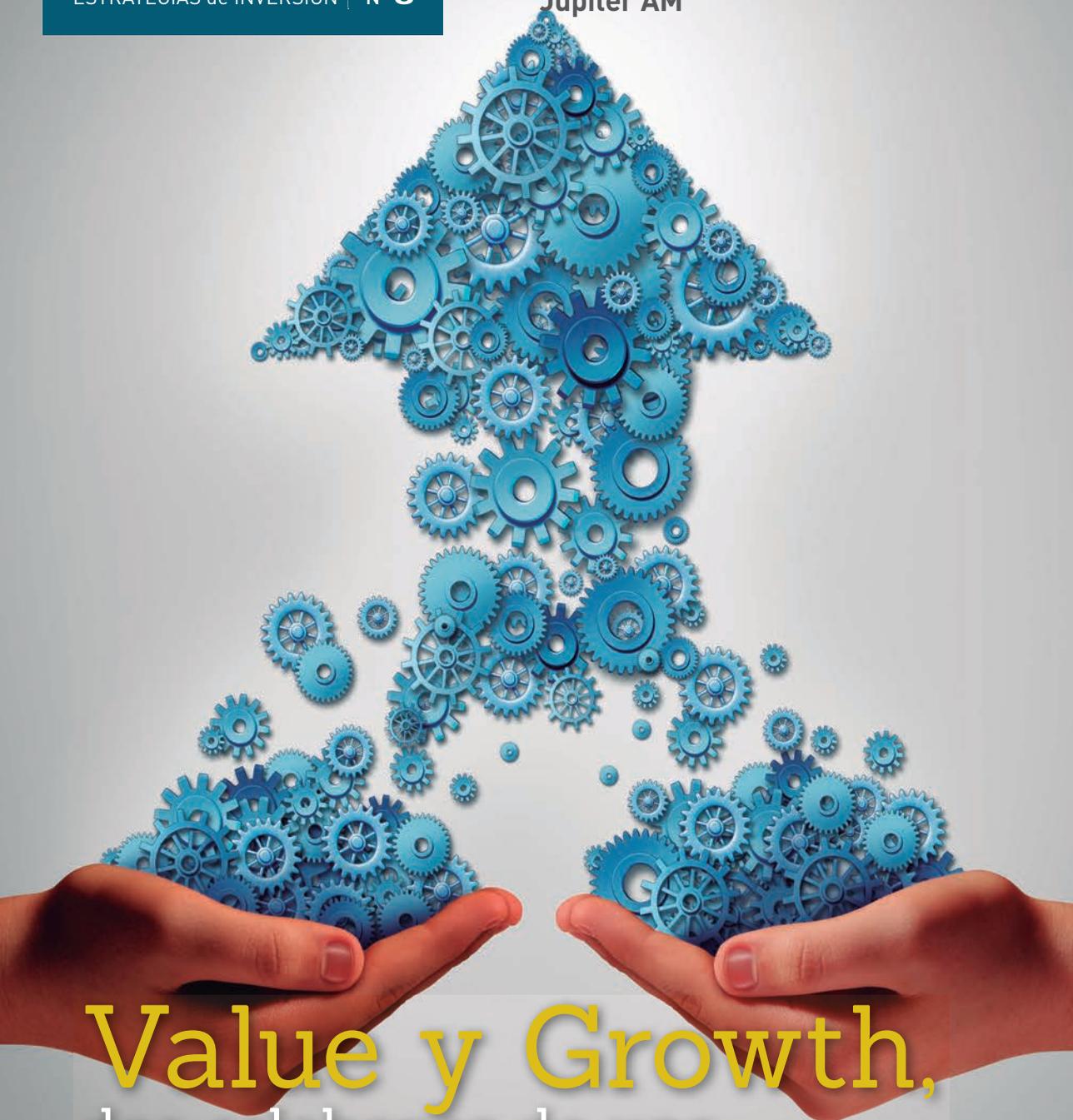


# asset managers

La revista para profesionales de  
ESTRATEGIAS de INVERSIÓN

SEPT-19  
N° 8

- Empresa familiar cotizada,  
inversión rentable
- Una hora con Nabil El-Asmar,  
Vontobel AM
- Entrevista con Gonzalo Azcoitia,  
Jupiter AM



**Value y Growth,**  
dos eslabones de una  
misma cadena en la gestión

**Investigamos  
para crecer en salud**



[www.rovi.es](http://www.rovi.es)

# Buscando respuestas en la era de los tipos negativos

**E**n el momento de escribir este editorial estamos a tan sólo un día de que Mario Draghi ofrezca su conferencia de política monetaria, la penúltima al frente del Banco Central Europeo, y todo el mundo tenemos la mirada puesta en si ésta será “una más” de tantas declaraciones o si tomarán alguna medida que sirva para dar algo más de aire a la economía.

Nadie duda del poder que tienen los bancos centrales para tomar medidas pero todos estamos indecisos sobre el impacto y la eficiencia de las mismas. La política monetaria está agotada, dicen algunos expertos que reclaman (como lo han hecho los banqueros centrales) una reforma de los países, de sus gobiernos, a nivel fiscal como la única salida para evitar poner en peligro la estabilidad económica y financiera a nivel mundial.

Quizás conviene que los bancos centrales consideren un nuevo enfoque monetario para buscar efectos diferentes. ¿Y si los tipos de interés negativos son la nueva normal? Quizás eso sea lo que nos tenemos que acostumbrar y tratar de buscar respuesta en un momento de políticas monetarias infinitas que no tienen, al menos a corto plazo, visos de terminar. ■



**Silvia Morcillo Acero**

Directora

**Editor:** Juan Ángel Hernández

**CEO:** José Ignacio Serres

**Directora:** Silvia Morcillo

**Coordinación:** Raquel Jiménez

**Dirección de Arte:** Javier López

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

**Análisis de Fondos:** Consuelo Blanco

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

**Director Desarrollo de Negocio y Publicidad:**

Juan Ramón Peña

[jpena@estrategiasdeinversion.com](mailto:jpena@estrategiasdeinversion.com)

91 574 72 22

## ASSET MANAGERS

La revista para profesionales de Estrategias de inversión

**Depósito legal:** M-12355-2019

**Edita:** PUBLICACIONES TÉCNICAS PROFESIONALES SL

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

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

[info@estrategiasdeinversion.com](mailto:info@estrategiasdeinversion.com)

**Imprime:** Scordia & Fiesco



6



30



48



26

SEPTIEMBRE 2019 | N° 8



# CONTENIDOS

Value y Growth, dos eslabones de una misma cadena en la gestión 6

Redacción

Ranking de fondos 30

Los mejores y peores del mes de agosto

Entrevista a la gestora 40

Schroders

Una hora con... Nabil El-Asmar 56

Contry Head Iberia y Portugal en Vontobel AM

Empresa familiar cotizada, inversión rentable 70

Reportaje por Javier Ablitas

Más allá del Ibx 76

Entrevista a Carlos Buesa, Presidente y CEO de Oryzon

Tecnología e innovación 84

Entrevista final Gonzalo Azcoitia 92

Director General Jupiter Asset Management,  
Sucursal España



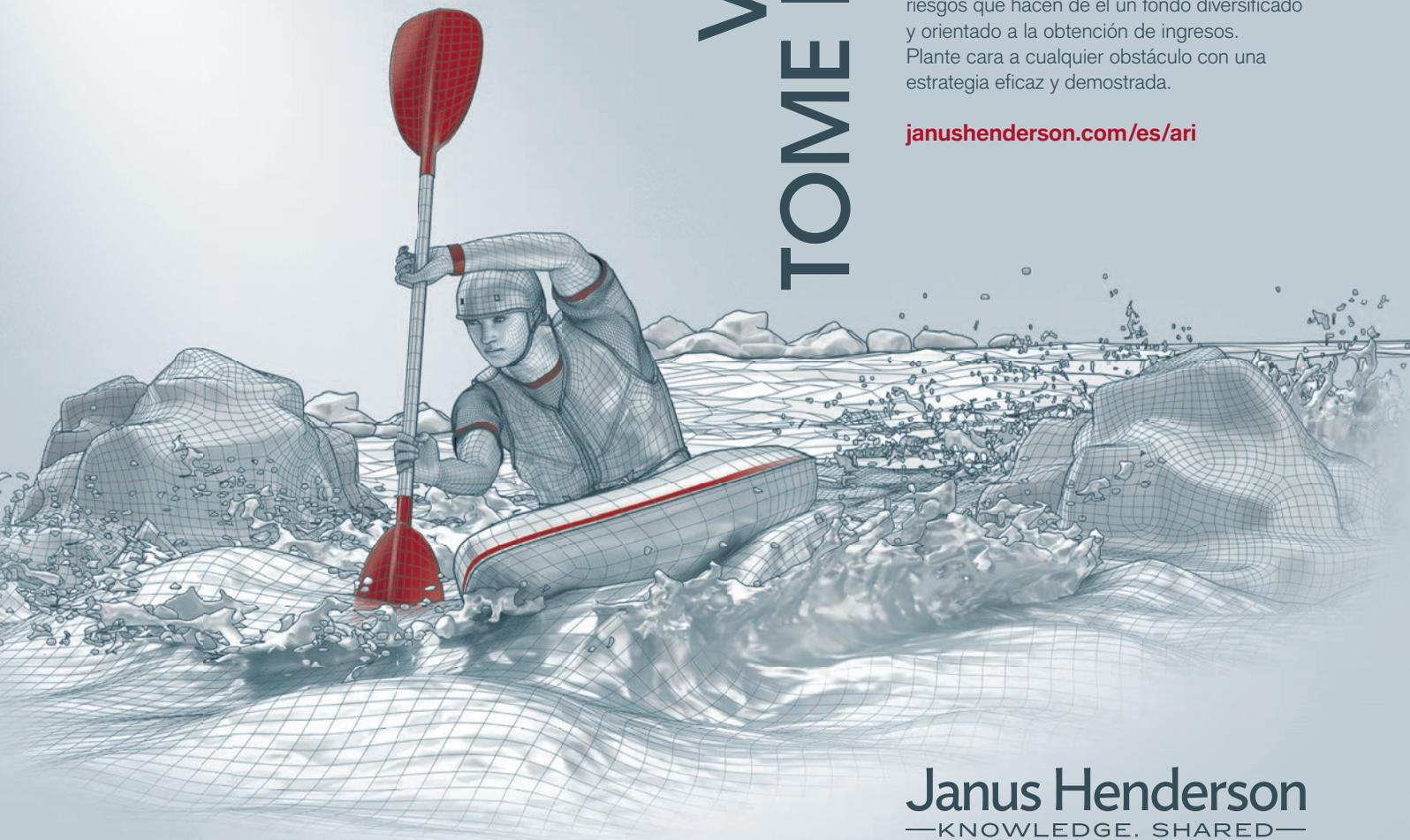
# VOLATILIDAD. TOME EL CONTROL

## Janus Henderson Absolute Return Fixed Income

- ✓ Producto de baja volatilidad
- ✓ Estabilidad del capital como objetivo
- ✓ Fuentes de rentabilidad no correlacionadas
- ✓ Atención a la liquidez

¿Busca mitigar el riesgo de su cartera? Janus Henderson Absolute Return Income es un fondo diseñado para ofrecer una rentabilidad estable en entornos de mercado variables. Incluye una experta selección de valores de renta fija globales y derivados para cubrir riesgos que hacen de él un fondo diversificado y orientado a la obtención de ingresos. Plante cara a cualquier obstáculo con una estrategia eficaz y demostrada.

[janushenderson.com/es/ari](http://janushenderson.com/es/ari)



**Janus Henderson**  
—KNOWLEDGE. SHARED—

Con fines promocionales. Solo para inversores profesionales. El valor de las inversiones y de las rentas derivadas de ellas puede disminuir o aumentar y es posible que no recupere la cantidad invertida originalmente. La información contenida en el presente artículo no constituye una recomendación de inversión. Este documento no es una recomendación para vender o adquirir ninguna inversión. Por favor considere todo el material disponible antes de tomar una decisión de inversión.

Emitido en Europa por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual se proporcionan los productos y servicios de inversión por parte de Janus Capital International Limited (reg. n.º 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. n.º 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. n.º 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. n.º 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. n.º 2606646), (cada uno registrado en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulado por la Financial Conduct Authority) y Henderson Management S.A. (reg. n.º B22848 en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo, y regulado por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Janus Henderson, Janus, Henderson, Knowledge. Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o de una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.



De izquierda a derecha: **José María Concejo** (Horos AM), **Beltrán Parages** (AZValor), **Pablo Martínez** (Amiral Gestión), **Jesús Ruiz de las Peñas** (Allianz GI), **Eva Pla** (Ei), **Enrique Parra** (Fidentis Gestión) y **Oscar Esteban** (Fidelity).

# Value y Growth, dos eslabones de una misma cadena en la gestión

Intentar diferenciar entre el estilo de gestión value y el growth atiende a la necesidad que tenemos de etiquetar las cosas y tratar de explicar, de una forma sencilla, una realidad muy compleja como es invertir. Una operativa en la que tienes que entender la senda de los negocios, la toma de decisiones, el sistema de incentivos, lo que cuenta a futuro y lo que cuenta en el presente. Y en esa búsqueda se cruzan ambos estilos. **Por Redacción**

Cuando se busca una definición, **Beltrán Parages, Socio fundador de AZValor** reconoce que value “es el afán de buscar una acción pagando menos de lo que realmente vale. El precio es lo que pagas y el value, el valor, el que te llevas”. Y es ahí donde reside el truco de la inversión “en buscar esos activos por los que pagues menos de lo que valen”.

