos	5,58
Roche Holding AG Dividend Right Cert.	+	Suiza	4,61
Abbott Laboratories	+	Estados Unidos	4,25
Sanofi SA	+	Francia	4,07
Merck & Co Inc	+	Estados Unidos	4,03
AstraZeneca PLC	+	Reino Unido	3,87
Thermo Fisher Scientific Inc	+	Estados Unidos	3,14
Medtronic PLC	+	Estados Unidos	2,68
Zoetis Inc Class A	+	Estados Unidos	2,55
Stryker Corp	+	Estados Unidos	2,53

@ Incremento @ Reducción ¶ Nuevo desde la anterior cartera
 Categoría: RV Sector Salud

Invertir en salud, un imprescindible para cualquier cartera

Aunque inexplicablemente los índices de EEUU parecen mostrar cierto optimismo con unos rebotes sólidos, pocos valores se han salvado de la quema. Muchos de estos valores, pertenecen al sector salud, que, como suele ser en momentos de incertidumbre, son un buen refugio para el inversor. Y en esta ocasión, con más razón que nunca.

Siempre recomiendo tener un fondo o una exposición del sector salud en las carteras, ya que es un activo que nos puede proteger de caídas y, si se realiza una buena selección, suelen presentar una buena consistencia. Un sector que reúne unas características únicas, ya que es un sector primordial y necesario, que está ligado al progreso y con fuerte exposición directa o indirecta a la tecnología.

El World Healthscience Fund A2 de la gestora BlackRock cumple con creces las necesidades de cualquier cliente en este ámbito. Invierte en renta variable de valores líderes del mercado en asistencia sanitaria, farmacéutica, tecnología y suministros. Adicionalmente, puede tener exposición en valores biotech.

En lo referente a los números, no necesitan explicación alguna. Valorado con 5 estrellas Morningstar, un trackrecord espectacular y unas rentabilidades envidiables en torno al 13% anualizada en los últimos 3 años, y una volatilidad del 13%. Aunque no es una volatilidad baja, se balancea bien con el binomio rentabilidad-riesgo y la consistencia que ofrece. Por parte del gestor consigue un 1,8 de Alfa, consiguiendo situar al fondo por encima de la media de su categoría y por encima de su índice de referencia.

Por cierto, el fondo en este 2020 se encuentra en positivo y tiene una exposición de entre el 60-70 % en EEUU. ■



SERVICIO DE TRADING PARA INVERSORES PROFESIONALES

LIVE STREAMING

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

Terminal Profesional Bloomberg



Mercados de Futuros con cobertura diaria

(Live Streaming Vídeo)

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



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

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

TELÉFONO: 915747222

La cruda realidad de la producción de alimentos

La gente es cada vez más consciente de que sus hábitos alimentarios tienen grandes repercusiones en el medioambiente y la sociedad. Por eso, muchos se hacen veganos, vegetarianos o dejan de consumir carne, lo que indica que los patrones de consumo alimentario están cambiando. Como inversores, estamos particularmente interesados en saber cómo gestionan las empresas los riesgos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG).

El sector alimentario contribuye de forma importante a la generación de gases de efecto invernadero, a la deforestación y a la escasez de agua. Este sector abarca el 70% de la extracción de agua y la agricultura, mientras que la explotación forestal y otros usos del suelo generan casi una cuarta parte de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero. Se estima que la población mundial pasará de 7.000 millones en 2010 a 9.800 millones en 2050, lo que incrementará la demanda total de alimentos en más del 50%.

Llevamos tiempo colaborando con las empresas del sector para fomentar el desarrollo de sistemas alimentarios sostenibles, prestando especial atención a la nutrición, el riesgo hídrico y las cuestiones laborales. A lo largo de los próximos tres años, nos proponemos impulsar el cambio entre las principales empresas productoras, comercializadoras y distribuidoras de alimentos del mundo, promoviendo la aplicación de mejores prácticas que les ayuden a satisfacer la creciente demanda de alimentos al tiempo que reducen y evitan la degradación medioambiental.

A nivel mundial, estamos colaborando con empresas de venta al por menor, comercializadoras, productoras, bancos y empresas de bienes de consumo, y alineamos nuestros esfuerzos con otras iniciativas de implicación o engagement, como la iniciativa de inversores FAIRR (Farm

Animal Investment Risk and Return) sobre proteínas alternativas y la de la Asia Research and Engagement (ARE) sobre proteínas animales.

Producción de alimentos:

- Evaluación integral del riesgo hídrico, incluidas las cadenas de suministro de la alimentación animal.
- Sistemas de gestión de aguas residuales, incluidos los planes de gestión del estiércol.
- Evaluación de los objetivos relacionados con el agua y el riesgo climático, incluidas las cadenas de suministro de la alimentación animal.
- Innovación tecnológica para aumentar la productividad y mejorar la eficiencia en el uso de recursos.
- Indicadores ambientales clave, incluidos los objetivos a largo plazo alineados con el Acuerdo de París sobre cambio climático.

Consumo de alimentos:

- Evaluación de inversiones en el desarrollo de sustitutos cárnicos y evaluación de riesgos relacionados con las nuevas tendencias en las preferencias de los consumidores (por ejemplo, proteínas alternativas).
- Medidas para reducir la generación de residuos y el desperdicio de alimentos y objetivos de reducción.
- Soluciones tecnológicas para reducir el desperdicio de alimentos.

Cadenas de suministro libres de deforestación:

- Evaluación del riesgo de deforestación de las operaciones propias y de las cadenas de suministro y grado de transparencia sobre el mismo.
- Compromiso contra la deforestación en las operaciones propias y en las cadenas de suministro.
- Compromiso de trazabilidad total con un calendario claro.

- Sistema de gestión de la sostenibilidad de la cadena de suministro.

A continuación, destacamos algunos aspectos de nuestra colaboración activa con dos importantes empresas británicas de alimentación y bebidas:

Sainsbury's: Su estrategia para convertirse en una empresa neutra en carbono (cero emisiones netas) para 2040 incluye pilares sobre gestión del agua y del carbono, minimizar el uso de plástico en los envases, dietas saludables y sostenibles y evitar el desperdicio de alimentos. Cada tema cuenta con un grupo de trabajo que informa al consejo de responsabilidad y sostenibilidad corporativas, presidido por el consejero delegado. Aunque la estrategia debería haberse adoptado hace tiempo, es un paso en la dirección correcta y hemos destacado la necesidad de evaluar más en detalle el impacto medioambiental de los productos de la empresa, incluida su huella hídrica. La cadena de supermercados es consciente de este problema pero tiene dificultades para obtener los datos adecuados, por lo que está cooperando con un consultor externo para resolver esta cuestión.

Cranswick: Nos reunimos con miembros del equipo directivo de esta productora cárnica para hablar sobre su estrategia de sostenibilidad. La empresa expuso sus compromisos de sostenibilidad, que incluyen un objetivo de cero emisiones netas para 2040. Examinamos algunos de los cambios que observamos en los patrones de consumo de alimentos, como el menor consumo de carne roja y un mayor interés en las proteínas vegetales. Aunque Cranswick no se plantea entrar de momento en el negocio de los sustitutos de la carne y continúa centrándose en sus productos principales, le hemos recomendado que, al menos, considere diversificar su negocio, ya que es probable que las tendencias actuales se intensifiquen aún más en el futuro. También hablamos sobre la cadena de suministro de soja, alimento principal de sus cerdos, y se comprometió a que todo su suministro de soja sea certificado en 2025.

Conclusión

La implicación (engagement) con estas dos empresas nos permitió hablar sobre sus programas de sostenibilidad, comprender mejor sus mejores prácticas y llamar su atención sobre algunos de los retos que aún deben superar, como la disponibilidad y la publicación de datos. Compartiremos sus experiencias y mejores prácticas con empresas de mercados emergentes, donde las estrategias de sostenibilidad a menudo no están tan desarrolladas. ■



Nina Roth

Directora y analista en el equipo de inversión responsable de BMO GAM

DPAM Invest B Equities NEWGEMS Sustainable

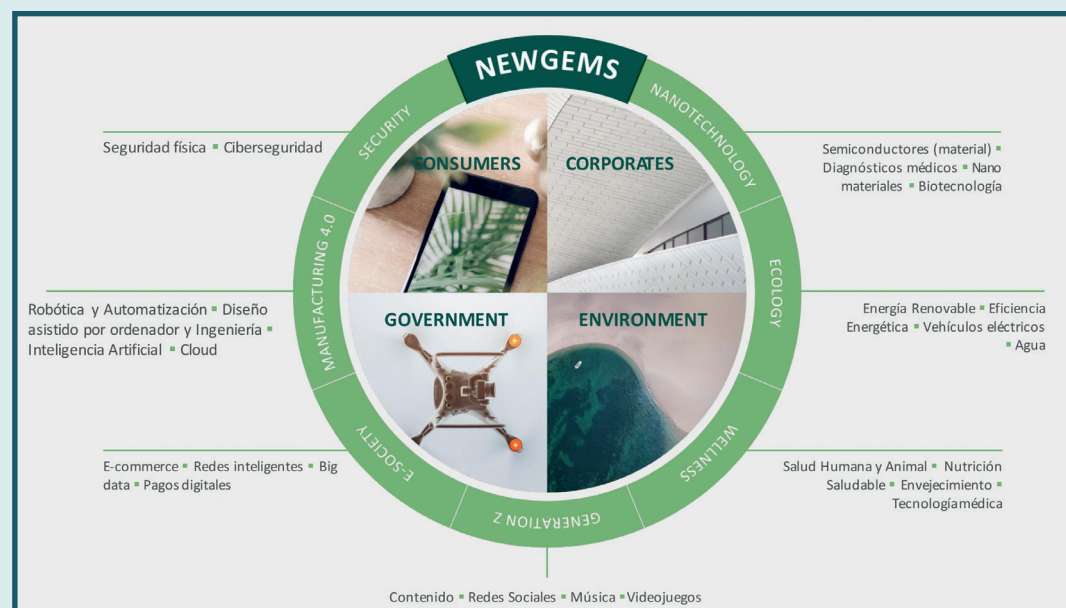
Una combinación única en el mercado: inversión multi-temática y sostenibilidad

En este entorno de incertidumbre marcado por una recesión socio-económica, consecuencia de la crisis sanitaria de la COVID-19, se buscan fondos de armario, troncales de cualquier cartera, con un horizonte de inversión a largo plazo, innovadores y con estrategias ganadoras de futuro. **El DPAM Invest B Equities NEWGEMS Sustainable** es un fondo que reúne los requisitos para responder a estos desafíos.

El fondo ha superado su índice de referencia, MSCI World, en más de un 16% (a principios de mayo de 2020), y desde la implementación del actual proceso multitemático en octubre de 2017, el fondo ha superado al MSCI World en más de un 30% con la misma volatilidad.

Se trata de un fondo global, multi-temático y sostenible. Una de las estrategias que mejor ejemplifica las convicciones de inversión sostenible a nivel global de **DPAM**, focalizados en empresas que contribuyan con la sociedad del futuro (cada vez más presente). A través del fondo hemos identificado 7 temáticas principales en las que buscamos invertir a largo plazo y que permiten añadir valor a la sociedad: **Nanotecnología, Ecología, Bienestar, Generación Z, E-Society, Industria 4.0 y Seguridad**. Por eso, nuestro nombre, **NEWGEMS**.

La construcción de esta cartera está diversificada, a través de capitalizaciones y de temáticas de inversión. Cuenta con 80 valores con diferentes ponderaciones y está completamente invertido (máximo 5% en cash). Con **NEWGEMS**, **tenemos como objetivo princi-**



pal batir el rendimiento del MSCI World All Net Return Index en un periodo de 5 años consecutivos.

El enfoque del fondo se basa en una combinación de filtros tanto financiero y extra financiero. Nuestro enfoque sostenible se lleva a cabo en dos etapas:

En la primera etapa se excluyen del universo invertible compañías que no se hayan adherido a los Principios del Global Compact de Naciones Unidas (filtro normativo), o tienen unos niveles de controversias muy altos definidos por MSCI o Sustainalytics (nivel 5). También excluimos sectores controvertidos como el tabaco, defensa, apuestas, etc.

En la segunda etapa, además de contar con el mejor análisis ASG disponible en el sector, también hemos desarrollado nuestros propios **KPIs por subsectores**, especialmente útiles para valores de menor capitalización a menudo menos conocidos o cubierto por analistas. En estos factores propios tenemos en cuenta todos los componentes ESG que son relevantes para ese subsector, así como para los productos que ofrecen esas compañías y su impacto en la sociedad.

El objetivo de nuestro análisis ESG no solo es invertir en las mejores compañías respecto a criterios ESG, sino también evitar los peores estándares y riesgos futuros.

Claves del fondo DPAM Invest B Equities NEWGEMS Sustainable

- Apostamos por la inversión en acciones que den acceso al capital de empresas “del futuro”, a nivel mundial y seleccionadas por buenos fundamentales, pero además con altos estándares medio ambientales, sociales y de buena gobernanza corporativa.
- Se invierte en compañías innovadoras y disruptivas a lo largo de toda la cadena de valor, con fuerte crecimiento en los beneficios por acción (BPA), márgenes elevados, poca deuda y generadores de flujo caja + (FCF/EV > 4%).
- Diversificación en compañías grandes, medianas y pequeñas menos seguidas por el mercado (35% en Small & Mid caps donde generamos mayor alpha). También diversificamos entre compañías value y growth, por ello el fondo se encuentra en la categoría Morningstar Global Equity Blend situándose en el primer decil a 1, 2 y 3 años.
- El fondo permite re balancear la exposición a las temáticas entre 5% y 25% de exposición, permitiendo así



Víctor Asensi
Institucional Sales de DPAM

- » diversificar más la cartera y aprovechar las diferentes circunstancias de mercado.
- Experimentado equipo de gestores y analistas integrado por Alexander Roose (CIO Equity), Quirien Lemey, CFA, Dries Dury, CFA, Tom Demaecker, CFA y Ophelie Mortier (responsable de ASG).
- El fondo tampoco invierte en sectores y compañías disruptadas.

Una estrategia es una combinación única en el mercado

Una fórmula que funciona: inversión multi-temática y sostenibilidad, en la que se cuenta con la larga experiencia y conocimiento de DPAM en empresas de mediana capitalización y en inversión temática.

“Tenemos como objetivo principal batir el rendimiento del MSCI World All Net Return Index en un periodo de 5 años consecutivos”

Respecto a la parte sostenible, la combinación de filtros, *engagement* y análisis es otro valor añadido con respecto a otros competidores, y por supuesto por el lado fundamental,

el input del equipo de analistas interno es también único, con expertos dedicados a sectores tan específicos como *med-tech* o *food ingredients*, o a sectores ligados a geografías específicas como el sector industrial en EEUU, sector tecnológico en EEUU, sector tecnológico en Asia etc...

La naturaleza de esta recesión ha demostrado que el fondo puede ser notablemente resistente y defensivo como ya lo demostró en 2018 (terminando 5% en positivo) y en la actualidad. Hay razones que lo explican:

- El fondo invierte significativamente en empresas que se benefician de «Stay at Home» Quedarse en casa. Algunos ejemplos: **Zscaler**, se beneficia de las conexiones VPN (red privada virtual), ya que las empresas están viendo ahora los límites y problemas de las

VPN debido al teletrabajo. **Cloudflare** es otra empresa del fondo que opera en este sector.

- **Tenemos algunas compañías en áreas de alto crecimiento, con posiciones en Software y Tecnología de la Salud.** Si bien las valoraciones a corto plazo se han comprimido, el coronavirus acelerará la adopción de software en la nube a corto y largo plazo. Buenas compañías en este entorno son empresas como *Teladoc* y *Everbridge*.

A largo plazo, la crisis del coronavirus es el mayor experimento de teletrabajo de la historia. Trabajar y estudiar desde casa requiere un software que funcione en cualquier lugar y permita la colaboración. Empresas como Adobe, ServiceNow, Microsoft y Google han estado impulsando la nube (software) durante más de una década.

- **Nuestro posicionamiento actual está dominado por compañías diversificadas de atención médica y tecnología.** En el pasado, los mercados pensaban en gran medida en la tecnología como un sector cíclico. Hoy en día, muchas de las compañías han pasado de un modelo de licencia a un modelo de suscripción, convirtiendo grandes contratos cíclicos, para obtener ingresos recurrentes anuales. Como tal, además de la capacidad de recuperación del gasto en atención médica, las empresas del sector de la tecnología de la información (IT) demostrarán ser resistentes.

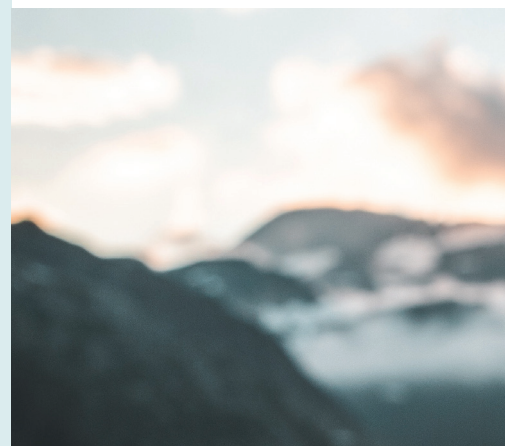
Nuestra métrica de valoración más importante es el flujo de caja libre partido valor de la empresa, por lo que tenemos en cuenta el efectivo en el balance general. En otras palabras, recompensamos a las empresas por tener efectivo en su balance. Ya que creemos que es un factor determinante cuando hay recesión económica. En promedio, el fondo tampoco tiene ningún apalancamiento. Ambos factores hacen que nuestro fondo esté bastante a prueba de una recesión. ■

% DPAM

DEGROOF PETERCAM ASSET MANAGEMENT

dpamfunds.com

ACTIVE ASSET MANAGER
SUSTAINABLE INVESTOR
RESEARCH DRIVEN



PAUL BENSON |

Responsable de gestión de la cartera de renta fija de la gestora BNY Mellon

«Las estrategias beta eficientes son la mejor vía para conseguir rentabilidades en activos en los que históricamente no ha sido fácil»

BNY Mellon ha lanzado recientemente una estrategia de “beta eficiente” que permite invertir en áreas en las que tanto la gestión activa como la pasiva se han enfrentado constantemente a dificultades para generar rentabilidad. Hablamos con Paul Benson, responsable de gestión de la cartera de renta fija de la gestora sobre la estrategia y su sentido en el momento actual.

SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

Si tuviera que explicarle a un inversor qué es la beta eficiente, ¿cómo lo haría?

Nosotros definimos la beta eficiente como el enfoque particular de Mellon para invertir en áreas en las que tanto las estrategias de inversión activas como las pasivas se han enfrentado constantemente a dificultades para generar rentabilidad. La beta eficiente es claramente distinta a la gestión activa fundamental y, al mismo tiempo, es muy diferente de un enfoque puramente pasivo. La beta eficiente combina lo mejor de los criterios de indexación relacionados con la preservación del valor y la gestión del riesgo, un enfoque de gestión activa cuantitativo para capturar de manera sistemática las primas de riesgo derivadas de las ineficiencias estructurales del mercado, e innovación de vanguardia en la negociación de la renta fija para reducir los costes de transacción y mejorar la liquidez.

¿Por qué cree que ahora es un buen momento para invertir en estrategias de beta eficiente?

Creemos que las estrategias de beta eficiente de Mellon son la mejor vía para que los inversores consigan rentabilidades similares a las del índice de referencia en ciertas clases de activo en las que, históricamente, ha resultado difícil hacerlo. Nuestro enfoque innovador en cuanto a la infraestructura de negociación y la gestión de carteras nos

permite desarrollar soluciones que no eran posibles hace unos años.

¿Por qué ven más ineficiencias en los mercados emergentes y el high yield? ¿Lo ven como una oportunidad?

Ciertas clases de activo como el *high yield* y la deuda de mercados emergentes siempre han registrado un alto grado de ineficiencia vinculada a factores como la falta de transparencia, la escasez de liquidez o unos costes de transacción elevados, así como a factores estructurales como el efecto de segmentación entre el mercado con grado de inversión y el de alto rendimiento (*high yield*). Estas ineficiencias ofrecen primas de riesgo que se pueden capturar con las herramientas y habilidades adecuadas. Algún día, es posible que estas ineficiencias acaben siendo eliminadas por el arbitraje pero creemos que aún falta mucho para llegar a ese punto.

¿Cuál es el universo de inversión del fondo?

El universo de inversión incluye todos los títulos del índice Bloomberg Barclays U.S. High Yield Corporate.

¿Qué factores incorpora?

Desde el punto de vista de la gestión del riesgo, nos proponemos replicar las características generales de riesgo del índice. En una cartera de *high yield*, los cinco



factores de riesgo más importantes son: diferencial/rendimiento, duración/vencimiento, sector, calidad y liquidez. Nuestro proceso de construcción de carteras tiene en cuenta los factores de riesgo según su orden de importancia para la rentabilidad. El resultado es una cartera en la que los principales factores de riesgo están neutralizados, es decir, están alineados con el índice de referencia.

Desde el punto de vista de la generación de alfa, construimos una cartera sistemática que presenta una mayor exposición a factores de calidad, valor y *momentum* que el índice de referencia subyacente.

¿Cómo selecciona los títulos y su ponderación en la cartera?

Usamos un enfoque de muestreo estratificado para seleccionar y ponderar los títulos con el objetivo de que la cartera resultante replique las principales características de riesgo del índice de referencia (duración, calidad, sector, industria, rentabilidad, beta de mercado, etc.). En el proceso de muestreo, la aplicación de nuestro modelo de crédito ayuda a los gestores de carteras a descartar y a no adoptar posiciones sobreponderadas en los bonos corporativos menos solventes, que tienen más probabilidades de ver rebajada su calificación crediticia.

¿Qué limitaciones presenta la cartera, en su caso?

Es importante que los inversores entiendan que las estrategias de beta eficiente se comportarán como los índices de referencia subyacentes. Por lo tanto, si la clase de activo en la que invierte una estrategia arroja unos malos resultados en términos absolutos, la estrategia replicará ese mal comportamiento.

¿Qué riesgos afronta este activo?

La gestión de riesgos de una cartera es un proceso polifacético. Un aspecto tiene que ver con la gestión del riesgo idiosincrásico y/o de impago. La primera línea de defensa a la hora de mitigar este riesgo es mantener una cartera muy diversificada para que, con el tiempo, la exposición a cualquier título se mantenga dentro de nuestro umbral de tolerancia.