Un estilo de inversión que no es ni contrario ni excluyente que el que busca el puro crecimiento de las compañías. Desde el sector, no creen que tenga sentido comparar ambos

estilos de inversión más allá de la pura categorización que tenga un fondo u otro. Una distinción entre ambos modelos de inversión que muchas veces viene de las propias políticas comerciales de las gestoras, que creen que la forma de tener “contentos” a todos los inversores es teniendo fondos de estilo *growth* y fondos de estilo *value*. Una “etiqueta” que puede llegar a limitar el propio estilo de inversión del gestor, más cuando va ligado a un *benchmark*. Un índice que se exige a nivel regulatorio como medida de la bondad de la gestión que se está llevando a cabo. Desde **Allianz Global Investors, su Director Business Development Jesús Ruiz de las Peñas**

asegura que “cuando lanzan un fondo de renta variable europea estilo growth, no nos medimos contra un *benchmark growth* sino que aspiramos a medirnos con un benchmark genérico y amplio al que batir con mi filosofía de inversión, mis convicciones y estilo de inversión”. **Enrique Parra, responsable de desarrollo de negocio de Fidentiis Gestion** no cree que la modificación del benchmark deba cambiar el universo de inversión ni que el gestor tenga que ceñirse a buscar entre las compañías que tenga el propio índice. Cada gestor tiene su universo de inversión, buscará aquellas oportunidades donde quiera hacerlo y habrá compañías más y menos conocidas donde el gestor aplique sus criterios”.

Flexibilidad, en definitiva. **Pablo Martínez, responsable de relación con inversores de Amiral Gestion** reconoce que todo lo que sea quitar autonomía y flexibilidad a un fondo vía folleto “es una limitación que no permitirá que las oportunidades se presenten de forma equitativa, es decir, habrá muchas dispersiones”. Desde Horos AM creen que cuanto más flexibilidad, mejor “siempre dentro del círculo de competencia y especialidad de cada uno .Y en esa flexibilidad, sería bueno que el regulador no nos obligara a categorizarnos tanto a tener determinadas limitaciones porque el objetivo que tendríamos que tener todos en común es

generar rentabilidad para los inversores”, asegura Concejo.

Un factor, el de responder ante los inversores, que genera también genera cierta presión. “Estamos en un período de cortoplacismo extremo y esto es muy malo para las inversiones porque tú no puedes hacer que una compañía te duplique beneficios en 3 meses o un año, tienes que dejarla crecer a largo plazo”, asegura **Óscar Esteban, director de ventas de Fidelity**.

» Estamos en un período de cortoplacismo extremo y esto es muy malo para las inversiones porque tú no puedes hacer que una compañía te duplique beneficios en 3 meses

Una situación que puede ser bueno, tal y como asegura el experto de Amiral Gestion, pues solo por tener un horizonte temporal superior al de la mayoría ya en principio te va a ir mejor. Sea value o sea growth.

### Growth y value, dos caras de la misma moneda

Al final son dos caras de la misma moneda, en todo proceso de valoración de la compañía →





→ tienes que considerar el crecimiento que tiene pero “el hecho de que una compañía crezca mucho no la categoriza de growth ni una compañía que está languideciendo es value... sino más bien todo lo contrario, los inversores value buscamos compañías que estén a un precio atractivo y que, en la medida de lo posible, crezca lo máximo posible”, advierte **José María Concejo, CEO y socio de Horos AM.**

En este punto hay que diferenciar entre la calidad del negocio y la calidad de la inversión. Porque al final “lo que importa es que la inversión esté realmente bien hecha y ver si tiene razón de ser o no”, asegura el experto de AZ-Valor. Pablo Martínez asegura que la esencia del value “es poner el foco en qué puede salir mal primero y, luego, una vez que has hecho el análisis y crees con una probabilidad elevada que el riesgo es bajo, empiezas a pensar en qué pasará si sale bien y si ganas”. En este punto, Martínez cree que “que la combinación de compañías que crecen un poco (por encima del PIB y de la inflación) con una ventaja competitiva garantiza que los flujos de caja, que a futuro son inciertos, tienen más opciones de

que se produzcan y de que se acaben materializando”.

### La importancia está en descubrir el valor de algo que el mercado infravalora

El experto de Allianz Global Investors asegura que “los que hacemos growth tenemos sensibilidad al precio. La base común que tenemos a la hora de seleccionar compañías es buscar empresas que, a nivel fundamental, sean negocios que perduren en el tiempo. Lo que buscas es que tu modelo sea lo suficientemente robusto como para identificar estas compañías que van a navegar en el largo plazo”. Un factor clave, a juicio del experto de Fidelity, pues lo que buscas “son compañías →

» El hecho de que una compañía crezca mucho no la categoriza de growth ni una compañía que está languideciendo es value... sino más bien todo lo contrario



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

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

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

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

Capital en riesgo

**AberdeenStandard**  
Investments

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

→ que crezcan por sí mismas sin que necesiten factores exógenos para hacerlo". Y, si el análisis lo has hecho bien, esas compañías han superado tu proceso de análisis y son rentables a lo largo del tiempo, puedes mantener tu inversión durante muchos años.

Al final, el value y el growth están unidos por una cadena y "lo contrario del value no es el growth, es el anti-value. Nuestro reto principal es mantenernos fieles a nuestros principios sin dejarnos llevar por modas", asegura Parages.

En el sector creen que tener una opinión fuerte implica tocar muchas realidades aunque "no tenemos que tener opinión de todo, invertir o saber de todo", admite Concejo que apunta que cada uno tiene "su círculo de competencia, donde lo más importante es no salir de ahí porque hay bastantes compañías como para tener una cartera suficientemente buena, idealmente concentrada en la que poder invertir y que cumple con los requisitos necesarios para tener éxito". Beltrán Parages asegura que la línea entre el éxito y el fracaso es finísima y no depende de que estés en un u otro sector. "Que una compañía esté dentro de un sector hace que esté expuesto a sus dinámicas pero, si el sector está en decadencia, pueden ser buenas noticias si dentro hay un ganador", asegura este experto aludiendo al caso Amazon, en un sector en el que han muerto muchas compañías.

Más que el sector, o dividir el mundo geográficamente (algo que para muchos es un error), lo importante es creer que puedes aportar algo en el descubrimiento de una compañía. Desde AZValor ponen como ejemplo la partida de póker en la que cuando invertimos tenemos que tratar de ver si hay alguien que no sabe jugar sobre la mesa, que no es uno mismo, y sopesar la información que tiene cada uno de los participantes. "Lo normal es que centres en sectores en los que puedes aportar algo que el mercado no ha visto y sobre los que tengas una cercanía para entender su ecosistema porque el conocimiento es la principal fuente de gestión del riesgo y, la mayor fuente de riesgo, es hacer algo que no conoces bien solo porque el resto de la gente lo hace".

### **La gestión pasiva está generando una oportunidad, pero hay que ser pacientes**

Y hablando de gente y de tendencias, no se puede obviar el impacto que está teniendo sobre ambos tipos de gestión el crecimiento de la gestión pasiva. Según los expertos del sector estamos en el momento de mayor dispersión de valoración entre las compañías con múltiplos de valoración más altos y las que tienen múltiplos de valoración más bajos. Un diferencial que se explica porque la gente prima más negocios globales que los tradicionales y porque el flujo está entrando en gestión pasiva, especialmente al que más →



# Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

## BUSCAMOS LA EXCELENCIA EN LA INVERSIÓN

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

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

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



Telf.: 910 882 806

Mail: [inversores@amiralgestion.com](mailto:inversores@amiralgestion.com)

[www.amiralgestion.com/es](http://www.amiralgestion.com/es)

Suscríbese a nuestro newsletter en:  
[www.amiralgestion.com/es/newsletter](http://www.amiralgestion.com/es/newsletter)

→ capitaliza. “El market cap de una compañía no corresponde a la calidad de su negocio, el tamaño no implica ni robustez ni economía, es simplemente un criterio más. Y los ETFs están manejando el dinero con ese criterio que no es válido”, aseguran en AZValor.

Al final las compañías grandes son cada vez más grandes y las pequeñas cada vez tienen un menor tamaño. “Esto está generando una oportunidad aunque exige ser paciente a la hora de invertir a medio plazo porque no sabemos si ese diferencial se acabará ajustando en 3 meses o en 3 años”, explica Concejo.

Más allá del tipo de gestión que se elija, el experto de Horos AM cree que es importante tener tres criterios a la hora de seleccionar fondos que más se adecúen a nuestras necesidades: el sentido común, asegurarse de que los gestores tienen el dinero donde lo quieres meter tú de forma que haya un auténtico alineamiento de intereses y, por último, el largo plazo. Este, aunque el último, no es el menos importante. “Hay que mejorar el horizonte temporal de los inversores y dar a los gestores el tiempo que necesitan para que, dentro de ese círculo de competencia, muestre lo mejor de sus fondos”. ■

## HAN PARTICIPADO

**HOROS**  
ASSET  
MANAGEMENT

### Horos Asset Management SGIC

- **Presidente:**  
José María Concejo Díez
- **Año de fundación:**  
2018
- **Patrimonio bajo gestión:**  
50 millones de euros
- **Número de fondos registrados:** 2

**Fidelity**  
INTERNATIONAL

### Fidelity International

- **CEO:** Anne Richards
- **Año de fundación:** 1969
- **Patrimonio bajo gestión:**  
418.800 millones de dólares (incluye activos bajo administración)
- **Número de fondos registrados en España:** 127

**Azvalor.** Asset Management

### Azvalor Asset Management

- **CEO:** Álvaro Guzmán de Lázaro
- **Año de fundación:** 2015
- **Patrimonio bajo gestión:**  
1.645 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:**  
6 fondos de inversión registrados en España y 2 fondos de pensiones

**Amiral Gestion**  
ENTREPRENEURS INVESTIS

### Amiral Gestion

- **Presidente:**  
François Badelon
- **Año de fundación:** 2003
- **Patrimonio bajo gestión:**  
4.000 millones euros
- **Número de fondos registrados en España:**  
6 fondos de inversión

**Allianz**   
Global Investors

### Allianz Global Investors

- **Responsable:**  
Marisa Aguilar Villa,  
Directora General para Iberia
- **Año de fundación:** 1955
- **Patrimonio bajo gestión:**  
543.000 millones de euros (con datos a cierre de junio)
- **Número de fondos registrados en España:** 396

**fidentiis**  
GESTIÓN

### Fidentis Gestión SGIC SA

- **Presidente:** Mark Giacomazzi
- **Año de fundación:** 2006
- **Patrimonio bajo gestión:**  
311 millones de euros
- **Número de fondos registrados en España:** 6

Siège social : 25, rue de la Ville-Éclairée, 75009 Paris, tél. 01 44 55 36 76 - Société de gestion de portefeuille - Agrément GP09-02 du 05/07/03 - Société Anonyme au capital 1 878 970 euros - Siret 389 522 152 00 047 - APE 6469Z - www.groupama-am.com - Crédit photo: Shutterstock - Création: 07/2017 - Agence Finestyle



**VISIBILIDAD  
DE FUTURO**

**DECISIONES  
FUNDAMENTADAS**

**MEJOR  
SEGUIMIENTO  
DE SUS INVERSIONES**

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

[www.groupama-am.com](http://www.groupama-am.com)



**Gestor Activamente Responsable**



# Bolsas europeas: recuperación, valor y oportunidad

**H**ay un aspecto innegablemente optimista en las nubes que cubren las bolsas europeas: son suficientemente espesas como para sostener un sustancial rayo de esperanza. Es cierto que los mercados se enfrentan a enormes retos con el Brexit, el populismo político y los conflictos comerciales a escala mundial, pero más allá de los titulares el inversor astuto puede encontrar oportunidades convincentes. Para empezar, el prolongado periodo de crecimiento anémico en una región que creció robustamente en el pasado ha gestado un enorme potencial para la recuperación. Entretanto, la percepción de una recuperación lenta y vacilante ha dado lugar a unas valoraciones superiores en general, mientras que la realidad ha originado supervivientes que prosperan e innovan en un buen número de sectores. Y de hecho podríamos argumentar que, aunque no sea universalmente robusta, la recuperación de sectores económicos clave ya ha echado raíces y ha mostrado progresos estables.

Hay que considerar también el fenómeno de los tipos de interés negativos. Pueden suponer un reto para los inversores en renta fija, pero el diferencial entre esos tipos y la rentabilidad por dividendos que se ofrece en el mercado de valores europeo refuerza el argumento de la valoración y fortalece más aún la posición de las acciones. Otra nota sobre esos tipos negativos: están lejos de ser la única herramienta de que dispone el banco central para acelerar el crecimiento económico. El Banco Central Europeo en particular ha manifestado que adoptará políticas más imaginativas para reavivar la inflación y regresar a una expansión generalizada: políticas que distinguirían a la región y que bien pueden incluir la compra de deuda bancaria, bonos corporativos y posiblemente incluso acciones bursátiles.