La segunda línea de defensa es la aplicación de nuestro modelo de crédito para ayudarnos a identificar a los emisores con las mayores probabilidades de registrar un mal comportamiento.

La tercera línea de defensa es una estricta gestión de riesgos con respecto al índice de referencia. Somos conscientes de que el índice general de *high yield* ofrece un historial de rentabilidad superior, por lo que nos proponemos minimizar las desviaciones en los principales factores de riesgo, como la exposición sectorial y la exposición de duración. ■



La investigación oncológica, una inversión útil

En los próximos 20 años, se espera que el número de cánceres diagnosticados en todo el mundo aumente de forma significativa. Por lo tanto, la inversión en investigación médica y tecnología es más esencial que nunca. El cáncer constituye a día de hoy la segunda causa de muerte en el mundo. A nivel mundial, se estima que el número de cánceres diagnosticados aumentará en más del 70% en 2040.

Herramientas para la detección temprana

El tratamiento de la enfermedad está progresando, mediante el desarrollo nuevas tecnologías, en particular para diagnosticar el cáncer en una etapa cada vez más temprana. Un avance significativo en el diagnóstico es la detección de cáncer en la sangre. Por otra parte, en la actualidad existen pruebas de saliva para saber si una persona tiene un alto riesgo de desarrollar cáncer de mama. Sin duda la inteligencia artificial tiene un papel destacado y permite ahora ayudar a los médicos especialistas a identificar el cáncer de piel o de cuello uterino a partir de fotografías. La evolución está en marcha.

Una mejor atención, un verdadero desafío

Si bien el diagnóstico ha evolucionado, el tratamiento también ha experimentado grandes avan-

ces desde que aparecieron las primeras quimioterapias en la década de 1940. Gracias a los avances en la investigación, los tratamientos con fármacos y radioterapia se han vuelto cada vez más precisos. Entre finales de los años 70 y la actualidad, un paciente con mieloma múltiple vive un promedio de 23 meses más.

Invertir en un fondo que financie la innovación

El desarrollo de nuevas tecnologías y nuevas medicinas, así como la investigación, precisan de una inversión significativa. Las instituciones como las universidades y los centros de investigación también necesitan herramientas tecnológicas que a menudo son costosas. Para poder avanzar, se les debe permitir obtener los fondos necesarios.

Con el fin de contribuir a ello y permitir a los inversores hacer inversiones significativas, Candriam lanzó su fondo de Oncología a principios de 2019. Domiciliado en Luxemburgo, este fondo UCIT invierte entre 50 y 60 empresas que desarrollan soluciones tecnológicas o medicamentos que permiten un mejor diagnóstico y tratamiento de las enfermedades relacionadas con el cáncer. Candriam, que tiene más de 20 años de experiencia en el sector de la biotecnología, ha seleccionado cuidadosamente cada una de estas empresas. Un equipo de expertos

que combina conocimientos financieros y científicos lleva a cabo un análisis exhaustivo de cada compañía que entra en la cartera del fondo, evaluando la probabilidad de que el producto desarrollado por la empresa pueda comercializarse y marcar la diferencia en la lucha contra el cáncer. Cada año, Candriam dona hasta el 10% de la comisión de gestión neta de su fondo Candriam Equities L Oncology Impact a las asociaciones que luchan contra el cáncer. Invertir en el fondo de Oncología beneficia a todos: pacientes, investigadores e inversores.

Tres preguntas a Rubi Van Den Eynde, gestor del fondo

¿Cuál ha sido el impacto del mercado en el sector de la salud desde principios de año?

Casi todos los negocios se ven afectados por las crisis mundiales. En la asistencia sanitaria, algunos ingresos sólo se posponen, no se pierden, por ejemplo, las mamografías rutinarias. Por lo tanto, el impacto en el sector es mucho menos dramático que en muchos otros sectores. Cabe destacar de igual modo que la mayoría de las estrategias de inversión en salud han superado ampliamente a los índices de renta variable global en lo que va de año.

¿Puede explicarnos cómo ha gestionado el fondo de Oncología durante la actual coyuntura?

Al principio de la actual crisis, hicimos el fondo más defensivo reduciendo beta y aumentando el nivel de liquidez. Con la relajación de las medidas de contención y el paso gradual a una situación más normalizada, el mercado ha comenzado a recuperarse desde finales de marzo. Los segmentos de la atención de la salud se han visto especialmente favorecidos en la recuperación. El índice MSCI World Index Health Care ha tenido un comportamiento casi plano hasta la fecha, mientras que nuestra estrategia de oncología se encuentra en terreno positivo.

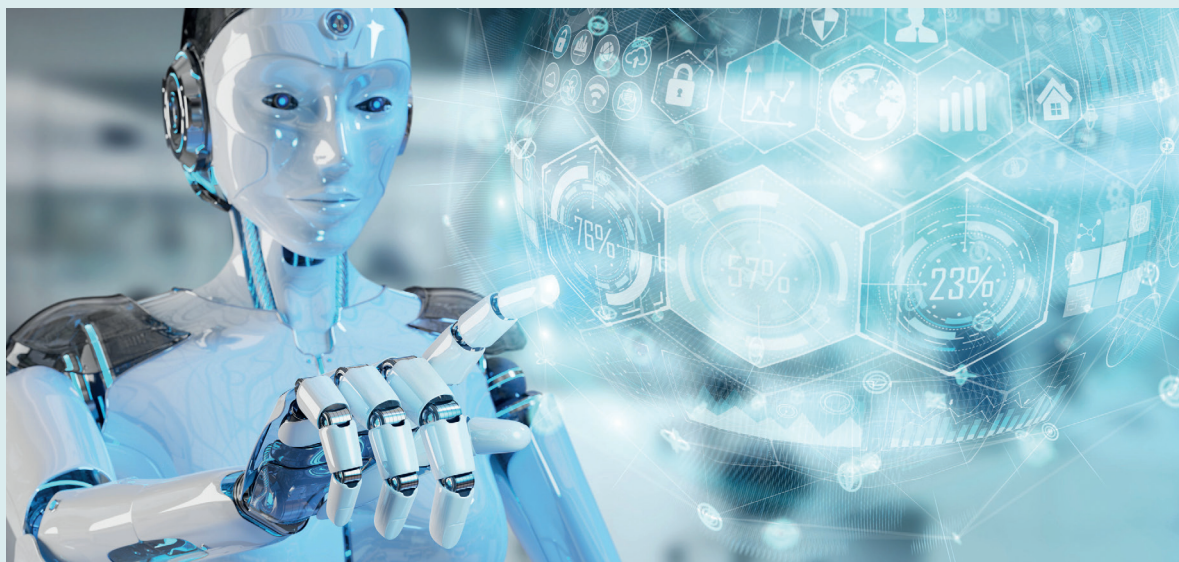
¿Cuáles son sus perspectivas futuras para el fondo de Oncología?

La innovación es necesaria para poder reaccionar a este tipo de crisis inesperadas de salud pública. Creemos que la inversión en salud e investigación aumentará considerablemente, así como las tecnologías anti infecciosas y de pruebas. Al final, el coste de esta inversión es mucho menor que el coste masivo de cerrar nuestras economías. El fondo goza de oportunidades bastante interesantes en los diversos sub-sectores que aglutina tales como equipos de diagnóstico e investigación, tecnología médica, big data e inteligencia artificial o farmacéuticas y biotecnología. De igual modo se ha visto beneficiado de un gran avance en la investigación de una vacuna o un fármaco para el COVID19. ■



Rubi Van Den Eynde

Head of Thematic Global Equity en CANDRIAM



¡Invertir en el futuro ya es posible!

De aquí a 2030, las mayores ganancias económicas relacionadas con la inteligencia artificial se producirán en China y en Norteamérica y, suponen un total de más de +15 billones de dólares. Un 70% de las empresas habrá adaptado al menos una forma de inteligencia artificial y la IA debería crear más empleo del que destruiría, a través de la transformación de las ofertas de empleo dentro de los sectores.

Con el lanzamiento de **Echiquier Artificial Intelligence** en junio de 2018, La Financière de l'Echiquier (LFDE) se convirtió en la primera gestora francesa en ofrecer un fondo dedicado a la mayor revolución tecnológica de la historia. La inteligencia artificial (IA) ya está presente en nuestra economía y nuestras vidas, desde los algoritmos de recomendación hasta los antivirus y, pronto, en nuestros vehículos autónomos.

De aquí al final de la década, se estima que esta tecnología transversal aportará más de 15 billones

de dólares a la economía mundial. Fiel al conocimiento experto de LFDE, el equipo de gestión se reúne con estas empresas en todo el mundo para estar a la vanguardia del mundo del mañana.

La situación actual no tiene ningún precedente moderno que pueda servir de referencia. La crisis sanitaria provocada por la epidemia del Covid-19 ha dado paso rápidamente a una crisis económica y financiera de primer orden. Afortunadamente, los bancos centrales y los gobiernos intervinieron inmediatamente para contener los efectos económicos del confinamiento.

En este contexto de enorme incertidumbre y volatilidad, Echiquier Artificial Intelligence ha sabido moverse correctamente y se ha anotado ganancias en lo que va de año. El fondo ha logrado esos resultados gracias especialmente a empresas como PING AN HEALTHCARE: su aplicación de medicina a distancia llevó a cabo más de 1.110 millones de consultas durante las tres semanas más difíciles de la crisis en China y su acción se

ha multiplicado prácticamente por dos en bolsa desde el principio del año.

Aportación de valor del enfoque estratégico

El fondo tiene como objetivo beneficiarse del valor inigualable que genera la inteligencia artificial. Nuestro enfoque se centra en cuatro perfiles de empresa para beneficiarse del auge de esta tecnología: los *AI Users*, que adoptan la inteligencia artificial para ganar competitividad, como por ejemplo el constructor FANUC (un ejemplo de valores recientes en cartera en mayo de 2020), cuyos robots van acumulando gradualmente inteligencia para optimizar su funcionamiento; los *AI Vendors*, que desarrollan soluciones de inteligencia artificial, como BLUE PRISM, uno de los tres líderes mundiales de robots digitales que automatizan las tareas administrativas; los *AI Infrastructure*, que proporcionan infraestructuras físicas o digitales, como, por ejemplo, GDS HOLDINGS, compañía china que crea, alquila y administra centros de datos; y, por último, los *AI Enablers*, que dotan de sentido y un cerebro a la inteligencia artificial. Es el caso, por ejemplo, de NVIDIA, que comercializa aceleradores gráficos, auténticos cerebros de la inteligencia artificial.

Nuestra estrategia de inversión se basa en un universo compuesto actualmente por más de 150 empresas, detectadas por algoritmos semánticos (filtros cuantitativos, análisis de empresas cotizadas del mundo que tratan los términos clave de la inteligencia artificial). Nuestro proceso de inversión cualitativo permite seleccionar las más prometedoras en cuanto a crecimiento futuro, liderazgo estratégico e innovación tecnológica. Entre los valores que se ajustan a nuestros cuatro perfiles de inteligencia artificial, preferimos aquellos para los que creemos que esta tecnología tendrá un mayor efecto amplificador. Nuestra disciplina de valoración sumamente rigurosa nos permite luego construir y gestionar nuestras posiciones dentro de una cartera de convicción.