## La recuperación oculta

Es indudable que últimamente los datos económicos europeos han decepcionado. Las preocupaciones domésticas, tales como la

imposición de nuevas pruebas de emisiones que atascaron las cadenas de montaje de automóviles, se han cobrado un precio por encima y más allá del impacto de las controversias sobre el comercio mundial, en una región más dependiente del comercio exterior que la mayoría.

El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de la Eurozona y la encuesta IFO entre empresas alemanas, dos indicadores económicos muy seguidos, vienen declinando casi cada mes desde enero de 2018. Aunque esto no suena muy seductor, lo que es interesante es que las expectativas son tan bajas que los malos datos puntuales no han dado lugar a tantas sorpresas negativas como uno podría pensar. Este fue el caso especialmente en la primera mitad del año, cuando los datos decepcionaron y pese a ello las sorpresas negativas resultantes de estos datos disminuyeron hasta el punto en que no hubo casi ninguna (gráfico 1). Aunque en la segunda mitad hemos asistido a una caída en este índice, recientemente ha rebotado con bastante fuerza, ilustrando hasta qué punto están bajas las expectativas macroeconómicas en este momento.



## Aaron Barnfather

Analista y gestor de fondo en  
Lazard Asset Management

**Gráfico 1: Citi Economic Surprise Index, Euro Zone,  
30 August 2013 – 23 August 2019**



23 de agosto de 2019 - Fuente: FactSet

El panorama puede volverse más pesimista de lo que está justificado. Aunque las encuestas han seguido cediendo terreno, el crecimiento del PIB en la Eurozona ha comenzado a estabilizarse y está mostrando una tasa de apreciación baja pero consistente (Gráfico 2).

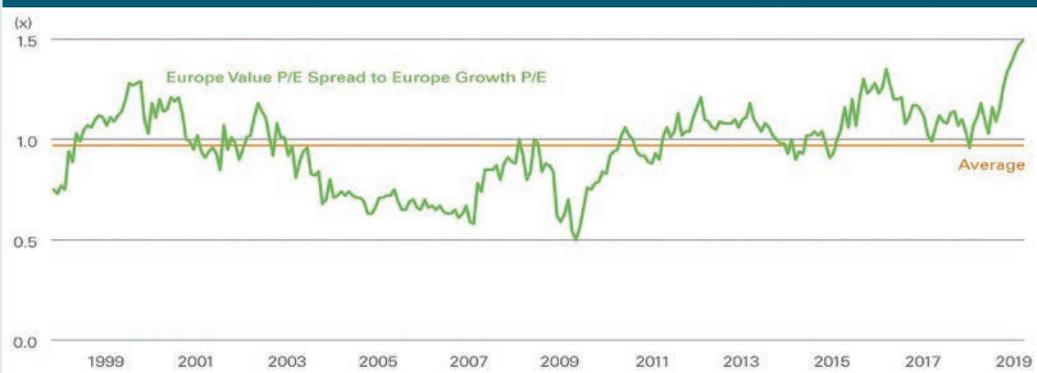
Varias de las mediciones sobre el terreno desmienten el pesimismo de las encuestas. El crecimiento de los salarios ha repuntado y el desempleo, que ya era bajo en Alemania, ha descendido en economías europeas importantes como Italia y España. Al ir habiendo más luz en el panorama laboral, el crecimiento de los préstamos ha revivido por toda la región.

## Prospección de Alfa en un mercado que se bifurca

En resumen, pues, aunque las dificultades macroeconómicas de Europa han afectado inevitablemente a sus bolsas de va- →

**Gráfico 2. Principales indicadores europeos vs. crecimiento del PIB en la eurozona**

PIB a 30 de junio de 2019 - IFO a 31 de julio de 2019 - Fuente: FactSet

**Gráfico 3: Diferencial sin precedentes P/E Growth vs. Value: Pan Europe, April 1998 - July 2019**

A 31 de julio de 2019 - Fuentes: UBS

→ lores, la recuperación sí parece haberse iniciado. Los retornos sobre las acciones del mercado han evolucionado hasta un 12% desde un punto mínimo del 8%. Este avance ha llegado de manera desigual, recordando en algunos aspectos el rebote global y mostrando en otros aspectos un aire distintivamente europeo.

Los mercados europeos de valores recuerdan a sus contrapartes globales en el sentimiento de “crecer a cualquier coste” que tienen sus participantes, lo que da lugar a un diferencial sin precedentes entre las valoraciones ampliadas del crecimiento y la depresión en el valor de las acciones (gráfico 3). Esto no solo crea la oportunidad de hacer inversiones en valor con un gran descuento, también ofrece la oportunidad de crear alfa al encontrar empresas que el mercado llegará a ver con el tiempo como valores de crecimiento, pero que hoy no se ajustan al modelo clásico de valores de crecimiento y defensivos.

Donde Europa presenta un aspecto diferente al resto del mundo es en que cierto número de áreas que se han desempeñado muy bien porque se perciben como un refugio de crecimiento están asistiendo en algunos casos a un deterioro de sus fundamentales: de manera notoria en las farmacéuticas y los servicios de telefonía móvil.

### Prospección en un mercado cuyo momento puede haber llegado

En un mundo de crecimiento lento y con mínimas rentabilidades en renta fija, Europa presenta un terreno fértil para seleccionar acciones. La valoración de sus acciones se sitúa entre las más atractivas del mundo. Ofrece una opcionalidad tentadora: sus acciones tienen una ruta más amplia hacia un crecimiento más pronunciado. Finalmente, debido a que la dinámica se aprecia poco y se comprende mal, ofrece al gestor activo una rica veta de alfa que explotar. ■

# ¿CUÁL ES LA ENERGÍA DE TU FUTURO?

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

**What's your power?**



# En tiempos de tipos negativos: la gestión, más importante que nunca

**E**l repentino viraje de la política monetaria de los bancos centrales y el reciente colapso de los tipos a largo plazo suponen un reto más para la gestión en renta fija. Sin embargo, aún existen oportunidades interesantes en este contexto sin precedentes; al menos, siempre y cuando se opte por la gestión activa. Cabe preguntarse si siguen siendo interesantes los fondos de renta fija para los inversores. Si no nos sorprende responder afirmativamente a esta pregunta, deberíamos atrevernos a formularla, dada la inusual situación de los mercados. Y es que los rendimientos de los bonos cayeron en pocos meses, hasta el punto de que el tipo de interés del Tesoro Francés (OAT) a 10 años cayó por primera vez por debajo del 0% el pasado 18 de junio. Este hecho condujo a Francia a unirse junto con Alemania, Austria y los Países Bajos al club de los países de la Eurozona que se enriquecen cuando se endeudan a largo plazo. Los otros países les han seguido, una ganancia ines-

perada para los gobiernos, pero una pérdida de ingresos para los ahorradores.

## **70% de la exposición investment grade en negativo**

Esta tendencia se ha extendido no sólo a los países de Europa más sólidos sino también a los bonos del Estado a 10 años de España y Portugal por debajo del 0,20%, e incluso a Grecia, cuyo rendimiento cayó al 1,6%, frente a un máximo del 30% durante la crisis de 2011. A principios de septiembre, el 70% del saldo vivo de los bonos con calificación investment grade (al menos BBB-) en euros ofrecía tipos negativos (frente a sólo el 22% a principios de año) e incluso el 64% de los bonos corporativos de la misma categoría. En Suiza, casi se ha alcanzado el umbral del 95% del mercado.

## **Aversión al riesgo**

Antes de argumentar a favor de los bonos, conviene comprender una tendencia excepcional



**Thomas Veit**

Gestor de carteras de Edmond de Rothschild

que se aceleró en el cuarto trimestre de 2018, debido a la aversión al riesgo observada en los mercados. En busca de una mayor seguridad, los inversores comenzaron a comprar activos libres de riesgo como los bonos de EE.UU. y de Europa que, de forma automática, llevó a los tipos de interés a evolucionar a largo plazo a la inversa de los precios.

Por otro lado, la política monetaria de los bancos centrales, mucho más flexible desde hace tiempo, también ha desempeñado un rol importante. Debido a la inercia de la inflación, el BCE ha dejado la puerta abierta a nuevas reducciones de los tipos, que ya son negativos, así como a una posible reanudación de la expansión cuantitativa. El banco central también ha cambiado su *forward guidance*, posponiendo la primera subida de tipos al menos hasta junio de 2020, que anteriormente había quedado programada para finales de 2019.

### Cambios en el discurso

En enero la Reserva Federal cambió su discurso. El cambio se oficializó en la reunión del Comité de Política Monetaria del pasado mes de junio, cuando Jerome Powell sugirió una reducción de los tipos. Y el 31 de julio se decidió un primer cambio →

→ en once años, con un descenso de un cuarto de punto porcentual en los tipos. Podría ser seguido por un segundo recorte de la misma magnitud el 18 de septiembre.

El banco central de EE.UU. dejaba así cuatro años de endurecimiento monetario y de un ciclo de subidas de tipos del 0,25%. Las expectativas de nuevas vueltas de tuerca habían llevado a una inversión de la curva de rendimiento, a menudo anunciando una recesión económica. Otro factor clave en este cambio ha sido la guerra comercial, que se ha intensificado desde principios de año y, de continuar el conflicto entre EEUU y China, tendría un impacto significativo en el crecimiento y requeriría una política monetaria más “expansiva”.

### ¿Estamos ante un nuevo impulso?

Con todo, no existen indicios que nos lleven a pensar que esta situación vaya a continuar. La primera consecuencia del repentino cambio de rumbo de los bancos centrales es reducir los temores a la recesión y restaurar el impulso a los activos de riesgo. Los registros estivales de Wall Street pueden generar arbitrajes y reasignaciones contra los bonos del gobierno. El aumento del rendimiento de los bonos y un eventual cambio en la pendiente de la curva crearán nuevas oportunidades. Por otra parte, la brusquedad del cambio de rumbo monetario podría perjudicar a la credibilidad de los

bancos centrales y, en particular, a la Reserva Federal, de la que a veces se sospecha que ha cedido a las amenazas de Donald Trump. Los mercados odian que los bancos centrales, supuestamente independientes, cedan a la presión política, a pesar de que la Reserva Federal ha presentado el deterioro de las cifras económicas y del clima empresarial como justificación.

### La gestión activa, más importante que nunca

Por último, pensamos que, en una situación en la que los tipos de interés de los bonos son del 0% o incluso negativos, la gestión activa de bonos tiene todo su sentido. A pesar del contexto, todavía existen oportunidades, ya sea para los emisores o para sectores. Los segmentos de deuda subordinada y emergente siguen ofreciendo puntos de entrada atractivos. Incluso con un rendimiento muy bajo al vencimiento, un bono puede generar valor añadido. Un rendimiento inferior al 0% puede profundizar aún más en territorio negativo. El índice OAT francés a 10 años ya ha alcanzado un mínimo de -0,45%, el del Bund alemán a -0,74%. Aunque ser precavido es más importante que nunca, el tiempo en el que la gestión de bonos consistía en esperar a que madurara el rendimiento (*buy and hold*), ha terminado. Hoy en día es necesario buscar la creación de valor en una cartera y optar por la gestión activa. ■

GOVERNMENT BOND YIELDS ACROSS MATURITIES

MOODY'S	FITCH	S&P	COUNTRY	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	30
AAA	AAA	AAAU	SWITZERLAND	-1,22%	-1,22%	-1,22%	-1,21%	-1,16%	-1,13%	-1,10%	-1,09%	-1,12%	-1,07%	-0,62%
AAA	AAA	AAAU	GERMANY	-0,86%	-0,93%	-0,96%	-0,96%	-0,93%	-0,92%	-0,88%	-0,83%	-0,77%	-0,71%	-0,20%
AAA	AAA	AAAU	DENMARK	-0,94%	-0,94%	-0,94%	-0,94%	-0,89%	-0,86%	-0,84%	-0,81%	-0,75%	-0,69%	
AAA	AAA	AAAU	NETHERLANDS		-0,90%	-0,93%	-0,90%	-0,85%	-0,78%	-0,74%	-0,67%	-0,62%	-0,56%	-0,21%
AAA	AAA	AAAU	SWEDEN		-0,68%	-0,72%	-0,77%	-0,74%	-0,68%	-0,63%	-0,58%	-0,48%	-0,38%	
A1	A	A+U	JAPAN	-0,26%	-0,30%	-0,32%	-0,35%	-0,36%	-0,39%	-0,40%	-0,40%	-0,36%	-0,30%	0,10%
AA1	AA+	AA+	FINLAND	-0,83%	-0,86%	-0,83%	-0,80%	-0,80%	-0,69%	-0,65%	-0,55%	-0,50%	-0,42%	0,02%
AA2	AA	AAU	FRANCE	-0,77%	-0,84%	-0,87%	-0,84%	-0,76%	-0,70%	-0,63%	-0,56%	-0,49%	-0,40%	0,43%
AA1	AA+	AA+	AUSTRIA	-0,80%	-0,83%	-0,82%	-0,80%	-0,74%	-0,70%	-0,61%	-0,59%	-0,54%	-0,45%	0,13%
AA3	AA-	AAU	BELGIUM	-0,76%	-0,83%	-0,83%	-0,76%	-0,67%	-0,64%	-0,57%	-0,50%	-0,43%	-0,35%	0,52%
BAA1	A	AA-	SLOVENIA		-0,70%	-0,68%	-0,60%	-0,53%	-0,48%	-0,49%	-0,42%	-0,31%	-0,24%	0,68%
A2	A+	A+	SLOVAKIA	-0,94%	-0,92%	-0,82%	-0,72%	-0,61%	-0,59%	-0,56%	-0,43%	-0,33%	-0,47%	0,41%
A2	A+	A+	IRELAND	-0,61%	-0,63%	-0,65%	-0,62%	-0,54%	-0,44%	-0,35%	-0,27%	-0,18%	-0,08%	0,75%
BAA1	A-	A-U	SPAIN	-0,54%	-0,59%	-0,58%	-0,44%	-0,37%	-0,23%	-0,15%	-0,07%	0,01%	0,10%	0,98%
BAA3	BBB	BBBU	PORTUGAL	-0,55%	-0,70%	-0,52%	-0,39%	-0,36%	-0,20%	-0,14%	-0,07%	0,04%	0,11%	1,01%
BAA3	BBB	BBBU	ITALY	-0,29%	-0,30%	-0,04%	0,10%	0,31%	0,33%	0,60%	0,65%	0,67%	0,87%	1,92%
AA2	AA-	AAU	BRITAIN	0,38%	0,31%	0,25%	0,28%	0,27%	0,21%	0,23%	0,27%	0,34%	0,40%	0,91%
AAA	AAA	AAA	NORWAY	1,06%	1,05%	1,05%	1,04%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,03%	1,06%	
AAA	AAA	AA+U	UNITED STATES		1,45%	1,37%	1,35%	1,33%	1,36%	1,40%	1,42%	1,44%	1,46%	1,95%



Vontobel

Asset Management

# Buscando sostenibilidad en los mercados emergentes.

Para más información:  
[vontobel.com/em](http://vontobel.com/em)

[vontobel.com/am](http://vontobel.com/am)

El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y su información no constituye invitación, oferta o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros.