Gracias a nuestro enfoque global, invertimos en esta tecnología universal en todo el mundo, en todos los sectores y en empresas de todas las capitalizaciones. El fondo invierte actualmente en treinta empresas internacionales con un perfil de crecimiento elevado y un fuerte potencial de revalorización en bolsa y, en nuestra opinión, está más listo que nunca para beneficiarse de la creación de valor de esta revolución prodigiosa.

Nos encontramos en los albores de la que consideramos la mayor revolución tecnológica y económica de nuestra historia, y estamos encantados de contribuir a ella junto con usted, en busca de las mejores empresas que desarrollan o se benefician del desarrollo de la inteligencia artificial. ■



Rolando Grandi

Gestor del Fondo Echiquier Artificial Intelligence, La Financière de l'Echiquier



Santander AM supera en cuota de patrimonio al BBVA AM

Abril trae una revalorización superior a los 4.930 millones a los fondos españoles

El de abril fue el mejor mes en décadas para el S&P 500 con una subida superior al 14,5%. Hay otros índices que también rompen la tendencia de marzo con alzas de doble dígito, como Nasdaq y el Dow, y de este lado del Atlántico el Dax (+10,65%), ATX de Viena (+11,93%) o en Asia el Kospi (+13,38%).

Así las cosas, tras un mes en el que la mayoría de los índices bursátiles registraron números verdes, el desasosiego de los inversores se apacigua. La salida de los inversores de los fondos de inversión disminuyó un 79%, **con un flujo de salidas mensuales de 1.145 millones de euros vs más de 5.571 millones del mes de marzo**, con lo que el acumulado del año se ubicaría en flujos netos negativos del orden de 3.377 millones de euros (según muestran los datos preliminares de Inverco de las primeras tres semanas de abril).

Son los fondos globales los que experimentaron mayores reembolsos mensuales, seguidos por

la renta fija. Y en términos acumulados son las dos categorías más penalizadas. Por otro lado, al igual que se observará en el patrimonio, la renta variable internacional registra las mayores suscripciones mensuales y acumuladas.

El buen comportamiento de los mercados permitió una **revalorización de las carteras superior a los 4.930 millones de euros**, pero las salidas anteriormente comentadas hicieron que el patrimonio de la industria creciera en 3.794 millones de euros, ubicándose en 251.261 millones en abril.

Prácticamente todas las categorías de activos mostraron incrementos de patrimonio, excepto **los fondos garantizados que caen 92,7 millones de euros** ó -0,6 mensual. **La renta variable internacional aumenta en más de 2.069 millones de euros el patrimonio**, lo que supone una variación del 6,8% mensual. Sin embargo, en términos anuales es una de la tercera categoría de activos con mayor caída porcentual de patrimonio (14,9%), tras la renta variable nacional

con una caída acumulada del 37,8% o la gestión pasiva del 17%.

En cuanto a las gestoras, de las 62 que habían proporcionado sus datos a Inverco en la tercera semana del mes, 37 registraron reembolsos, mismos que sumaban 1.430 millones de euros, mientras que las 25 restantes sumaban suscripciones por 284 millones de euros.

La gestora del **BBVA siguió sufriendo salidas de sus fondos**, colocándose a la cabeza de los mismos, con un total de 986,8 millones de euros que, aunque son 23,9% menores a las registradas en marzo, siguen superando a las de sus más cercanos competidores.

De acuerdo a datos de Morningstar Direct, entre los fondos de BBVA que registraron los mayores reembolsos están los **fondos Quality Inversión Conservadora y Moderada**, a pesar de lograr rentabilidades positivas en el mes (+1,94% y +5,03% respectivamente), el fondo BBVA Bolsa USA Cartera, y el BBVA Bonos Internacionales Flexible 0-3 años, entre otros.

Con estos dos meses de reembolsos más de caídas en rentabilidad, BBVA AM pierde su segunda posición por cuota de activos y le aventaja la gestora del Santander, que aun cuando pierde marginalmente cuota respecto a marzo, la pérdida de 0,40 puntos porcentuales de cuota de BBVA hace que le adelante, manteniendo la Caixa su liderazgo, con una cuota de patrimonio del 17,51%, creciendo 0,26 puntos porcentuales respecto a marzo. ■

Por Consuelo Blanco.

SUSCRIPCIONES NETAS (MILES DE EUROS)		
Categoría de inversión	ABRIL 2020	Acumulado 2020
R. Variable Internacional	153.572	1.523.971
Monetarios	41.970	408.952
R. Variable Nacional	-5.523	-525.946
Gestión pasiva	-5.532	-53.162
Garantizados	-18.246	-758.859
Retorno absoluto	-30.594	-828.135
R. Variable mixta	-69.897	133.770
Renta fija mixta	-137.440	475.116
Renta fija	-245.308	-2.485.166
Globales	-828.698	-1.296.321
Total general	-1.145.211	-3.376.907

FUENTE: INVERCO.

PATRIMONIO					
Categoría de inversión	abril 20	Variación			
		Importe abril 20 (miles euros)	%	Importe 2020 (miles euros)	%
RENDA VARIABLE INTERNACIONAL	32.500.559	2.069.144	6,8	-5.694.108	-14,9
RENDA FIJA MIXTA	41.388.937	582.223	1,4	-1.474.701	3,7
RENDA VARIABLE MIXTA	26.420.116	565.417	2,2	-2.453.123	-8,5
RETORNO ABSOLUTO	10.251.431	212.400	2,1	-1.555.883	-13,2
GLOBALES	37.064.024	156.658	0,4	-5.851.384	-13,6
RENDA FIJA	66.164.272	112.094	0,2	-5.407.796	-7,6
RENDA VARIABLE NACIONAL	3.150.386	66.886	2,2	-1.915.851	-37,8
GETION PASIVA	11.367.440	59.772	0,5	-2.320.742	-17,0
MONETARIOS	4.171.301	51.764	1,3	397.614	10,5
GARANTIZADOS	16.436.484	-92.723	-0,6	-1.752.151	-9,6
INVERSIÓN LIBRE	2.345.757	-	-	-217.099	-8,5
TOTAL FONDOS INVERSIÓN	251.260.663	3.783635	1,5	-25.295.822	-9,1

FUENTE: INVERCO.

GESTORAS				
Nombre de Gestora	Patrimonio abril 20 (miles euros)	Suscrip. netas (miles euros)	Cuota de mercado (abril 2020)	Cuota de marzo 20 (abril 2020)
CAIXABANK AM	44.149.617	63.739	17,57%	17,31%
SANTANDER AM	35.557.011	-81.631	14,15%	14,20%
BBVA AM	35.415.983	-986.830	14,10%	14,49%
BANKIA FONDOS	18.420.770	-27.921	7,33%	7,31%
SABADELL AM	15.019.681	-39.149	5,98%	6,00%
IBERCAJA GESTIÓN	13.289.748	-6.929	5,29%	5,26%
KUTXABANK GESTIÓN	12.189.561	113.835	4,85%	4,79%
BANKINTER GESTIÓN ACTIVOS	8.142.647	-49.458	3,24%	3,24%
POPULAR AM	6.301.175	-17.521	2,51%	2,52%
MUTUACTIVOS	5.775.298	15.299	2,30%	2,28%

FUENTE: INVERCO.

JAVIER SÁNCHEZ ALMARAZ | Head of Equity Research de ETS Factory

«ETS Factory es la única entidad financiera española certificada para la innovación y la I+D»

ETS Factory, la mayor EAF de España, ofrece soluciones financieras utilizando las últimas técnicas de la ciencia de datos y la inteligencia artificial. Con más de 30 años de experiencia, ayudan a sus clientes mediante un asesoramiento disciplinado y objetivo.

POR ISABEL DELGADO / REDACCIÓN

ETS Factory, compañía familiar e independiente, es una fintech que lleva más de 30 años invirtiendo en conocimiento y tecnología para ayudar a sus clientes institucionales y mayoritariamente internacionales a desarrollar su negocio de asset y wealth management.

Javier Sánchez Almaraz, Head of Equity Research de ETS, define a la compañía como “una fábrica de digital wealth management services”.

Identidad y modelo de negocio

Son la mayor EAF independiente regulada en España con más de 10 billones de Euros bajo asesoramiento. Ofrecen una amplia gama de “end-to-end solutions” para modernizar de forma digital los servicios de gestión de patrimonio. Desde 1987, sus socios institucionales confían en ellos para proporcionar la última innovación en soluciones de este tipo.

Dan un servicio a sus clientes institucionales desde “modern client reporting” hasta estrategias de inversión cuantitativas que cuentan con muchos años de track record real. El valor diferencial de ETS Factory frente a su competencia no es lo que produce si no cómo lo produce. Las relaciones que consigue desarrollar con sus clientes siempre apuntan a objetivos ambiciosos.

“La fisonomía de ETS está muy marcada por su cultura. Su carácter familiar, su trayec-

toria, su adaptación a los cambios y la exigencia en la innovación desde el uso de la última tecnología, convierten a ETS en una empresa financiera diferencial”, comenta Javier Sánchez.

Tipología de clientes y productos

En ETS Factory no tienen dos clientes iguales. Las relaciones con ellos se consolidan con el paso del tiempo, partiendo de la confianza, diseñando los proyectos de manera conjunta y entendiendo la relación y las necesidades de cada uno de ellos para construir el futuro unidos.

Tras 30 años de historia, es un hecho que existe una migración desde las grandes instituciones con sus productos modelo a clientes más enfocados en la personalización, dinamismo y transparencia de sus carteras.

De entre todos los servicios que ofrecen, desde la entidad consideran que lo que más potencial tiene es la combinación de rentabilidad y servicio. Para ETS Factory, la rentabilidad viene de una solución de inversión robusta y adecuada a los intereses del inversor. Mientras que el servicio, a día de hoy, viene de un uso intensivo e innovador de la tecnología.

Javier Sánchez explica que “el tipo de cliente que demanda los servicios de ETS Factory son principalmente clientes institucionales. ETS no atiende a cliente minorista. Sin embargo, tampoco olvidamos las necesidades y demandas de clientes finales de elevado patrimonio”.



- **Número de gestores:**
En ETS trabajamos 83 personas.
- **Número de fondos seleccionados:**
Hay más de 50 productos usando nuestro asesoramiento.
- **Número de clientes:**
Limitado. Relaciones de muy largo plazo.
- **Patrimonio total asesorado:**
Más de 10 billion (€10Bn)
- **Patrimonio mínimo para ser cliente:**
Más de 5 millones de Euros.

Por otra parte, ETS Factory lleva la modernidad en su ADN. Promueven proyectos cien por cien digitales orientados a millenials como por ejemplo el gestor digital Exo Investing en Reino Unido. “Este es un buen ejemplo de hasta dónde se puede llevar la digitalización de procesos de Asset Management”, matiza Javier Sánchez.

Además, son fieles seguidores del open source, el desarrollo contributivo en la comunidad científica, y su blog *quantdare* se ha convertido en un gran escaparate.

En definitiva, los clientes para ETS son sus socios de negocio, crecen con ellos y el crecimiento viene del éxito de su trabajo conjunto. Como fábrica, confían más en el crecimiento orgánico que en grandes campañas de marketing o equipos de distribución.