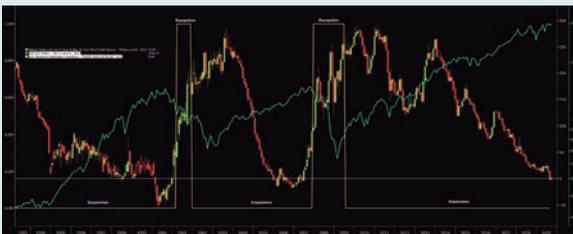
## ¿La inversión de la Curva de Tipos en EEUU en el 10-2 es una evidencia suficiente para advertir del riesgo de recesión?

El diferencial entre la rentabilidad de un bono con un vencimiento a 10 años y de otro con vencimiento a 2 años, emitidos ambos por el Tesoro norteamericano, llegó al alcanzar el pasado 28 de agosto 2019 niveles de -6 puntos básicos (véase gráfico 1) lo que ha situado a este *spread* en situación de curva invertida por primera vez desde 2007. ¿Esta nueva inversión de la curva, junto a la que ya registró el 10 años - 3 meses, constituye evidencia suficiente para afirmar que la economía norteamericana puede entrar en recesión? La respuesta a fecha 8 de septiembre 2019 es la misma que la expuesta

por nosotros el pasado 4 abril 2019 en un artículo anterior y donde ahora nos ratificamos en lo que ya expusimos: no.

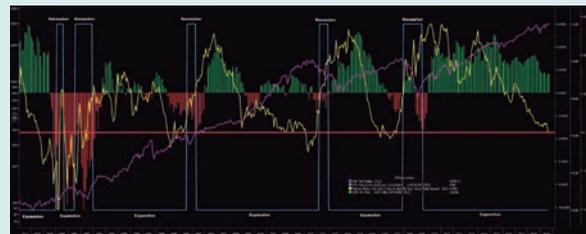
Recordemos que, aunque el *spread* 10-2 años Tesoro ha alertado de manera temprana desde 1977, fecha de la que disponemos de datos históricos de ambas series, 10 y 2, de los cinco periodos recesivos registrados desde entonces en la economía norteamericana de acuerdo con los criterios de la NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica), árbitro de los ciclos económicos en EEUU, generando sólo una señal errónea que fue en junio 1998.

Gráfico 1



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2



Fuente: Bloomberg

Como ya señalamos en el mes de abril 2019, para poder valorar el riesgo y la verosimilitud de recesión es necesario observar la coincidencia temporal de dos señales. Junto a la métrica de inversión de la curva utilizando el 10 y 2 años, introducimos un segundo filtro adicional y simultáneo. Históricamente la primera señal que hemos tenido desde 1977 ha sido la inversión de la curva 10-2.

La segunda señal que tenemos que vigilar a partir de esa inversión de la curva 10-2 es que el diferencial entre el crecimiento interanual del PIB real y el tipo de interés real oficial de la Fed –estimado como la diferencia entre el nivel del tipo de interés de los fondos federales (2,25%) menos el nivel de inflación medido a través de la métrica “Personal Consumption Expenditure Deflator” (1,58%)– registre lecturas negativas y ahora se encuentra en el +1,63%. (Véase gráfico 2).

Cuando podamos observar esta doble señal es cuando realmente comenzaremos a tener riesgo real de recesión, y ambas señales muy probablemente vendrán acompañadas de un deterioro del mercado laboral y que podremos monitorizar mediante dos métricas que son críticas para advertir de dicho riesgo: que la creación neta de empleo no agrícola dentro del sector privado muestre una tendencia decreciente persistente acompañada de una creación exigua de empleo próxima hasta llegar a la destrucción del mismo (i.e. histograma en color rojo), algo que aún no tenemos, pero que ocurrió en los últimos tres cambios de ciclo (véase gráfico 3) acompañado de un incremento de las peticiones acumuladas de subsidio de desempleo en EEUU (véase gráfico 4).

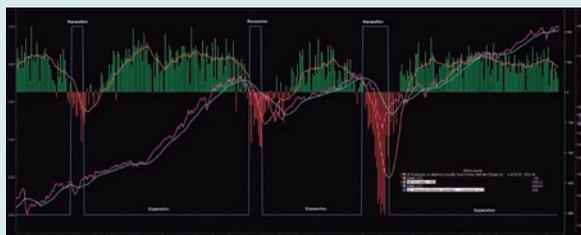
En conclusión, a fecha de hoy continúan sin darse las condiciones necesarias y suficientes para poder inferir que se ha activado el riesgo de recesión en EEUU y será necesario esperar a que se genere la segunda anteriormente expuesta de manera simultánea para poder comenzar a advertir y a alertar de dicho riesgo. ■



## Ramón Bermejo Climent

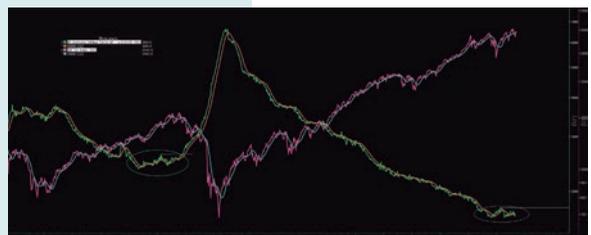
*Profesor de Fundamentos de Finanzas en Icade E2-E3-E4, Doctorando en la Universidad Pontificia Comillas y Director del Servicio de Proprietary Trading Profesional de Estrategias de Inversión*

### Gráfico 3



Fuente: Bloomberg

### Gráfico 4



Fuente: Bloomberg

# Desafiando la teoría con el high yield europeo



Los bonos de mayor duración y calidad parecen ser los preferidos por parte de aquellos inversores en *high yield* que han de hacer frente a los movimientos acomodaticios de los bancos centrales y a una economía mundial débil.

En la primera mitad del año, los bonos de alto rendimiento en Europa y EE.UU. han registrado sus retornos más altos desde 2012 y 2009, respectivamente. ¿Qué ha provocado que los mercados respondan tan favorablemente? No es infrecuente que la deuda *high yield* tenga un buen comportamiento después de un año de rentabilidad negativa. Como punto de partida, las valoraciones parecían muy elevadas si se comparan con las perspectivas de impago, que todo apunta a que se mantendrán reducidas.

Con todo, el factor más importante ha sido, sin duda, la respuesta de los bancos centrales a la debilidad del mercado en el último trimestre de 2018 y al deterioro de los datos económicos de este año. Desde junio, las expectativas de la política monetaria han cambiado sustancialmente. Los mercados descontaban un recorte de tipos en Estados Unidos en julio, mientras

que en marzo no se esperaba ningún cambio. En Europa, Mario Draghi, presidente saliente del Banco Central Europeo (BCE), hizo gala de una postura más acomodaticia al manifestar que nada estaba descartado al considerar las herramientas disponibles para combatir la caída de las expectativas de inflación. Los mercados interpretaron esto como una señal de que los programas de expansión cuantitativa se restablecerán a finales de año.

El otro catalizador de la mejora del sentimiento, o de la volatilidad de los mercados, ha sido el cambio de postura, en cierta manera impredecible, de Trump en relación con las disputas comerciales con China, y otros países. Hay quienes consideran que las disputas comerciales están siendo utilizadas para presionar a la Reserva Federal, aunque es difícil probar la validez de esas afirmaciones.

## ¿Cuáles son las implicaciones para los activos de alto rendimiento para lo que queda de año?

Un escenario ideal a corto plazo, que es una posibilidad que los mercados están descontando, se basa en una combinación de un mayor impulso del crecimiento mundial junto

con una relajación de las políticas monetarias, que se produciría tras un acuerdo comercial entre EE.UU. y China, apoyado por un entorno monetario más laxo. Esta posibilidad ha cambiado por completo el panorama técnico de los bonos. Los fondos de alto rendimiento han recibido entradas de aproximadamente 6.000 millones de euros en lo que va de año. La escasez de emisiones, de sólo 47.000 millones de euros en lo que llevamos de ejercicio, ha favorecido aún más los precios. Las emisiones europeas se han reducido en una quinta parte en comparación con el año pasado, mientras que la reinversión en bonos y cupones ha reducido aún más la oferta neta. Sin embargo, el escenario fundamental no es tan favorable.

Una de las facetas de la recuperación del sector de bonos de alto rendimiento europeo de este año es la inusual distribución de los retornos, lo que sugiere que los inversores no son tan optimistas en cuanto a las perspectivas para esta clase de activos como podrían implicar las rentabilidades. Dado lo fuerte que ha sido el repunte, cabría esperar una compresión (es decir, que los bonos de menor calidad superen a los de mayor calidad), pero esto no ha ocurrido.

Otra característica sorprendente del mercado actual es el volumen de deuda considerada *distress*. El 7% del mercado está en *distressed* (situación definida como el porcentaje del mercado que cotiza con un diferencial de más del 10%), casi la misma proporción que a finales del año pasado. Estos hechos sugieren que los inversores son cada vez más cautos a la hora de asumir el riesgo de crédito y que quizás estén preocupados por la duración del ciclo de crédito actual.

**> Es de esperar que el mercado de bonos corporativos se comporte de forma aceptable durante el resto del año**

Es perfectamente razonable esperar que el mercado de bonos corporativos en Europa, así como en otros lugares del mundo, se comporte de forma aceptable durante el resto del año, asumiendo que los principales bancos centrales actuarán en línea con lo esperado por el consenso. Sin embargo, a más largo plazo, resulta evidente que las preocupaciones de los inversores están empezando a crecer, como lo demuestra su reticencia a comprar empresas de menor calidad. Además, la excesiva dependencia del apoyo monetario y la falta de impulso económico sostenible que esto ha generado deberían convertirse en aspectos a considerar por parte de los inversores. ■



**Álvaro Antón Luna**

Country Head para Iberia de  
Aberdeen Standard Investments



# Argentina: Los inversores han exagerado

**N**inguna mujer ha polarizado tanto a Argentina como Eva Perón. Pero Cristina Fernández de Kirchner pronto podría competir con ella, quizás no tanto como un icono político, sino como una amenaza para el inversor. Esta es la conclusión tras las elecciones primarias generales del país, en las que el tándem que forman Alberto Fernández y Cristina Fernández de Kirchner se convirtió en claro favorito para las próximas elecciones presidenciales, lo que provocó el desplome de acciones, bonos y peso. Aunque a la larga el camino podría ser un poco complicado para el país, a corto plazo los inversores han dejado que el miedo a una hipotética política destructiva y populista los vuelva locos.

Las posibilidades de victoria de Fernández han aumentado con el resultado del 11 de agosto. Los inversores temen una serie de consecuencias políticas negativas, como la pérdida de la independencia del banco central, la reintroducción de los controles de capital, la revoca-

ción del acuerdo actual con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y, sobre todo, el incumplimiento de los pagos. Si bien es cierto que hay motivos de preocupación, la respuesta de los inversores muestra rasgos de pánico y no una imagen objetiva de la situación.

Pensamos que si Fernández llega al poder su prioridad no será renunciar al programa del FMI, aunque podría intentar renegociar las condiciones, lo que tendría sentido ya que la mayor parte de su agenda política va en contra del programa de la institución. Creemos que es poco probable que el FMI se niegue, ya que no tendrá interés en cancelar un programa de rescate de 44.000 millones de dólares.

De hecho, el candidato peronista ha asegurado varias veces a los inversores tras las primarias que bajo su presidencia no habrá impagos. Hay que tener en cuenta que esa no es una opción viable en los bonos en divisa fuerte para un país con un elevado déficit por cuenta corriente, especialmente si la deuda

cae bajo jurisdicciones extranjeras. Tampoco lo es en moneda local, ya que la deuda está principalmente en manos de la institución estatal de seguridad social (ANSES) y los bancos locales. En general, Fernández tendrá cuidado de no repetir la política de extrema izquierda de Kirchner.