En cuanto a producto, cabe destacar que en ETS no tienen producto propio, es decir, fabrican productos específicos para sus clientes. Tienen diferentes líneas de producción pero son flexibles. Siendo fábrica además, esto les

permite estar innovando en su oferta de productos y servicios en todo momento.

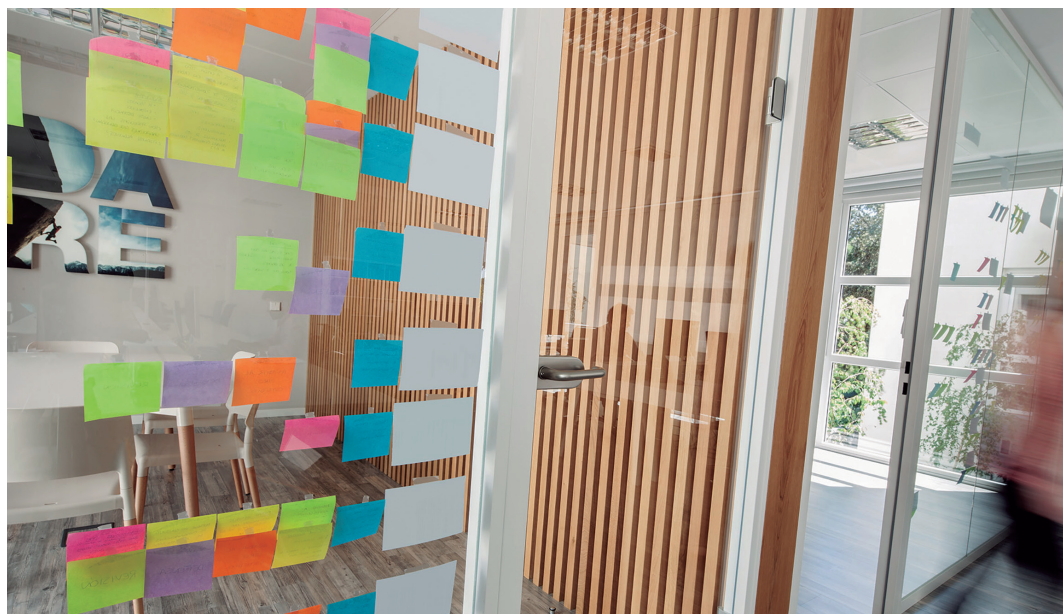
España y el mercado internacional

“España es donde vivimos, donde trabajamos y donde producimos. Nuestro corazón es muy español. Pero por vocación, ETS siempre ha sido internacional. Tenemos unos clientes muy importantes en España y esperamos poder seguir creciendo aquí. Pero la prioridad de ETS ha sido siempre el mercado internacional”, comenta Javier Sánchez.

Desde la entidad consideran que España es muy complicado para el asesoramiento convencional, como pasa con el resto de mercados europeos. Para ellos, el hecho de llevar 30 años demostrando fuera de España que los españoles están a la cabeza en innovación, rompe muchos complejos dentro de nuestras fronteras.

Tecnología y sostenibilidad en las inversiones

“Liquidez diaria, riesgo de crédito muy limitado y criterios sostenibles, han sido siempre»



»parámetros obligados en nuestras carteras. No entendemos la inversión de otra manera”, explica Javier Sánchez. También es cierto que ahora la tecnología permite ampliar la cobertura de criterios como por ejemplo ESG, mecanizando su aplicación de una forma mucho más eficiente, y no sólo con criterios de sostenibilidad.

La construcción de las soluciones de inversión junto a sus clientes es una parte esencial del proceso y lo primero que buscan desde

“Liquidez diaria, riesgo de crédito muy limitado y criterios sostenibles, han sido siempre parámetros obligados en nuestras carteras”.

la compañía es entender la misión de cada uno de ellos. La personalización que hagan en cada una de las inversiones de sus clientes depende de la capacidad tecnológica que les puedan ofrecer. Javier Sánchez afirma que “es raro encontrar una gestora que haya invertido mucho en tecnología en los últimos diez años. Normalmente todo el presupuesto se lo ha llevado marketing y compliance. En ETS Factory llevamos 30 años invirtiendo en tecnología y sabemos lo difícil que es innovar sin tecnología”.

El presente pasa por la transformación digital, la automatización y la transparencia. Por ello, la compañía considera que deben tomar lo mejor tanto de la gestión pasiva como de la activa.

Perspectivas de futuro

En ETS Factory no hacen previsiones de mercado. Tratan de interpretar, vía las matemáticas y en análisis masivo de datos, lo que los mercados están diciendo. Y a partir de esa información, que cambia todos los días, adaptan las carteras de los clientes. Creen en la adaptación más que en la anticipación, y así es como llevan gestionando carteras de divisas por ejemplo desde hace más de veinte años, sin tener la necesidad de tratar de predecir cada mañana lo que va a hacer el mercado.

“El futurismo lo dejamos para otros. Será la realidad de los mercados la que marque nuestra actuación. Lo que nosotros digamos, al mercado le importa poco. Lo importante es lo que el mercado nos dice a nosotros. A día de hoy se ha observado una adaptación hacia sectores de bienes de primera necesidad, tecnología y healthcare en la parte de renta variable, algo que por ejemplo podría ser sorprendente porque no son los sectores defensivos históricos”; concluye Javier Sánchez, Head of Equity Research de ETS Factory. ■

ADVERO

PROPERTIES

Un hogar a tu medida



Especialistas en vivienda de alquiler
en zonas de renta media en España

info@adveroproperties.com / www.adveroproperties.com



Gestión activa vs pasiva ante el Covid-19

La irrupción del coronavirus denominado Covid-19 ha originado una de las correcciones más acusadas en los mercados financieros en los últimos cien años, tanto por su rapidez como por su magnitud. No en vano, supone la antesala de una de las mayores crisis económicas de la historia, equiparable a la Gran Depresión de 1929, si bien se espera una recuperación progresiva en un espacio más corto de tiempo, a partir de 2021, siempre que, claro está, no haya rebrotes importantes del virus, se consiga dar con una vacuna preventiva y las medidas de política monetaria y fiscal se apliquen de forma efectiva.

Con la aparición de las Fintech, y más concretamente de la gestión automatizada de carteras, representada por los Roboadvisors, se ha consolidado el **mundo de los ETFs** que ya venía experimentando un cierto auge y ha auspiciado de forma exponencial el patrimonio de la **“gestión pasiva”**. En la medida en que la gestión pasiva basada en ETFs -aunque también por Fondos Indexados, que representan el otro 50%- **aplica comisiones significativamente más bajas dado que se centra en comprar y mantener índices a largo plazo, sin requerir gestión**, lo natural sería

pensar que sufre más que cualquier otro fondo de inversión con un gestor durante períodos bajistas. Es en estos momentos cuando conviene analizar a fondo y replantearse si las estrategias aplicadas en la cartera están alineadas con los parámetros de rentabilidad objetivo y riesgo deseados.

A diferencia de la **“gestión pasiva”**, la **“gestión activa”** emplea gestores que aplican con dinamismo cambios en las carteras atendiendo a un proceso de inversión que persigue rentabilidades superiores a las del mercado, o bien, batir un índice predefinido. La **“gestión activa”** está caracterizada por un **elevado grado de seguimiento y control de las inversiones por parte el gestor**, así como en la búsqueda de oportunidades que superen las rentabilidades de mercado. Como contraprestación, obviamente los productos de gestión activa tendrán un mayor coste para el inversor. Los defensores de la **“gestión pasiva”** precisamente lo que resaltan es la imposibilidad de batir al mercado por parte de los gestores activos, dado que según Morningstar, sólo el 30% de los fondos lo consiguen, si bien de igual modo, solo el 50% de los ETF de su categoría correspondiente, superan al índice que intentan replicar. Estas estadísticas muestran la dificultad de generar el deseado Alfa.

En nuestra opinión, la volatilidad, que ha alcanzado también máximos históricos en el contexto del Covid-19 y ha venido para quedarse, no es evitable por ninguna de las modalidades de gestión. Cuando tiene lugar un **“cisne negro”**, esto es, un imponderable o evento sobrevenido, haciendo un símil taurino, **“siempre te pilla el toro”** en menor o en mayor medida. La experiencia del gestor es un grado y pensamos que haber navegado en aguas turbulentas en varias crisis anteriores, aporta cierta tranquilidad al inversor, dado que se gestiona con perspectiva y utilizando técnicas que pueden haber funcionado en anteriores episodios comparables. No se trata de gestionar guiados por las emociones, sino más bien todo lo contrario, con el pulso estable y la cabeza fría, interpretando las señales de los mercados y aprovechando las oportunidades de inversión a largo plazo que brindan todas las crisis.

Lo que está claro es que los ETF son más culpables que otros activos financieros en la amplificación de las caídas, dado que es un producto en el que prima la liquidez y es lo primero que se vende. En la medida en que replica un índice, responde al flujo de suscripciones y reembolsos que recibe y, por tanto, no atiende a una lógica inversora de análisis de mercado, pudiéndose originar un círculo vicioso en el que las caídas provoquen nuevos reembolsos por parte de los inversores que, a su vez, generan mayores retrocesos y más reembolsos. Dado el peso específico que han alcanzado en la industria, casi un 30% del total de la inversión colectiva, es normal que el protagonismo en esta crisis haya sido mayor que en anteriores. De hecho, S&P Dow Jones Indices publicó una nota a mediados de marzo indicando que, en plena caída bursátil, el ETF del S&P500 había alcanzado volúmenes medios de negociación de 5 días, no vistos desde 2012.

En nuestra opinión, **ambos estilos de gestión no son excluyentes, sino más bien complementarios**. De hecho, en Cross Capital lo aplicamos: nuestro enfoque multiactivos, global y flexible en clave de asset allocation, nos permite combinar inversión directa en acciones, bonos y divisas, con indirecta, donde utilizamos los ETFs y fondos de inversión para implementar estrategias temáticas, todo ello, aplicando un estricto control del riesgo. ■



Munesh Melwani

Socio-director general y
CIO de Cross Capital EAFI

 **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.

CARLOTA PI | Presidenta y Consejera de Holaluz

«Holaluz tiene una posición de caja muy fuerte que nos permite acompañar las necesidades de aplazamientos de nuestros clientes»

Holaluz nació con la convicción de ser una herramienta para cambiar el mundo. Por ello, en esta crisis que estamos viviendo, la compañía está focalizada en la atención personalizada de todos sus usuarios y en la recuperación generando una cadena positiva en la sociedad, todo ello sin dejar de lado los proyectos previstos para alcanzar el millón de clientes y las 50.000 instalaciones fotovoltaicas a finales de 2023. Además, con las medidas adoptadas ante el Covid-19, confía en que el EBITDA anual no sea sustancialmente distinto al previsto para 2020.

POR RAQUEL JIMÉNEZ Y SILVIA MORCILLO / REDACCIÓN

¿Qué medidas ha tomado Holaluz para aportar soluciones a sus clientes ante el COVID-19 y garantizar la buena marcha de la compañía?

Desde el principio de la crisis sanitaria y económica del Covid-19, hemos puesto en marcha un plan de trabajo anclado a nuestros valores fundacionales y con una estrategia clara basada en la generación de confianza con los clientes. En esta línea, hemos emprendido un plan de trabajo incansable en tres ejes que tienen en común una de nuestras máximas, las personas son lo primero, siempre y en todos los sentidos.

Pensando en los clientes domésticos, hemos intensificado el esfuerzo en el área tecnológica poniendo la gestión de datos, los algoritmos de personalización y todas las herramientas tecnológicas al servicio de los clientes en tiempo récord. A través del estudio personalizado en base a las necesidades, detectamos opciones de ahorro, como puede ser la potencia contratada, que contribuyen a rebajar al mínimo posible la cuota mensual. Con esta estrategia hemos conseguido un ahorro de 4.5M€ para nuestros clientes, correspondiente a una media de 57€ por familia. Además, hemos avanzado la devolución del importe excedente del bono social, que sumaba 215.000€.

Con el objetivo de ayudar a las PYMES y a autónomos que han parado o reducido su ac-

tividad, hemos puesto en marcha un conjunto de acciones, entre ellas reducir al mínimo técnico las potencias, dirigidas a reducir al máximo la factura mensual. Además, y adaptándonos a cada realidad, facilitamos el pago de estas facturas con aplazamientos acordados con los clientes. Estas medidas suponen para este tipo de clientes un aligeramiento importante de los costes fijos que se siguen manteniendo aunque el negocio esté cerrado. Todas estas acciones suponen un ahorro medio de 186€ mensuales por cliente, pero que puede, en algunos casos, alcanzar los 1.000€ mensuales.

Esta es nuestra apuesta, ser parte de la recuperación, invertir en el futuro y generar una cadena positiva en la sociedad.

¿Qué ahorro supondría en la factura de un cliente medio de Holaluz la no facturación del bono social?

Este importe se calcula en función del número de clientes y depende del tiempo que lleve con nosotros el cliente, ya que lo facturamos de forma mensual. En nuestro caso, y en relación al 2019, se trata de 215.000€.

A día de hoy, ¿qué ritmo diario de contrataciones nuevas mantiene la empresa? ¿Se están realizando las instalaciones?



Hemos sumado 26.726 clientes desde octubre de 2019 alcanzando una cartera total de clientes de 239.588 clientes en toda España. De estos 26.726 clientes, 14.346 corresponden al último trimestre de 2019 y representan un crecimiento diario de más del 43% que el trimestre anterior. Durante este enero y febrero se han sumado 12.380 nuevos clientes y supone un ritmo de crecimiento diario del 12%.

En lo referente a clientes e instalaciones, desde el pasado mes de octubre, hemos alcanzado la gestión de 1.175 instalaciones fotovoltaicas en España. En los últimos cinco meses, hemos materializado 677 instalaciones, 385

correspondientes al cuarto trimestre de 2019 y 292 correspondientes a enero y febrero de 2020. Esta última cifra nos sitúa a un ritmo de 35 instalaciones a la semana y un crecimiento diario del 14% en relación al último trimestre de 2019.

¿Mantienen las previsiones de alcanzar el millón de clientes y las 50.000 instalaciones fotovoltaicas a finales de 2023?

Así es. Desde la primera semana del brote de Covid-19, decidimos posponer las inversiones en marketing con la intención de estudiar y hacer seguimiento de la situación. Se mantiene el equipo al 100%, sin prescindir de nadie y con el mismo sueldo. Además, hemos adaptado los equipos a las necesidades actuales para afrontar la situación, traspasando parte del equipo de ventas a tareas centradas, por ejemplo, en renovaciones de contratos para pymes o gestión de leads. Con todas estas medidas confiamos en que el EBITDA anual no debería ser sustancialmente distinto al previsto para el 2020.

En general, el consumo de energía doméstico ha aumentado y ha bajado el de las empresas. ¿Cómo les afecta en sus cifras de consumo total?

En relación a la cartera actual, y tal como comentas, hemos identificado una subida en el consumo de energía por parte de los clientes domésticos y una bajada en los clientes PYME que se han visto afectados por el estado de alarma. En total, esto supone una bajada en nuestras previsiones de consumo de alrededor de un 20% durante este periodo.

En general, una comercializadora independiente se aprovisiona de energía y posteriormente recibe el pago de sus clientes para liquidar los diferentes gastos como el acceso a la red que tienen con las distribuidoras de las que usan la red o los diferentes impuestos. Pero, ¿si los clientes aplazan los pagos, como paga la comercializadora?

Holaluz tiene una posición de caja muy fuerte que nos permite acompañar a nuestros clientes en las necesidades de aplazamiento que necesitan en este momento. ■



El MAB como escudo ante la crisis

Atravesamos de nuevo tiempos duros a causa de la pandemia del Covid-19. Quizás nos enfrentamos a la más inesperada y profunda crisis que se ha conocido en la historia económica moderna. Gran número de compañías se preguntan si van a poder volver a abrir sus puertas. Muchas van a necesitar financiación y no sólo a corto plazo. En este delicado momento, es importante recordar las lecciones extraídas de la anterior crisis financiera y analizar cuáles son las herramientas de las que disponen las empresas para afrontar del mejor modo posible este desafío. En mi opinión, estos son los aspectos clave que deben considerarse:

1. Sin financiación no hay crecimiento

La principal lección para las empresas de la última crisis, especialmente para las pequeñas y medianas, es que resulta imprescindible diversificar las fuentes de financiación y reforzar el ba-

lance antes de que el grifo de la financiación bancaria se cierre. Es cierto que en esta ocasión el endeudamiento de las pymes es menor y parece que la reacción de las autoridades monetarias está siendo más rápida. No obstante, los préstamos, aunque sean urgentes y a tipos subvencionados, hay que devolverlos. Y los préstamos a corto plazo hay que devolverlos a corto plazo.

Muchas pymes, especialmente las más innovadoras y de base tecnológica, no están siquiera en disposición de generar Ebitda positivo, lo que les sitúa en situación de desventaja a la hora de recibir préstamos, pese a que a menudo estas son las compañías que más rápido crecen y generan más empleo de calidad. En consecuencia, las que mejor van a resistir son aquellas con suficientes recursos propios, suficiente capital para que su pasivo no se desequilibre. Porque las entidades financieras siempre tenderán a prestar a las empresas menos endeudadas y más viables.

2. Aprender a financiarse en el mercado de valores

Nuestras empresas deben prepararse para atraer capital. Las pymes han de aprender a financiarse en el mercado. Eso implica no sólo tener un proyecto atractivo, sino también saber contarlo. Compartir las decisiones con nuevos socios supone replantearse cómo gobernar la compañía. Un principio clave será la transparencia, que precisa de un conocimiento profundo del mercado. Para ello será necesario que la empresa se rodee de buenos asesores y aprenda cómo buscar esos nuevos socios. El lugar natural para encontrarlos, donde mayor número de inversores van buscando proyectos a los que asignar su dinero, es el mercado de valores. Y dentro de él, el MAB, que se ha especializado en cubrir las necesidades de las empresas más pequeñas.

Sin embargo, pocas pymes están preparadas para acceder a la Bolsa. Para ayudarlas en este camino hacia el mercado, BME ha lanzado una iniciativa llamada Entorno Pre Mercado, que combina un programa de formación y entrenamiento con el “networking” adecuado entre empresas con necesidades similares, intermediarios y asesores especializados. Con ello, las compañías se familiarizan con el nuevo ecosistema en el que van a poder financiarse y conocen a inversores interesados en participar en su proyecto. Ya forman parte de esta iniciativa 16 compañías y 15 partners. Las empresas participantes cuentan con un amplio programa de formación a su disposición. Una de esas empresas, CUATROOCHENTA, tiene previsto dar el salto al MAB en los próximos meses.

3. La financiación vía mercados funciona

El año pasado las compañías del MAB realizaron 81 ampliaciones de capital, a través de las que lograron financiación por 1.529,48 millones de euros. Hay muchos ejemplos de hasta qué punto funciona la financiación vía mercados. ATRYS HEALTH, dedicada a la investigación y desarrollo de diagnóstico y tratamiento de salud, salió al mercado en julio de 2016 con una capitalización bursátil de 16,5 millones de euros. Desde entonces ha realizado 11 ampliaciones de capital para captar 34,3 millones de euros que le han permitido alcanzar una capitalización de 130 millones.

Otro caso es ALQUIBER, centrada en el renting flexible de automóviles, que en su incorporación al mercado consiguió 9,2 millones de euros para financiar su crecimiento y abrir varias sedes en diferentes lugares de España. En dos años sus ventas han aumentado más de un 60%.

4. No solo de financiación vive la pyme

Hay otras importantes ventajas para una pyme si cotiza en el mercado. Quizás la más valiosa es el prestigio que alcanza»



Jesús González Nieto

Director Gerente del MAB

» ante sus clientes, proveedores (incluidos los financieros, tan necesarios en esta coyuntura), trabajadores, etc. Una empresa cotizada se obliga a un nivel de organización y transparencia excelente. Todos los días está en el foco de cientos de inversores, analistas, supervisores, autoridades regulatorias, lo que les obliga a organizarse mejor.

Cotizar en un mercado significa también dar a los accionistas fundadores la oportunidad de hacer líquida, en todo o en parte, su inversión en la empresa. Con frecuencia, empresas que empiezan a cotizar en el MAB acompañan su salida al mercado de una desinversión o "exit" de algunos de sus socios iniciales, particularmente de entidades de capital riesgo, que acompañaron al proyecto en una fase temprana y que ahora necesitan vender su participación. Lo mismo sucede con algunos miembros de la familia fundadora, que no desean concentrar todo su patrimonio en la empresa familiar y prefieren vender su parte.

5. El MAB, un mercado abierto a todo tipo de sectores

En este momento cotizan 116 compañías en el MAB. Buen número de ellas tienen que ver con el sector inmobiliario. Particularmente en los últimos cinco años, casi todas las Socimis (compañías inmobiliarias dedicadas al alquiler) han elegido este mercado para negociar sus acciones. De las restantes, más del 75% son empresas intensivas en innovación. Biotecnología, ingeniería, salud y farma, telecomunicaciones y TIC, son los sectores más representados.

6. Visibilidad de cara a los inversores

El MAB calcula y difunde permanentemente los índices que reflejan el comportamiento de sus compañías. El Ibex MAB All Share recoge los movimientos de todas las compañías cotizadas y el Ibex MAB 15, a las 15 con mayor liquidez. Estos indicadores han tenido un comportamiento relativo muy favorable en lo que va de año, con descensos del 4,7% y 3,1%, respectivamente.

A través de la web del MAB los inversores pueden obtener abundante información sobre

estas compañías. Además de publicar la información financiera que las empresas remiten periódicamente, en la web se muestran los informes de casas de Bolsa y analistas especializados. Recientemente, Lighthouse, el servicio de análisis independiente del Instituto Español de Analistas Financieros, ha comenzado también a seguir alguna compañía del MAB.

7. La necesidad de fomentar la financiación de las pymes a través del mercado

Las compañías más pequeñas a menudo quedan fuera del radar de los grandes inversores bursátiles. Su tamaño reducido implica también una liquidez menor que desanima a los fondos de mayor tamaño. Esta limitación conlleva una mayor volatilidad en sus precios. Si a ello unimos que, por su tamaño, muchos de estos valores no reciben la atención de los analistas bursátiles, el resultado es que el número de inversores que destinan su dinero a estos valores es aún escaso. Por tanto, ante la importancia de facilitar mayor financiación de capital a las pymes, resulta imprescindible atraer la atención de más inversores especializados para que aporten capital y les ayuden a crecer.