### Buena inversión por el alto riesgo

Lo que han de preguntarse los inversores es: ¿se me compensa adecuadamente por el riesgo asumido? Creemos que sí. En la actualidad, los bonos del Estado se están negociando a tasas de recuperación muy por debajo de la media, lo que potencialmente ofrece rendimientos atractivos. Además, más de un tercio de la deuda argentina está en manos de las instituciones públicas del país, lo que debería facilitar la re-financiación. En divisa fuerte, el extremo corto de la curva parece particularmente atractivo. En moneda local, la gama completa de bonos que protegen contra la inflación ofrece buenas oportunidades, ya que descuentan una alta probabilidad de impago y controles de capital, al tiempo que protegen de la inflación. Además, la protección contra la inflación debería compensar la mayor parte de la depreciación futura de la moneda.

El impacto en las empresas argentinas es incierto, pero no totalmente desalentador, ya que la mayor parte tiene un bajo nivel de endeudamiento. Por un lado, porque fueron excluidos del mercado hasta 2015 y, por otro, porque son muy cautelosos con respecto a la nueva deuda. Por lo tanto, no hay una razón para el incumplimiento a menos que se tome una decisión a nivel gubernamental (es decir, la introducción de controles de capital). Las compañías de servicios públicos son una excepción, ya que tienen más deuda que las empresas argentinas en general, pero vemos pocas razones para que el gobierno no cumpla sus contratos con los generadores de energía del país.

La mayoría de los emisores de eurobonos han demostrado su capacidad para hacer frente a los numerosos desafíos económicos de Argentina. En nuestra opinión, muchas grandes empresas deberían posicionarse de forma neutral frente a cualquier nuevo gobierno y recibir a cambio una protección adecuada. Es poco probable que se aplique una política perturbadora contra sectores específicos.

Lo que quieren los inversores en Argentina es claridad, pero seguirán decepcionados hasta las elecciones de octubre ya que el riesgo seguirá siendo alto. Esto abre puertas a nuevas oportunidades de rentabilidad para inversores activos e inteligentes que sepan cómo tratar con este mercado, lo que podría incluso justificar una expansión de la posición de los bonos en Argentina. ■



**Luc D'hooge**

Director de renta fija  
emergente Vontobel AM



# El valor de no perder la perspectiva

**L**os ciclos del mercado pueden durar años e incluso décadas. De ahí que sea tan fácil extrapolar las experiencias recientes y convertirlas en el modelo para una nueva norma. Pensemos en los títulos de crecimiento, que desde julio de 2006 han experimentado una de las etapas más largas de rentabilidad relativa superior con respecto de los títulos de valor de la historia reciente. La causa de su rendimiento más elevado es que estas compañías han aprovechado los avances tecnológicos para modificar las conductas de consumidores y clientes, dar un cambio radical a los sectores y hacerse con cuota de mercado, etc. Y todo ello en un momento en el que el incremento anual del producto interior bruto (PIB) pasó de un 5,4% en 2010 por todo el mundo a una previsión del 3,3% para 2019. Por consiguiente, ahora el Índice MSCI World Value cotiza con un descuento de varias décadas con respecto del MSCI World Growth.

No obstante aconsejamos a los inversores que no crean que la situación actual se va a mantener sin cambios en el futuro. Por ejemplo, los títulos de valor siguen siendo una parte importante de la renta variable global. Los inversores

que ignoran estos activos están pasando por alto oportunidades de invertir en distintas empresas de calidad y con valoraciones atractivas. Además, estos títulos suelen ser cíclicos, por lo que el precio de sus acciones varía en función de los altibajos de la economía. Evidentemente, el PIB global tiene que hacer frente a diversos obstáculos, como el envejecimiento de la población y de las economías principales pero, sin embargo, no se prevé que el crecimiento económico se vaya a volver negativo a corto plazo. Mientras se mantenga el crecimiento del PIB (aunque sea lento), las compañías de valor deberían poder aumentar sus ingresos de forma proporcional. A pesar de ello, consideramos que en este momento muchos de los títulos de valor no están siquiera descontando unas previsiones de bajo crecimiento.

## Seguira activos y centrados en los fundamentales

¿Significa esto que los inversores deberían optar por el valor más que por el crecimiento? No necesariamente. Algunas compañías de crecimiento presentan unas valoraciones bastante elevadas, pero sus múltiplos reflejan a menudo el potencial que tienen de aprovechar la rápida

innovación tecnológica y, por tanto, de conseguir un crecimiento de los ingresos y los beneficios más rápido. Del mismo modo, no todos los títulos de valor presentan descuentos tan importantes. Si nos fijamos en el Índice S&P 500®, entre los valores que generaron una mayor rentabilidad el año pasado se incluyen fondos de inversión inmobiliaria (REIT), servicios públicos, telecomunicaciones y bienes de consumo. Estas compañías, que tradicionalmente se han considerado defensivas, no puede decirse que formen parte de la cesta de crecimiento por el crecimiento relativamente bajo de sus beneficios, aunque actualmente presentan unas ratios de precio/beneficios (P/B) bastante altas.

Creemos que los inversores pueden encontrar oportunidades tanto en títulos de crecimiento como de valor, si se centran en empresas cuyas acciones coticen por debajo de su valor intrínseco a largo plazo. A nuestro juicio, este planteamiento es ahora más importante que nunca. Opinamos que los inversores (y el mercado en su conjunto) siguen operando con la mentalidad de 2008 de no saber cuándo se producirá la siguiente crisis financiera. Dado que las tensiones geopolíticas están alcanzando un punto culminante, los inversores están dispuestos a pagar primas importantes por la garantía de invertir en servicios públicos, REIT y otras empresas que se perciban como estables.

Este planteamiento podría ser apropiado si la esperanza de vida fuera de 70 o 75 años, que era precisamente el paradigma de inversión de riesgo de la década de 1930. Sin embargo, hoy en día, como son tantos los que alcanzan los 80, 90 o incluso los 100 años de edad, no nos parece prudente pagar una prima por empresas que se espera que vayan a crecer por debajo de la media del mercado. Cuanto más tiempo vivamos, más deberán crecer nuestras carteras de inversión, y más tendremos que poner en perspectiva todo lo que se ha experimentado últimamente. ■

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

Emitido por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es la denominación con la que ofrecen productos y servicios de inversión Janus Capital International Limited (número de registro: 3594615), Henderson Global Investors Limited (número de registro: 906355), Henderson Investment Funds Limited (número de registro: 2678531), AlphaGen Capital Limited (número de registro: 962757), Henderson Equity Partners Limited (número de registro: 2606646) (registradas en Inglaterra y Gales, con domicilio social en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (número de registro: B22848, con domicilio social en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Janus Henderson, Janus, Henderson y Knowledge. Shared son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o de una de sus sociedades dependientes. © Janus Henderson Group plc.



**George Maris**

Codirector de  
renta variable americana en  
Janus Henderson Investors



## La incertidumbre afecta a los flujos de la industria en el mes de agosto

**A** falta de datos definitivos de Inverco, la industria de fondos de inversión experimentó flujos netos negativos del orden de 243 millones de euros en el mes de agosto (que representan el 0,09% del patrimonio de la industria). Sin embargo, la incertidumbre en los mercados tuvo un impacto negativo del orden de los 2.971 millones de euros, con lo que el patrimonio total de la industria alcanza los 267.040 millones de euros, un 3% superior al nivel de cierre de 2018.

Únicamente **las categorías más conservadoras se libraron en el mes de la reducción en su patrimonio**, como la renta fija, renta fija mixta

y monetarios (+575 millones, +293 millones y +20 millones, respectivamente). No obstante, los fondos monetarios alcanzan caídas anuales del orden de 1.171 millones de euros derivado de la reclasificación de varios de sus fondos. Por su parte los **fondos de renta fija mixtos** también acumulan en el año caída de patrimonio por unos 1.400 millones, contrariamente a lo que ocurre con los de **renta variable mixta**, que acumulan en el año unos 3.633 millones de euros.

Los **fondos de renta variable internacional** siguieron con un agosto de fuertes caídas en volumen de activos; sin embargo, a nivel anual es, junto con los de renta fija y mixtos de renta varia-

ble, los que más crecen en términos porcentuales en el año. En contraposición, el patrimonio de los fondos de renta variable nacional y retorno absoluto caen un 19,2% respectivamente en el año.

Respecto a suscripciones, aquellos fondos que vieron incrementar sus activos durante el mes es meramente resultado de entradas netas más que por rentabilidades. Y son los fondos de renta fija los que encabezan las suscripciones tanto mensuales como anuales. Le siguen los fondos de renta fija mixta, con un agosto favorable en cuanto a suscripciones, pero en términos anuales acumula flujos netos negativos. También registran suscripciones netas mensuales los fondos monetarios. El resto de las categorías registran; los fondos más castigados en el mes y en el año son los de retorno absoluto.

**De las 10 mayores gestoras de fondos de inversión por patrimonio**, seis captaron recursos, mientras que Sabadell AM (-112,1 millones, 0,7% de su patrimonio), BBVA AM (-74,8

millones), Allianz Popular (-73,5 millones de euros, 0,92% de su patrimonio) y Caixabank AM (-60,1 millones), registraron reembolsos.

La Caixa, BBVA y Santander siguen liderando en cuota de mercado (16,7%, 14,9% y 14,1%, respectivamente), pero es Santander la que poco a poco sigue ganando cuota en lo que va de año, mientras que la Caixa y BBVA pierden cuota (-0,27% y -0,29% respectivamente). ■

#### Por Consuelo Blanco.

GESTORAS		
Nombre de la Gestora	Suscripción Neta	Patrimonio (miles euros)
Caixabank AM	-60.144	44.708.943
BBVA AM	-74.777	39.862.689
Santander AM	55.000	37.602.676
Bankia Fondos	22.328	18.327.039
Sabadell AM	-112.104	16.034.514
Ibercaja Gestión	18.525	13.290.827
Kutxabank Gestión	10.981	12.205.621
Bankinter Gº Activos	13.033	8.613.839
Allianz Popular	-73.512	7.974.897
Mutuactivos	18.432	5.623.467

FUENTE: INVERCO.

RENTABILIDADES MEDIAS PONDERADAS FONDOS DE INVERSIÓN					
Categoría de inversión	agosto 19	Variación			
		Importe agosto (miles euros)	%	Importe 2019 (miles euros)	%
RENTA FIJA	68.344.907	574.615	0,8	10.418.076	18,0
RENTA FIJA MIXTA	37.729.753	292.900	0,8	-1.396.037	-3,6
MONETARIOS	5.612.175	19.738	0,4	-1.171.743	-17,3
GESTIÓN PASIVA	15.035.367	-158.200	-1,0	-766.225	-4,8
GARANTIZADOS	20.057.118	-244.454	-1,2	446.274	2,3
RENTA VARIABLE MIXTA	27.388.865	-349.604	-1,3	3.633.339	15,3
RENTA VARIABLE NACIONAL	5.056.783	-368.088	-6,8	-1.203.447	-19,2
RETORNO ABSOLUTO	11.666.962	-454.423	-3,7	-2.771.457	-19,2
GLOBALES	41.106.868	-560.280	-1,3	-834.295	-2,0
RENTA VARIABLE INTERNACIONAL	32.788.829	-1.723.561	-5,0	3.134.603	10,6
INVERSIÓN LIBRE	2.252.339	-	-	36.406	1,6
TOTAL FONDOS INVERSIÓN	267.039.966	-2.971.357	-1,1	9.525.494	3,7

FUENTE: INVERCO.

SUSCRIPCIÓN NETAS POR CATEGORÍAS		
Categoría de inversión	Suscripción Neta Agosto 2019	Acumulado 2019
Renta fija	513.573	5.715.126
Renta fija mixta	481.920	-306.540
Monetarios	19.257	1.559.923
R. Var. Mixta	-43.264	-364.945
Globales	-48.167	-2.851.174
Gestión pasiva	-81.849	-976.942
R. Var. Nacional	-86.626	-1.110.111
Garantizados	-248.975	126.210
R. Var. Internacional	-337.347	571.952
Retorno absoluto	-411.336	-2.771.993
<b>Total general</b>	<b>-242.830</b>	<b>-409.225</b>

FUENTE: INVERCO.

RENTABILIDAD FONDOS DE INVERSIÓN POR CATEGORÍAS		
Categoría de inversión	Rentabilidad Agosto 2019	Acumulado 2019
Monetarios	-	-
Renta fija	0,08%	1,86%
Renta Fija Mixta	-0,51%	3,50%
R. Var. Mixta	-1,11%	5,98%
R. Var. Nacional	-5,20%	-0,66%
R. Var. Internacional	-4,02%	9,68%
Garantizados	0,01%	3,88%
Retorno absoluto	-0,36%	2,87%
Gestión pasiva	-0,51%	4,73%
Globales	-1,24%	5,12%
<b>Total fondos inversión</b>	<b>-0,98%</b>	<b>4,37%</b>

FUENTE: INVERCO.



# Cinco grandes temáticas internacionales para los próximos años

**E** Existen cinco grandes temáticas globales que podrían determinar el rumbo de las bolsas en los próximos años. ¿Cuáles son y qué implicaciones tendrán para los fondos de inversión?