En muchos países ha resultado de gran ayuda el establecimiento de incentivos fiscales a la inversión. Una desgravación en la cuota o una exención en la tributación de plusvalías en el IRPF para aquellas personas que, a través de fondos especializados, inviertan su dinero en este tipo de compañías sería una gran idea para aportar más fondos que ayuden a crecer y crear más empleo. De hecho, algunas comunidades autónomas, como la de Madrid, Aragón, Galicia o Murcia, ya lo están haciendo para sus residentes con buena respuesta inversora.

Apoyar a estas empresas es estratégico. Son las que atesoran mayor potencial de crecimiento y mayor capacidad de generación de empleo sostenible y de alta cualificación. Las que pueden aportar más valor añadido al PIB de España y compiten mejor en un mundo cada vez más abierto. La financiación en el mercado es el medio ideal para hacerlas crecer. Cuidémosla. ■

gigas

 The Cloud Computing Company


Trabaja desde cualquier lugar

Gigas Virtual Desktop te permite acceder a los aplicativos corporativos de forma rápida, sencilla y más económica que otras soluciones de escritorio virtual.

Trabaja desde la nube y desde cualquier dispositivo y olvídate de los problemas de la infraestructura física.

POWERED BY:

 Hewlett Packard Enterprise

 Gartner
Significant Provider
Magic Quadrant
with 100+ providers in Europe

 TOP FT
FINANCIAL TIMES
100 Most innovative
and fastest growing
European companies

 Proveedor oficial
cloud de la UE

gigas.com



La financiación y el rol del Marf en las crisis

Cuando hay una tormenta los pájaros se esconden, pero las águilas vuelan más alto. Esta frase de Mahatma Ghandi resume en menos de 20 palabras las distintas actitudes que adoptamos las personas a la hora de afrontar las dificultades. Frente a una situación de crisis podemos tener una actitud asustadiza, quejarnos constantemente por nuestra mala suerte y preguntarnos en bucle por qué nos ha tenido que pasar esto a nosotros; o, por el contrario, como las águilas, remontar el vuelo y ganar altura para tener una mejor perspectiva de la situación y, desde allí, tomar las decisiones que resuelvan los problemas a los que nos enfrentamos.

Podemos hacer un símil de la frase de Ghandi con las políticas que durante los momentos de crisis, con gran altura de miras, adoptan las autoridades públicas para favorecer el acceso de la economía real a una financiación que garantice la continuidad del funcionamiento de las empresas y la preservación de su empleo.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) es un buen ejemplo de ello. Su puesta en marcha, en octubre de 2013, respondió a una clara voluntad de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas podían obtener recursos para financiar su actividad productiva. Un estudio publicado en el Boletín Trimestral I/2012 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

concluía que “el 84% de las pequeñas y medianas empresas españolas tiene problemas para acceder al crédito, mientras que a, prácticamente, la mitad se les ha denegado directamente”.

Con el fin de dar cumplimiento a los requerimientos del compromiso firmado por el Gobierno español con la “Troika” en el verano de 2012, y siguiendo la iniciativa del Ministerio de Economía y Competitividad, BME desarrolló el marco jurídico y tecnológico de un nuevo entorno de mercado que facilitase el acceso a la emisión de instrumentos de renta fija por las empresas medianas y pequeñas. El trabajo, realizado en coordinación con el Ministerio y la CNMV, finalizó con el nacimiento del MARF, cuyo lanzamiento oficial tuvo lugar el 7 de octubre de 2013.

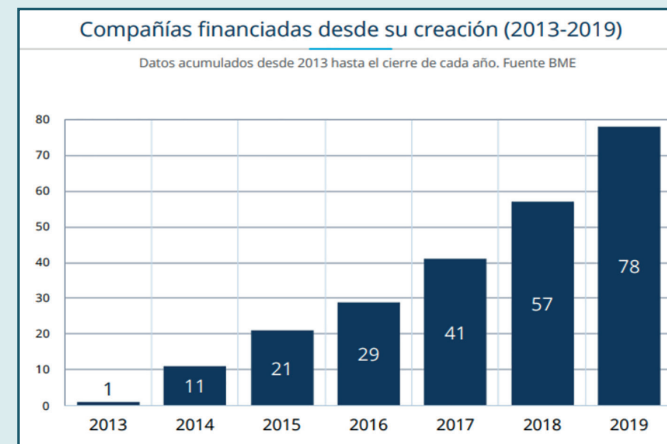
Afortunadamente, el panorama crediticio español cambió mucho a partir de ese momento. De una situación de desierto financiero, y gracias a las sucesivas políticas expansivas e inyecciones de liquidez del BCE, pasamos a un oasis en el que las empresas han disfrutado de unas condiciones de liquidez, precios, plazos y flexibilidad en la financiación que nadie recordaba hasta la fecha. Un quinquenio en el que ha existido una total predisposición por parte de las entidades financieras para prestar, a las que se han unido nuevas fórmulas de financiación bilateral como los fondos de deuda o el *direct lending*.

Con todo, muchas empresas supieron aprovechar la oportunidad que les brindó el MARF para diversificar sus fuentes de financiación. En estos 6 años de vida del MARF hemos visto la llegada de 80 compañías al mercado, 6 de ellas portuguesas, con crecimientos de doble dígito año tras año en el número de emisiones registradas, hasta alcanzar en 2019 los 10.000 millones de euros emitidos y un saldo vivo, equivalente a la financiación real aportada por el mercado, de 5.200 millones de euros. Todo ello, con una gran evolución y sofisticación en las estructuras utilizadas por las compañías.



Gonzalo Gómez Retuerto

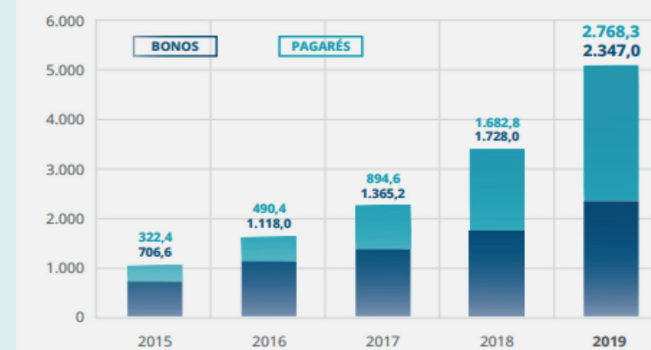
Director General de BME Renta Fija



nº compañías a mayo de 2020 = 80

MARF: SALDO VIVO AL CIERRE DEL PERÍODO (2015-2019)

CIFRAS EN MILLONES DE EUROS



Datos de mayo 2020: Pagarés 1.973,7. Bonos: 2.315,7

Avales del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Ya nadie pone en duda que el MARF es una pieza fundamental en el ecosistema financiero de las empresas. Prueba de ello es que las autoridades han vuelto a recurrir a este mercado de BME a través de las líneas de avales públicos para abordar el nuevo >>>

» escenario de iliquidez que ha traído la crisis del Covid-19. El Consejo de Ministros aprobó el 21 de abril la inclusión de las emisiones de pagarés del MARF dentro de las Líneas de Avales COVID-19. Se ha habilitado una línea de avales para pagarés por importe de 4.000 millones de euros destinada a empresas no financieras domiciliadas en España, que a 23 de abril tuvieran un Programa vigente e incorporado en el MARF, y que no se encontrasen a 31 de diciembre de 2019 en situación de "empresa en crisis", ni en proceso concursal a 17 de marzo.

Los pagarés para los que las empresas elegibles podrán solicitar el aval deberán emitirse antes del 30 de septiembre, pero este plazo podría ampliarse posteriormente. Asimismo, los avales podrán alcanzar como máximo el 70% del importe de cada emisión realizada y tendrán un coste de 30 p.b. (0,30%) anuales sobre el importe avalado en los vencimientos de hasta 12 meses y de 60 p.b. (0,60%) para los plazos entre 12 y 24 meses.

Los inversores profesionales que han venido participando activamente en este mercado tendrán el respaldo del Estado para sus inversiones, lo que las reforzará y las hará más atractivas en términos de crédito y liquidez. El apoyo del Gobierno al mercado y a las compañías que cotizan en él está siendo muy firme, pero es necesario que a su vez la inversión privada recupere el flujo de financiación hacia las empresas y vuelva paulatinamente a los niveles que venía manteniendo en las semanas anteriores a la crisis.

La gestión de los avales será realizada por el ICO en colaboración con BME, para lo que ambas instituciones deberán suscribir un contrato marco con cada una de las empresas que quieran beneficiarse del aval en sus emisiones de pagarés y con las entidades colocadoras que participen en el programa de emisión.

El MARF cuenta con Programas de Pagarés de 44 empresas con domicilio en España que tienen un límite máximo de emisión de, aproximadamente, 6.000 millones de euros, con los que estos emisores mantenían emisiones de pagarés al inicio de la crisis por cerca de

2.300 millones. Desde BME hemos trabajado intensamente para ofrecer esta nueva alternativa de financiación e inversión a nuestros clientes. Creemos firmemente que su puesta en marcha generará mayores dosis de confianza respecto de la capacidad de financiación de la economía española y apoyará el crecimiento futuro de las empresas en la nueva era post Covid-19. ■

EMISOR	SALDO MÁXIMO EN EUROS
Aedas Homes	150.000.000
Amper	30.000.000
Atlantica Yield	50.000.000
Audax Renovables	200.000.000
Buran Energy IM	300.000.000
Cecotec Innovaciones	50.000.000
Cobra, Instalaciones y Servicios	150.000.000
Coren - Cooperativas Orensanas	50.000.000
El Corte Inglés	1.200.000.000
Elecnor	300.000.000
Fluidra	75.000.000
Fynicar	50.000.000
Gestamp Automoción	350.000.000
Global Dominion Access	75.000.000
Grupo Pikolin	50.000.000
Grupo Siro	50.000.000
Grupo Tradebe Medioambiente	75.000.000
Grupo Visabeira	50.000.000
Hoteles Turísticos Unidos	100.000.000
IM Fortia	400.000.000
IM Summa 1	200.000.000
Inmobiliaria del Sur	50.000.000
Jorge Pork Meat	75.000.000
Jose de Mello Saude	50.000.000
Masmovil Ibercom	200.000.000
Maxamcorp Holding	100.000.000
Minersa- Minerales y Productos Derivados	50.000.000
Mota Engil	50.000.000
Nexus Energy	50.000.000
Operiberica	30.000.000
Ormazabal Electric	50.000.000
Papeles y Cartones de Europa	300.000.000
Pryconsa - Promociones y Construcciones	100.000.000
Punto Fa	200.000.000
Renta Corporación	30.000.000
Sacyr	350.000.000
Sampol Ingeniería y Obras	50.000.000
Sidenor Aceros Especiales	25.000.000
Sociedad anónima de obras y servicios - Copasa	30.000.000
Teknia Manufacturing Group	25.000.000
Tool Factory	20.000.000
TSK Electronica y Electricidad	150.000.000
Tubacex	150.000.000
Ulma Inversiones	50.000.000
Urbaser	200.000.000
Vidrala	150.000.000
Vocento	75.000.000
Volotea	20.000.000

CLERHP

LÍDERES EN DISEÑO, CÁLCULO Y CONSTRUCCIÓN DE ESTRUCTURAS.