## 1. Política económica interna

Los bancos centrales tienen asignaturas pendientes en lo que respecta al control de la oferta monetaria desde la crisis financiera, cuando aplicaron tipos de interés de emergencia para impedir el hundimiento del sistema. Desafortunadamente, estos tipos se mantuvieron incluso cuando quedó claro que el peligro inmediato había pasado. Únicamente EE.UU. inició el camino de la normalización, e incluso aquí se está desandando lo avanzado. Entretanto, el dinero barato ha ayudado a sostener proyectos de inversión cuestionables y a aumentar los precios de los activos.

Así las cosas, por un lado podríamos asistir a nuevas fases de relajación cuantitativa y, por otro, a estímulos presupuestarios dirigidos, por ejemplo, hacia los grandes proyectos de infraestructuras. Pero los gobiernos también podrían decretar nuevas formas de tributación para contribuir a equiparar las condiciones.

## 2. Problemas geopolíticos y comerciales

El elevado nivel de incertidumbre geopolítica actual parece que se quedará con nosotros durante los próximos años. Aunque podrían darse algunos pasos positivos para suavizar las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, es evidente que algunos problemas tardarán mucho tiempo en resolverse.

Cabe esperar que surjan nuevos focos en diferentes partes del mundo que serían igual de impredecibles, por lo cual los inversores debe-

rían asegurarse de contar con una diversificación geográfica adecuada, mientras que los gestores de fondos activos deberían estar preparados para variar el rumbo si el entorno político cambia a peor (como se ha demostrado en el caso del Reino Unido durante los últimos tres años).

### 3. Desglobalización

Al calor de las disputas comerciales surge la posible interrupción de lo que durante décadas pareció ser una tendencia inevitable hacia una mayor globalización. Además, los gobiernos hacen cada vez más hincapié en la privacidad, por lo que cabe esperar más legislación que impida que los datos personales crucen fronteras. Si todo lo demás se mantiene igual, la desglobalización podría aumentar los costes de algunas empresas y comprimir los márgenes.

En teoría, del mismo modo que la globalización ha sido deflacionista, una reacción en sentido contrario podría ser inflacionista siempre que el crecimiento económico no se ralentice demasiado. La mayor parte de los analistas aprecia un riesgo muy escaso de que aumente la inflación, pero en la mayoría de las economías desarrolladas los mercados laborales parecen sufrir tensiones. Si durante los próximos cinco años los gobiernos deciden elevar el endeudamiento y acelerar el gasto, entonces la inflación podría aumentar. En este caso, deberíamos buscar a los beneficiarios que realmente posean poder de fijación de precios.

En general, estas fuerzas tenderían a favorecer a las empresas grandes caracterizadas por la diversidad geográfica y un mayor

control de sus costes y cadenas de suministro. Los próximos cinco años podrían ser un periodo complicado para los inversores en valores de pequeña capitalización.

### 4. Disrupción

Durante los últimos años hemos visto cómo la disrupción ponía patas arriba un gran número de sectores, desde la financiación tradicional hasta los servicios públicos, pasando por la distribución (por no mencionar áreas específicas como los restaurantes, los taxis y muchas otras). Esta situación se →



**Jeremy Podger**

Gestor del fondo  
Fidelity Funds World Fund

**> Hay que ser más vigilantes a la hora de seleccionar valores, asegurándonos de que se minimiza el riesgo político, que las empresas poseen poder de fijación de precios y que no vamos a ver márgenes erosionados por el aumento de los costes**



→ prolongará a buen seguro en el futuro próximo, pero deberíamos ser conscientes de los efectos indirectos de la disrupción.

La innovación se ha producido a un ritmo tan rápido que los gobiernos han tenido dificultades para no perder comba. Por ejemplo, las autoridades siguen sin estar familiarizadas con los nuevos tokens monetarios y las criptomonedas. Así, deberíamos esperar nuevos movimientos de los gobiernos para poner coto al avance descontrolado de los disruptores que se han hecho con partes de la cadena de valor que anteriormente ocupaban operadores tradicionales y que, en algunos casos, han creado posiciones cuasimonopolísticas. El mensaje claro para los que deseen invertir en disruptores es estar muy atentos, sobre todo cuando coticen a niveles que impliquen un crecimiento superior perdurable.

## 5. Cambio climático e inversión ASG

El último factor es la fuerza imparable de la inversión con criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG). El cambio climático plantea en sí mismo grandes amenazas, pero también oportunidades: se están poniendo en

marcha más proyectos de energías renovables y los grandes consumidores firman contratos de suministro de energía generada de forma sostenible.

Soy de la opinión de que tenemos el deber de incorporar los principios ASG al análisis de las inversiones en nuestras carteras, y de dialogar de forma constructiva con la dirección de las empresas en que invertimos para animarlas en sus esfuerzos de mejora de sus credenciales ASG. Además, a la vista de la creciente importancia de estos factores y el peso del dinero que se mueve en esa dirección, parece muy probable que la inversión ASG obtendrá una ventaja de rendimiento significativa durante los próximos cinco años, ya que las empresas con elevados grados de cumplimiento verán cómo desciende su coste del capital en los mercados en comparación con las empresas incumplidoras.

## Implicación para los fondos de inversión

Estas temáticas ponen de relieve la necesidad de diversificar geográficamente y de flexibilizar las carteras cuando cambian las condiciones. Tienen que ver más con áreas de riesgo que con oportunidades, de ahí que refuercen la necesidad de ser aún más vigilantes cuando seleccionamos valores, asegurándonos de que se minimiza el riesgo político, que las empresas poseen poder de fijación de precios y que no vamos a ver márgenes erosionados por el aumento de los costes. Nos centraremos más en las partes de la economía que más crecen y donde la competencia no está destruyendo la rentabilidad, y esperamos que las fases de volatilidad de los próximos años arrojen gran cantidad de oportunidades. La selección de valores sigue siendo la base de nuestro enfoque.

Ponemos rumbo a los próximos años siendo plenamente conscientes de que nos esperan grandes retos y sorpresas, pero no manejamos una visión estructuralmente bajista sobre la renta variable. Estamos seguros de que el futuro deparará muchas nuevas oportunidades y contamos con un marco de inversión claro y consolidado que nos ayudará a identificarlas y aprovecharlas. ■

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](http://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 (Luxemburgo) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburgo, así como en [www.fondosfidelity.es](http://www.fondosfidelity.es). Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxemburgo) S.A.

CS1043



# Una cartera equilibrada y óptima para ganar en las turbulencias del mercado

Los datos económicos decepcionantes y las crecientes tensiones geopolíticas han puesto nerviosos a los inversores. La rentabilidad de la deuda pública alemana a 10 años sigue marcando nuevos mínimos históricos, cayendo recientemente por debajo del -0,7%. Las divisas asiáticas están cayendo frente al dólar estadounidense y el precio del cobre está al borde de un nuevo colapso. Además, los bancos europeos parecen extremadamente vulnerables, ya que el precio de las acciones del Deutsche Bank ha vuelto a alcanzar un nivel sin precedentes.

Con la contracción de la economía alemana en el segundo trimestre de 2019 y la producción industrial de China decepcionante, las señales apuntan cada vez más a una desaceleración de la economía mundial. Sin embargo, hasta ahora, la desaceleración parece contenida en el sector manufacturero. Para evitar que el sector de los servicios siga su ejemplo, será necesario un estímulo monetario y fiscal. Es evidente que el mercado espera mucho de los bancos centrales: se espera que el BCE, por ejemplo, reduzca el tipo de interés oficial al -0,8% en el plazo de

un año. No esperamos que los bancos centrales decepcionen, pero tememos que los gobiernos todavía no aprecien la urgencia de la cuestión.

Aunque la prudencia está justificada, la renta variable sigue desempeñando un papel importante en las carteras. Todavía hay posibilidades de sorpresas positivas, ya que EE.UU. y China podrían acercarse a un acuerdo. A corto plazo, la exposición a EE.UU. es preferible dentro de la renta variable, ya que el crecimiento de los beneficios de las empresas de gran capitalización sigue siendo positivo y las empresas siguen recomprando sus acciones. Por su parte, la renta variable europea sigue teniendo potencial si se evitan sectores excesivamente regulados, como los bancos.

Estos sectores pueden parecer baratos según los múltiplos de valoración tradicionales, pero lo son por una razón, ya que las malas perspectivas de crecimiento explican las valoraciones baratas. Las acciones japonesas y de los mercados emergentes están claramente rezagados y no hay indicios de que esta tendencia vaya a cambiar pronto.

Dentro de la renta fija, preferimos los bonos gubernamentales a los corporativos. Es clave mantener un universo global dentro de este segmento. La deuda pública global ofrece una mejor diversificación en una cartera equilibrada y una rentabilidad esperada superior a la de la deuda pública de la UEM. Las curvas de tipos en Australia, Nueva Zelanda, Canadá y EE.UU. son interesantes no sólo por sus mayores rendimientos, sino también por su potencial para disminuir aún más.

Consideramos que es una posibilidad real que el rendimiento de la deuda pública a 10 años de estos países se mueva hacia el 0% en la próxima recesión, lo que podría dar lugar a rendimientos de dos dígitos. Somos más cautelosos con los bonos corporativos debido a su baja liquidez.

Dado el prolongado ciclo económico, es imperativo proteger la liquidez de una cartera equilibrada. La prima limitada ofrecida por los bonos corporativos y el potencial alcista resultante de otra ronda de QE no compensan adecuadamente la falta de liquidez de la clase de activo.

Finalmente, después de años de retornos mediocres, las estrellas finalmente se alinearon para que el oro volviera a ser la mejor opción. A medida que cada vez más bonos ofrecen rendimientos negativos, el oro se ha convertido en una inversión más atractiva. Además, la mayoría de los países están presionando para que la moneda sea más débil, lo que normalmente favorece a los activos reales.

Por último, el aumento de los déficits fiscales repercute negativamente en la confianza de los inversores en la economía, lo que conduce a una mayor demanda de activos refugio como el oro. No es de extrañar que su precio ya haya aumentado en más de un 17% en 2019, con un gran potencial para seguir subiendo. El alto potencial de retorno y el efecto de diversificación del oro lo convierten en una valiosa adición a una cartera equilibrada.

En conclusión, esperamos que una cartera compuesta por renta variable de gran capitalización (principalmente en EE.UU. y Europa), deuda pública internacional y una posición en oro físico nos permita hacer frente a la situación en un entorno de mayor volatilidad. ■



**Yves Ceelen**

Director de gestión institucional de carteras en Degroof Petercam Asset Management (DPAM)

**> Una cartera compuesta por renta variable de gran capitalización, deuda pública internacional y una posición en oro físico, podría hacer frente a la situación en un entorno de mayor volatilidad**



# El análisis fundamental como mecanismo de protección

**E**s de fácil intuición, luego de la volatilidad que hemos visto en agosto ocasionada por fenómenos geopolíticos y macroeconómicos, que para establecer una correcta asignación de activos debemos escapar del ruido del mercado, centrarnos en el largo plazo y, como no, priorizar en el análisis fundamental de nuestros activos.

Durante este último mes de verano hemos visto como semana tras semana nos enfrentábamos fenómenos que incorporaban mayor volatilidad e incerteza en los mercados. Primero, la eterna continuación de la guerra comercial entre China y EEUU, luego las noticias que llegaban desde Argentina con el posible regreso del populismo en las próximas elecciones definitivas de octubre de este año, pasamos por el descalabro del gobierno italiano luego de una profunda crisis interna de ingobernabilidad, y nos llegábamos a finales de mes con dos noti-

cias de relevante impacto: un más que probable Hard Brexit y la inversión de la curva de tipos en muchos tramos de la deuda americana.

Todos estos factores traen consigo una lectura mucho más negativa que positiva y eso se refleja en la confianza final del inversor, trayendo consigo mayores ineficiencias en los mercados generadas por movimientos de capital, en entrada y en salida, sin tener en la mayoría de los casos un comportamiento racional detrás. Por esta razón, desde Amiral Gestion, estamos plenamente convencidos de la importancia que hoy tiene una política de inversión basada en el análisis fundamental y en la prudencia en las valoraciones.

Una tasa de crecimiento prudente en la estimación futura de los beneficios, un análisis exhaustivo de las ventajas competitivas sostenibles de la compañía en el largo plazo y la incorporación de criterios ESG que ga-

ranticen la sostenibilidad del negocio, son factores de crucial relevancia ante el escenario al que nos enfrentamos: valoraciones excesivas en muchas geografías y sectores, disrupción tecnológica en sectores tradicionales y alto nivel de endeudamiento.

La situación de los bonos y la inversión en productos monetarios también merece nuestra atención. Nosotros vemos dos riesgos principales:

- la exposición de las carteras a movimientos de tipos de interés, y
- el binomio rentabilidad/riesgo de muchas emisiones.

El primero de los riesgos lo estamos mitigando con duraciones bajas, por debajo de los dos años. Aunque no sea nada fácil encontrar rentabilidad en estos tramos, es responsabilidad del gestor activo hurgar, analizar y encontrar estos nichos de mercado. Nosotros lo estamos consiguiendo y nuestras carteras de renta fija, con duraciones bajas, rinden a finales de julio por encima de un 5% después de la cobertura.

Con respecto al segundo riesgo, a nuestros gestores les preocupan particularmente muchas emisiones que salen con rentabilidades realmente bajas cuando realmente el emisor (por su calidad de crédito y respaldo de activos) debería emitir a *yields* mucho más altas. Sin embargo, los altos niveles de liquidez que nos encontramos en el mercado empujan a muchos inversores a tener que comprar sin que sea ni el momento ni el emisor adecuado. En esto nos estamos centrando: en encontrar emisiones con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo y con baja exposición a movimientos de tipos. En la renta fija también aplicamos la valoración por fundamentales.

**» Nos centramos en encontrar emisiones con un binomio rentabilidad/riesgo atractivo y con baja exposición a movimientos de tipos**

Nuestra invitación es a la prudencia y a la racionalidad. Nuestras estrategias ofrecidas al inversor español están soportadas por este enfoque y seguiremos reforzando nuestro mensaje: la volatilidad puede convertirse en un aliado si sabemos recorrer estos periodos con estómago fuerte, afincándonos a gestores con un *track record* consolidado y una filosofía respaldada por resultados. ■



**Francisco Rodríguez D'Achille**

Responsable de Desarrollo de Negocio Institucional de Amiral Gestion

## PATRICK VOGEL |

Gestor del fondo Schroder International Selection Fund Global Credit Income

# “El crédito europeo ofrece atractivas valoraciones”

Patrick Vogel analiza el mercado de renta fija global y cómo ha posicionado el fondo Schroder International Selection Fund Global Credit Income. Este fondo se basa en una estrategia crediticia global sin restricciones que tiene como objetivo proporcionar ingresos atractivos y, al mismo tiempo, mitigar los riesgos de caída del mercado de crédito en fases bajistas. **Por Silvia Morcillo.**

- Gestora: Schroder Investment Management
- CEO: Peter Harrison
- Patrimonio Gestionado: 496.000 millones de euros (30 junio 2019)
- Número de fondos registrados: 136
- Fundación: 1804



## En un mercado de tipos de interés cada vez más reducidos los inversores de deuda se ven empujados a asumir más riesgo. ¿Estás siguiendo esta tendencia?

La bajada de tipos en Estados Unidos y la probabilidad de un nuevo programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*, QE) a finales de año en Europa crean un entorno favorable a los activos de riesgo, ya que los inversores buscarán rentabilidades positivas. Sin embargo, nosotros no estamos inclinados a perseguir el riesgo, sino a seguir siendo selectivos y disciplinados, aprovechando las oportunidades existentes en ciertas áreas que se han visto favorecidas por la concentración de riesgo.

## ¿Cómo estás posicionando la cartera en vista de los desafíos e incertidumbres globales?

Mantenemos una postura defensiva, lo que se manifiesta en nuestra preferencia por los activos de grado de inversión frente a los de alto rendimiento. Adicionalmente, tenemos posiciones en instrumentos financieros senior en lugar de instrumentos financieros subordinados, pues vemos valoraciones más atractivas en los primeros.

Por otro lado, la mayor desaceleración del sector manufacturero europeo nos ha llevado a infraponderar sectores cíclicos. Seguimos participando en el mercado británico, ya que encontramos áreas que parecen tener precios erróneos en medio de la incertidumbre relacionada con el Brexit, por ejemplo, en algunos emisores no cíclicos y más defensivos, como en el sector de los servicios públicos.

En los mercados emergentes, los bonos soberanos, tanto grado de inversión como *high yield*, han empezado a parecerse más atractivos. En este sentido, estamos viendo oportunidades en México dentro de los bonos grado de inversión en moneda fuerte, principalmente dólar. Otra área de atención es el espacio de bonos soberanos sin grado de inversión, donde las valoraciones siguen siendo atractivas en regiones como Turquía y Ucrania.

## ¿Por qué te muestras tan cauteloso con la exposición al *high yield* estadounidense?

Nuestra exposición al *high yield* norteamericano es la más baja desde que lanzamos el



fondo porque consideramos que las valoraciones siguen siendo claramente poco atractivas. Además, los coeficientes de apalancamiento de los emisores de alto rendimiento de Estados Unidos en conjunto siguen siendo elevados en relación con sus homólogos europeos y tienen menos flexibilidad para adaptarse a un empeoramiento de los beneficios si el crecimiento sigue ralentizándose. En particular nos parece caro el mercado con calificación BB.

**La cobertura en dólares de tus posiciones en euros y libras esterlinas te ha beneficiado. ¿Crees que esto es sostenible y que ha sido la única fuerza impulsora detrás de tus posiciones en Europa?**

En una cartera global creemos que es importante comparar los mercados sobre una base de cobertura en USD para tener una comparación de “manzanas con manzanas”. Los costos de cobertura son un factor importante que puede hacer que una inversión potencial

sea más o menos atractiva, pero este no es el único factor que impulsa las inversiones. Creemos que el crédito europeo es atractivo. Unos fundamentales sólidos y la señal del Banco Central Europeo de que podría estar en marcha otro programa QE deberían conducir a un mejor rendimiento relativo en comparación con otros mercados mundiales. Además, los bonos soberanos europeos están ofreciendo escasa rentabilidad, lo que hace que los bonos corporativos parezcan más atractivos. De hecho, hemos visto algunas señales de una recuperación de la demanda de crédito a corto plazo.

**¿Puedes hablar de algunos sectores o emisores que te gusten especialmente en este momento?**

Contamos con un enfoque temático único para el análisis crediticio que tiene como objetivo identificar las tendencias seculares en los mercados y cuáles son los efectos de primer y segundo orden que podrían extenderse por todo el mercado crediticio. Esto nos da una perspectiva más prospectiva en cuanto a la dirección de los diferenciales de crédito. En este sentido, uno de nuestros

sectores favoritos es el inmobiliario europeo. También vemos oportunidades en el sector de las telecomunicaciones, tanto en Europa como en Estados Unidos. Las empresas de telecomunicaciones afrontan una serie de re-

tos, como el envejecimiento demográfico, la convergencia de las telecomunicaciones y los medios de comunicación y la necesidad de un mayor ancho de banda para soportar el streaming de medios, el comercio electrónico, etc. En Reino Unido nos centramos en el sector de servicios públicos y en banca senior. ■

**“Contamos con un enfoque temático único para el análisis crediticio que tiene como objetivo identificar las tendencias seculares en los mercados”**



Antonio Alcón Carreras

Analista y asesor financiero (CISI)

## Schroder International Selection Fund global Credit Income

### Cómo se ha comportado este fondo



Fuente: Morning Star.

### 10 Mayores Posiciones (31/08/2019)

Número total de acciones diferentes en cartera	0
Número total de obligaciones diferentes en cartera	147
% de activos en las 10 mayores posiciones	62,59

Nombre del activo	Sector	País	% de activos
⊕ Us 2yr Note (Cbt) Bond 31/Dec/2019 Tu...	-	-	26,33
⊕ U.S. Treasury Bond Dec19	-	-	20,24
⊕ Us Syr Note (Cbt) Bond 31/Dec/2019 Fv...	-	-	16,01

⊕ Incremento ⊖ Reducción † Nuevo desde la anterior cartera

Categoría: RF Flexible Global-EUR Cubierto

Fuente: Morning Star.

### Calidad crediticia cartera

Distribución Calidad Crediticia	%		%
AAA	4,25	BB	0,58
AA	8,53	B	0,00
A	26,28	Bajo B	0,00
BBB	60,97	Sin calificación	-0,61

Categoría: RF Flexible Global-EUR Cubierto

Fuente: Morning Star.

### Distribución de los vencimientos

Style Box® de Morningstar	Tamaño	Rel. Cat.
Estilo de renta fija	Val.Tot. Mercado(mil.)	EUR 16
	<b>Distribución Vencimientos</b>	<b>%</b>
	1 a 3	5,51
	3 a 5	15,17
	5 a 7	9,22
	7 a 10	16,36
	10 a 15	2,29
	15 a 20	0,04
	20 a 30	4,01
	Más de 30	0,47
	Vencimiento efectivo	10,65
Duración efectiva	0,14	

Fuente: Morning Star.

A punto de cumplir 3 años desde su lanzamiento el pasado noviembre de 2016, el Schroder International Selection Fund global Credit Income se está posicionando en el nicho de fondos renta fija flexibles que buscan ofrecer al cliente la mayor versatilidad, pudiendo combinar varias clases hedge, con la posibilidad de escoger un retorno mediante distribución o acumulación.

Este fondo tiene como objetivo principal ofrecer ingresos y crecimiento de capital mediante la inversión en bonos globales (ya sea emitido por gobiernos o por empresas). Muy destacable es la libertad de gestión, que le permite invertir más del 50% de los activos en bonos con una calidad crediticia por debajo de grado de inversión, lo que indica que en momentos puntuales pueda haber un giro en la estrategia para tomar menos aversión al riesgo en busca de más rentabilidad. Si a ello le añadimos que el fondo puede utilizar productos derivados con el objetivo de optimizar el binomio rentabilidad-riesgo, nos encontramos ante un producto de renta fija que presenta con un alma inquieta y no conformista con el mercado, buscando en todo momento limitar las pérdidas.

Actualmente el fondo se encuentra muy posicionado en sector financiero y en la industria, copando prácticamente el 70% de la inversión en estos dos sectores. Un dato llamativo es su apuesta por activos de entidades financieras. No obstante, como contrapartida, el 75% de sus activos obtienen una calificación crediticia Investment Grade.

Respecto a la distribución de vencimientos, casi 3/4 partes de la inversión se sitúa entre los 3 y 7 años, con lo que deduce una precaución por mantener el fondo con sensibilidad baja ante un posible movimiento de tipos de interés.

Algo que se valora muy positivamente es que el importe mínimo de inversión se establece en 1000 euros/\$, por lo que hace accesible tanto inversores como a cualquier pequeño ahorrador. ■

# Inversión sostenible: Plantando las semillas del cambio

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

Marca la diferencia, contacta con tu asesor financiero.

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





## Arquidos Inversión Plan de Pensiones: alto grado de flexibilidad en su gestión

**A**rquidos Inversión PP, mejor plan de pensiones de renta fija euro por Morningstar en 2018, es un vehículo de inversión con un altísimo grado de flexibilidad en su gestión, tanto en el nivel de riesgo que puede asumir, como en el tipo de activos que puede incluir en su cartera.

La política de inversión se instrumentaliza a través de fondos de inversión, ETF, bonos de deuda pública, renta fija privada, derivados y fondos de gestión alternativa, y no está restringido en términos de duración, calificación crediticia mínima y divisa. A pesar de la flexibilidad de la que dispone el gestor del fondo, se prioriza la preservación del capital y la asunción de riesgos sólo en el caso que la rentabilidad esperada la compense.

El proceso de inversión del plan consiste en una combinación de estrategias *top down* y *bottom*

*up*. En primer lugar, llevamos a cabo un detallado análisis del escenario macroeconómico, valorando las potenciales desviaciones de nuestro escenario central y sus potenciales efectos sobre cada tipo de activo. En base a este análisis determinamos el *asset allocation* y el peso de la cartera por tipología de activos: deuda soberana, bonos corporativos *investment grade*, *high yield*, bonos flotantes, préstamos corporativos, bonos convertibles y alternativos.

En una segunda fase, seleccionamos los activos, ya sean fondos, valores o derivados, que nos permiten ganar exposición a esa estrategia bajo criterios de eficiencia en costes, decantándonos siempre por el vehículo más atractivo desde la perspectiva de rentabilidad para el inversor.

En el entorno de inversión actual, nuestro principal objetivo ha consistido en intentar evitar al máximo los bonos con rentabilidades a ven-

cimiento negativas, lo cual es cada vez más complejo en un entorno con cerca de 16 trillones de dólares de deuda que se encuentra en esta situación. La mayor parte de países de la zona euro, prácticamente todos los países excepto Italia, cuentan con curvas de tipos de interés hasta los 10 años prácticamente en su totalidad sumergidas en rentabilidades por debajo del 0%, y algo similar ocurre con los bonos corporativos de cierta calidad.

La solución aplicada hasta el momento ha consistido en buscar valor en activos menos líquidos -en especial en el marco de la renta fija privada- y en activos alternativos que nos proporcionan rentabilidad positiva a la par que diversificación en la cartera. En cuanto a la duración de la cartera, históricamente ha estado por debajo de los cuatro años. Nuestra estrategia de gestión del riesgo de tipos de interés ha consistido no tanto en la gestión de la duración total, sino en la gestión de la pendiente de la curva, apostando por un aplanamiento progresivo de la misma combinando vencimientos largos en la cartera al contado con posiciones cortas en futuros sobre el bono alemán a 5 años (Bobl).

Dada la estructura actual de las curvas de deuda pública europea, mantenemos una infraponderación importante en este tipo de activos, destacando las posiciones cortas que mantenemos en deuda alemana. Por el contrario, mantenemos posiciones compradas en el mismo tramo de la curva de deuda pública norteamericana, entre los 3 y 7 años, con la consiguiente exposición al dólar. Esta estrategia nos ha permitido obtener rentabilidades importantes tanto a través del *carry* de la posición (plusvalías por la TIR positiva de las posiciones), como a través de la revalorización del dólar contra el euro.