Grupo Empresarial de Ingeniería de estructuras y Construcción de estructuras.

ESCANEA PARA VER
TODOS LOS PROYECTOS



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

NEWS

#INGENIERIADEALTURA



Premio Caso de éxito
Mercado Alternativo Bursátil

info@clerhp.com

+34 635 802 770

www.clerhp.com



ALCANCE
CERTIFICACIÓN:
ESPAÑA;
DISEÑO Y CÁLCULO.

MAB
MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

CDTI



PYME INNOVADORA
Válido hasta el 28 de diciembre de 2022

IGNACIO LANA | Responsable de España para Carmignac

«El espíritu emprendedor e independiente es nuestro sello»

Ignacio Lana inició su andadura profesional en el sector financiero hace más de 20 años. Dio sus primeros pasos en el departamento de Tesorería del Banco Popular antes de incorporarse al sector de la gestión de activos en Banif. En 2008, se incorporó a Carmignac, y en 2015 fue nombrado responsable de la oficina española, que también abarca los mercados portugués y andorrano, apoyado por un equipo con ocho integrantes. Apasionado de los deportes, le gusta aplicar los valores del deporte tanto a su vida profesional como a su vida personal. Durante el confinamiento, está leyendo un libro escrito por su buen amigo Eduardo de Olano, 'Hijo del odio y la esperanza'.

POR CONSUELO BLANCO / REDACCIÓN

An te una crisis de tal envergadura como la que afronta en mundo entero, Ignacio comenta que **han adoptado todas las medidas necesarias para garantizar la continuidad de sus operaciones, protegiendo al mismo tiempo la salud y la seguridad del personal y de sus clientes.** Han adaptado la forma de comunicarse con el fin de proporcionar un flujo constante de información durante este periodo sin precedentes. Por ejemplo, "utilizamos webinars, videoconferencias y (vídeo)llamadas para sustituir los eventos físicos y las reuniones individuales. Como siempre, nos centramos en responder a las necesidades y preguntas de nuestros clientes o inversores. No obstante, como no podría ser de otra manera, tenemos muchas ganas de recibir a nuestros clientes en persona de nuevo", puntualiza Lana.

Factores diferenciadores de Carmignac España

Carmignac es una gestora fundada en París en 1989 por Edouard Carmignac y Eric Helderlé. Actualmente cuenta con 31.000 millones de euros de activos gestionados y con un capital social superior a los 2.000 millones de euros (propiedad de la familia y de los empleados). Cuentan con presencia internacional, y sus productos se distribuyen en 16 países en el mundo. Su apuesta

por el mercado español se materializó en 2008 abriendo la oficina en Madrid, momento donde no se vislumbraba un esquema de arquitectura abierta, que tiene recorrido por andar.

Tras más de 30 años en los mercados financieros, Carmignac se ha fraguado una posición destacada entre los actores europeos más relevantes del sector de la gestión de activos, lo que en parte se debe a la buena acogida brindada por el inversor español desde el primer momento. "Desde entonces, creemos que nos hemos diferenciado de nuestros competidores gracias al compromiso del equipo, nuestra relación de larga data con los clientes y el servicio que les proporcionamos. La transparencia es clave y, si nos atenemos a sus comentarios positivos, los clientes valoran mucho nuestros informes semanales".

Uno de los aspectos diferenciadores más destacados es la **independencia y las firmes convicciones de Carmignac**, que les brindan la agilidad, flexibilidad y valentía necesarias para adoptar las decisiones de inversión adecuadas y rendir cuentas al respecto. Además, la gestora goza de una sólida cultura corporativa colaborativa, basada en el trabajo colectivo, que es vital.

A diferencia de otras gestoras, **la oferta de productos de Carmignac se basa en una gama concentrada de 21 estrategias de inversión,**



concebida para **beneficiarse de las tendencias de crecimiento mundial.** Lana comenta que la idea es "reforzar las estrategias en las que ya hemos demostrado nuestra capacidad, profundizando en las diferentes clases de activos, lo que nos ha permitido reforzar y consolidar estas estrategias".

España y el crecimiento futuro de Carmignac

España es uno de los mercados más conservadores de Europa. La **mayor parte de los ahorros de los españoles se encuentra en cuentas de depósito**, lo que sitúa al país en cuarto lugar en la clasificación europea de capital invertido en depósitos. Los inversores han empezado a buscar alternativas. Hemos observado que **el sec-**

tor de los fondos de inversión ha mostrado una tendencia muy positiva en términos de flujos durante los últimos once años, si bien claramente se está viendo afectado por la COVID-19 en la actualidad. El virus causó temor entre los inversores en España: los flujos de inversión fueron positivos en los últimos 12 meses, pero esta tendencia dio un **drástico giro en marzo de 2020.** Los fondos locales e internacionales registraron salidas por valor de 15.000 millones de euros, una cifra récord. Naturalmente, los fondos de renta fija fueron los que más se resintieron, con unos reembolsos totales por valor de 10.500 millones de euros, mientras que los fondos de activos mixtos y los fondos de renta variable registraron salidas de 2.400 y 700 millones de euros, respectivamente. Parece que solo los fondos del mercado monetario parecieron salvarse en marzo, con unas entradas positivas por valor de 1.200 millones de euros. La crisis financiera supuso un cambio de mentalidad para los inversores, que comenzaron a buscar alternativas al efectivo, que no se verán cuestionadas por estos datos de marzo.

Otra tendencia en el sector de la gestión de activos a escala mundial es la respuesta de la sociedad orientada a **mejorar las condiciones sociales y medioambientales**, "una tendencia que ha venido para quedarse y con respecto a la cual nuestro compromiso es total".

A finales de 2019, 22 fondos de Carmignac que representaban **el 92% de sus activos bajo gestión** ya **adoptaban un enfoque de integrar los criterios ASG en sus procesos de inversión**, combinando análisis internos y externos. Pero el esfuerzo no sólo se queda ahí, sino que han incrementado

su compromiso con la inversión responsable, ofreciendo otros 6 fondos con un enfoque ISR en varias clases de activos y regiones, que han sido galardonados con el sello Towards Sustainability y el sello francés ISR.

Carmignac se ha fraguado una posición destacada entre los actores europeos más relevantes del sector de la gestión de activos



» Visión en materia de inversión responsable

La inversión socialmente responsable no es sólo un fenómeno de un mercado alcista ni un lujo, sino un deber. Se pueden encontrar rasgos comunes entre las empresas de elevada calidad, bien gestionadas, con un ROE elevado y una ratio deuda/EBID reducida. Además, las compañías que han aceptado la necesidad de gestionar estos riesgos relacionados con las cuestiones ESG están registrando rentabilidades superiores en la actualidad. En Carmignac, estas cuestiones se integran en nuestro deseo de evitar sectores tales como la minería del carbón y los productores de tabaco, pero también mediante un compromiso activo y en materia de voto, ya que es allí donde podemos tener mayor impacto y representar verdaderamente los intereses de nuestros inversores. Los fondos específicos de ISR han reforzado aún más su búsqueda de la sostenibilidad y el crecimiento a largo plazo y han sido reconocidos por ello. El enfoque de bajas emisiones de CO₂ y la búsqueda de una contribución positiva al medio ambiente de la sociedad constituyen sus rasgos distintivos.

Productos ideales en el entorno y ciclo actual

Se trata de algo que únicamente puede venir determinado por el perfil de riesgo de un inversor, con la ayuda de un profesional que conozca sus necesidades, sus objetivos y su perfil de riesgo. Dicho esto, y basados en su

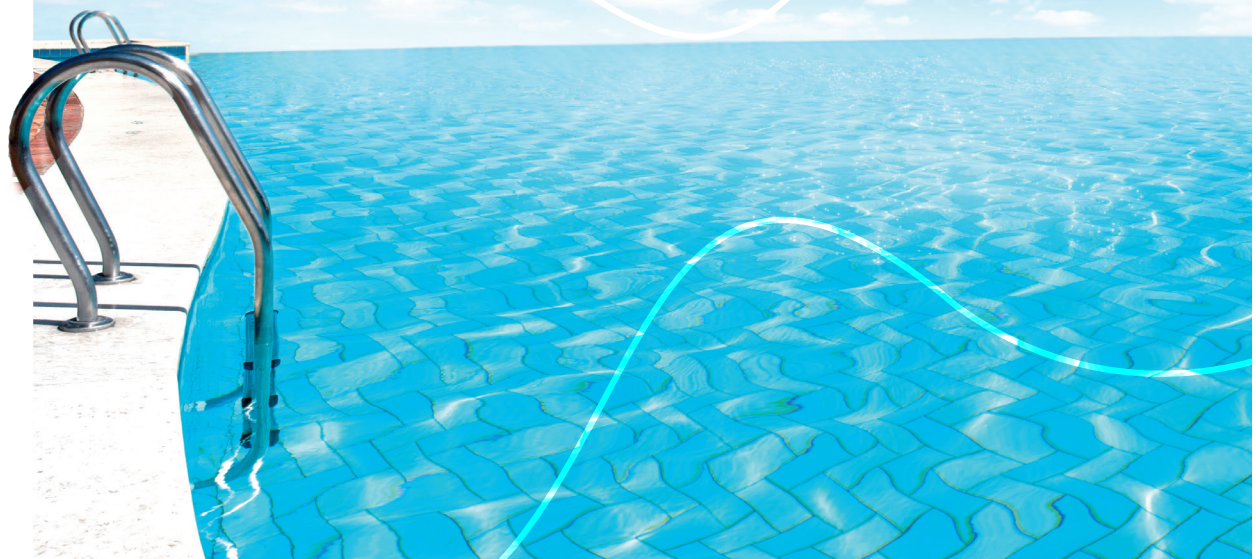
interpretación del escenario macroeconómico, podrían ser aquellos productos que ofrecen una auténtica flexibilidad, diversificados y con firmes convicciones. En definitiva, los productos concebidos para afrontar cualquier condición de mercado, como **la gama de activos mixtos Carmignac Patrimoine**.

Y para aquellos clientes más conservadores, con el escenario de renta fija que se avecina, productos como **Carmignac Sécurité** y **Carmignac Unconstrained Euro Fixed Income**, ya que ofrecen una verdadera gestión dinámica y están respaldados por unos gestores con amplia experiencia a sus espaldas. Para aquellos inversores a los que les gustaría dinamizar de forma limitada su cartera, podría ser la gama **Carmignac Portfolio Patrimoine**, su fondo europeo, Carmignac Patrimoine Europe, y el fondo emergente, Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine.

Y, por último, para aquellos inversores que están dispuestos asumir el riesgo que ofrece la renta variable, estos fondos hacen especial hincapié en la selección de valores: **Carmignac Investissement**, un fondo de renta variable mundial con una filosofía de inversión basada en tratar de anticipar las principales tendencias potenciales allí donde se encuentren, y **Carmignac Portfolio Grande Europe**, en lo que respecta a la renta variable europea, con una filosofía de gestión *bottom-up* e hincapié en la inversión socialmente responsable. ■

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

**Investigamos
para crecer en salud**



www.rovi.es