Nuestra principal estrategia, sin embargo, se centra en el crédito, donde hemos desarrollado un modelo interno de crédito que nos permite seleccionar de forma intuitiva aquellos bonos de compañías con fundamentales sólidos y que aporten rentabilidades atractivas. En este sentido, estamos sobreponderados en renta fija privada, tanto en *bonos investment grade* como *high yield*, y nos mantenemos muy activos en el mercado primario donde podemos conseguir añadir unos puntos básicos de rentabilidad extra que son críticos en un entorno de tipos bajos como el actual. Cada día monitorizamos el mercado de nuevas emisiones de deuda y generalmente solemos identificar buenas oportunidades de inversión, ya que los emisores suelen emitir con descuento para poder acceder a mercado. En muchas ocasiones tomamos dichas posiciones de forma táctica y vendemos a los pocos días hasta que se ajusta el precio de las nuevas emisiones con las ya existentes. ■



**Ramón Cirach**

Portfolio Manager  
de Arquia Gestión



# AXA IM Euro Selection, la crème de la crème de la renta variable de la Eurozona, sin restricciones

**H**emos registrado en España el fondo AXA IM Euro Selection, una estrategia con más de diez años de historia y que hasta hace muy poco estaba sólo disponible en Francia y en exclusiva para las aseguradoras del Grupo AXA.

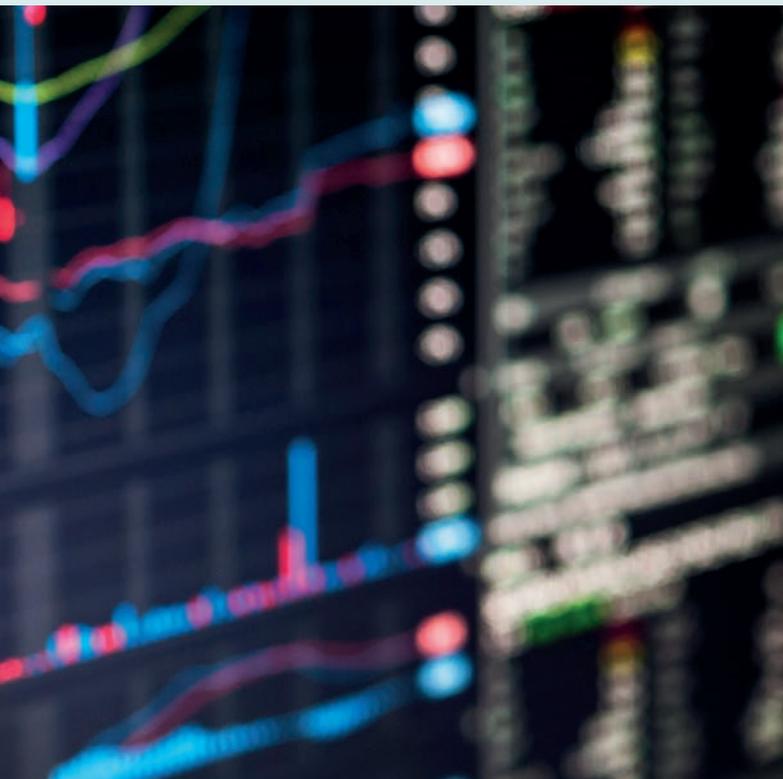
Se abre así al inversor español un fondo que invierte en compañías de la zona Euro que cuentan con modelos de negocio de alta calidad. La estrategia, que está liderada por Anita Barczewski, responsable de inversión en renta variable para aseguradoras en AXA IM, busca empresas que ofrezcan retornos atractivos en cualquier fase del ciclo económico y cuyo crecimiento no esté ligado a factores externos.

Con cerca de 10 años de historia y 460 millones de patrimonio, este fondo ha logrado duplicar la rentabilidad del índice Eurostoxx asumiendo menor riesgo. Con el registro de esta estrategia, AXA IM quiere trasladar al inversor español el mensaje de que la gestión activa cobra más importancia que nunca en el contexto actual de mercado.

La cartera del fondo AXA IM Euro Selection tiene libertad absoluta para invertir en empresas de la zona Euro sin restricciones de país o sector de actividad. Los gestores del fondo, Laurent Riera y Christophe Pellion, seleccionan compañías que consiguen alcanzar año tras año las estimaciones de crecimiento por acción y que cuentan con un modelo de negocio sostenible.

El fondo AXA IM Euro Selection permite a los inversores invertir en compañías con modelos de negocio contrastados, sólidos balances y una gran calidad en la gestión. El equipo de gestión favorece a las compañías con más potencial de crecimiento a largo plazo frente a las firmas que puedan parecer más atractivas en el corto plazo, pero que no cuentan con fundamentales sólidos al analizar el negocio en un horizonte temporal más extenso. También se reduce el riesgo general que soporta la estrategia seleccionando las acciones menos expuestas a los riesgos sistémicos.

Buen ejemplo de la convicción del equipo es la no exposición al sector financiero desde hace



**Juan Carlos  
Domínguez Montolí**

*Sales Director de  
AXA Investment Managers*

tiempo debido a la fuerte dependencia que tiene, según el equipo, al nivel de tipos de interés. Esta situación podría modificarse en el futuro, pero es una apuesta importante ya que es el sector de mayor peso en el índice Eurostoxx, con un 20%.

La estrategia tiene su origen en 2002, aunque el fondo se constituyó en 2009. Desde entonces, en los últimos diez años el fondo ha logrado duplicar la rentabilidad del índice EURSTOXX manteniendo un menor nivel de riesgo. Este comportamiento le permite obtener la máxima calificación por la agencia Morningstar: 5 estrellas.

**» Selección de compañías que consiguen alcanzar año tras año las estimaciones de crecimiento por acción y que cuentan con un modelo de negocio sostenible**

Además, los gestores del fondo AXA IM Euro Selection tienen en cuenta los principios ISR -Inversión Socialmente Responsable- para seleccionar aquellas compañías que crean valor sostenible en el largo plazo. Tener en cuenta estos criterios ayuda también a reducir el riesgo global de la cartera. ■



### FICHA TÉCNICA

- Número de gestores: 7
- Número de fondos seleccionados: 80
- Patrimonio total gestionado: 1.800 millones de euros
- Plazas en España: 62
- Director de inversiones: Jesús Sánchez-Quiñones

De izq a dcha: Marta Cuevas, Antonio González, José Hinojo, Toni Conde, Beatriz Castro-Rial y Carlos Arenas.

## «Hacer las cosas despacito y con buena letra lleva a la confianza y al prestigio»

Con acceso a más de 4.000 fondos de inversión de más de 100 gestoras, y gracias a este amplio universo y a la independencia con la que realizan la selección, desde el equipo de gestión de activos de Renta 4, hacen una propuesta de soluciones muy conveniente para sus clientes.

Por Isabel Delgado.

**R**enta 4, como banco que cotiza en la bolsa española, está especializado, única y exclusivamente, en inversión. En cuanto a selección de producto, se centran en buscar la mejor solución para sus clientes en el escenario de mercado que se esté dando en cada momento. Por ello, tratan de seleccionar aquellos fondos que más se adecúen a su visión del mercado acorde a la estrategia de Asset

Allocation, según explica Carlos Arenas, Gestor de Activos de Renta 4.

### Visión y estrategia

En Renta 4 cuentan con varios puntos diferenciadores, entre los que Carlos Arenas destaca que hay que ir "despacito y con buena letra: el hacer las cosas bien importa más que el hacerlas". Tienen distintos perfiles de inversión en función de las necesidades y objetivos de inversión de cada cliente. Para ellos, es clave

conocer a los clientes de forma previa a realizar cualquier inversión en sus carteras.

Si sus perspectivas son positivas en un determinado tipo de activo, ofrecerán un mayor número de fondos especializados en dicho activo. “Además de los criterios cuantitativos, utilizamos filtros cualitativos de calidad y transparencia”, matiza.

Por otro lado, consideran que el gran error que se comete con frecuencia en la selección de fondos es: “querer correr y aprovecharse de fondos estrella que destellan, pero que luego son fugaces”. Desde el equipo de gestión de activos explican que prefieren estrategias a largo plazo y así no dejarse llevar por ruido o sentimientos. Como indica Carlos Arenas, “ver cómo otros ganan mucho en muy poco tiempo es muy atractivo, pero no hay que caer en esa trampa”.

### **Renta 4 en el mercado español**

Para Renta 4, España es muy buen mercado para el asesoramiento financiero, como así lo considera su equipo de gestión de activos. Tiene un gran camino por recorrer hacia nuevos inversores y otros ya existentes más sofisticados. Para conseguirlo, hay que saber generar la confianza necesaria, para lo que en Renta 4 inciden en que hay que ganárselo con mucho trabajo y de calidad.

Ser una banca especializada, única y exclusivamente en inversión, es lo que les diferencia de cualquier otro banco español. Los clientes acudirán a ellos por la confianza y satisfacción que les proporcionen en sus inversiones.

“Como selector de fondos, mi objetivo es ser competitivo en la selección de producto por tipo de activo”, comenta Carlos. Es decir, si seleccionan fondos de renta fija para un perfil conservador, el inicio de trabajo comienza por conocer el mercado actual (tipo de interés de referencia, diferenciales corporativos según calidad crediticia, comportamiento de los CDS, pendiente de la curva de tipos de interés, etc). Todo ello para determinar qué tipo de activos puede

llegar a tener el producto que mantenga una volatilidad adecuada para ese perfil conservador. Según el entorno de mercado, el convenio de los fondos a estudiar podría ser distinto.

### **Transparencia y calidad del servicio como denominador común**

En las gestoras que selecciona Renta 4, predominan la transparencia y calidad del servicio. De no cumplir los requisitos mínimos establecidos, no hay posibilidad de seleccionar sus fondos, aunque sean controlables en plataforma.

Dentro del inversor tipo que solicita los servicios de Renta 4, hay una mayoría de clientes moderados en cuanto al perfil de riesgo. En cuanto al patrimonio, encontramos desde pequeños ahorradores a grandes patrimonios. Quizá la nota común sea el motivo por el que eligen a Renta 4. Saben que, acompañen los mercados o no, en Renta 4 se va a cuidar de un modo muy profesional su patrimonio. “Hacer las cosas despacito y con buena letra lleva a la confianza y al prestigio”, indica Carlos Arenas.

### **Perspectivas del sector**

El desarrollo tecnológico afecta de lleno a la industria y será una pieza clave en los próximos años. No obstante, en cuestión de inversiones seguirá siendo imprescindible tener un asesor que explique los motivos de los éxitos y los fracasos.

Para Renta 4, que la selección cuantitativa sea cada vez más ac-

cesible de forma online hará que los inversores se sientan cada vez más cómodos, al contar con el apoyo externo de un asesor. Así, los inversores son más conscientes de lo importante que es tomar decisiones en el momento adecuado.

**“Ver cómo otros ganan mucho en muy poco tiempo es muy atractivo, pero no hay que caer en esa trampa”**



→ Por otra parte, ante la llegada de las nuevas generaciones, en Renta 4 consideran que ésta es una oportunidad de diseñar soluciones desde un nuevo ángulo, más ético y socialmente responsable, algunas de las principales demandas de estas generaciones que han crecido en un entorno más concienciado con la sociedad.

### Riesgos geopolíticos

En este aspecto, aunque se puedan establecer infinitud de escenarios posibles, a la vista de los datos macroeconómicos y la inestabilidad de los factores políticos, no nos esperan unos meses de mucha tranquilidad. Como bien manifiestan desde el equipo de Renta 4, existe un deterioro del ciclo, especialmente en

**“Además de los criterios cuantitativos, utilizamos filtros cualitativos de calidad y transparencia”**

Europa. El riesgo está en que se traslade al sector servicios y afecte en mayor medida a los resultados empresariales. Además, las políticas de los bancos centrales confirman esta desaceleración.

Por ejemplo, MiFID II es ya una realidad, y consideran que ante esto hay que buscar soluciones alternativas, lo que lleva a una investigación más profunda de los distintos activos financieros y de las necesidades de los clientes. En éste sentido, la selección de fondos se hace más fina y esto, sin duda, es positivo para los clientes.

Desde Renta 4, recomiendan prudencia hasta percibir un suelo en la desaceleración cíclica y mantienen su postura defensiva a la espera de mejores niveles en base a fundamentales sólidos, tanto a nivel micro como macro. Los riesgos hacen siempre más incierto el futuro. En la medida en que hay mayor volatilidad y mayor incertidumbre, el trabajo se vuelve más complicado. No hay perjuicio alguno, salvo un mayor cuidado a la hora de seleccionar fondos de inversión y conocer bien si sus riesgos asociados a factores geopolíticos.

En definitiva, desde Renta 4 recomiendan cautela. “No hay que dejarse llevar por el ruido a corto plazo, ni por el sentimiento”, concluye Carlos Arenas. ■

Exclusivamente para  
inversores profesionales/  
regulados y cualificados



Generamos una  
rentabilidad  
positiva consistente  
en todas las condiciones  
de mercado

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

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

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

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

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



## En la inversión en tendencias, “el ganador se lo lleva todo”

Según diferentes estudios el 70% de los sectores que mejores resultados ofrecen siguen situándose en los primeros puestos del mercado diez años después, y las empresas más rentables tienden a conservar su posición de liderazgo. El 40% del beneficio de una empresa depende del sector en el que opera, y el 60% restante puede atribuirse a características específicas, como fusiones y adquisiciones, o inversiones anteriores en I+D

Los inversores saben, por intuición, que los beneficios empresariales no se distribuyen de manera uniforme, ni muchas veces normal, entre entidades y sectores, pero a muchos les sorprendería el grado que puede alcanzar esta desigualdad. Según un estudio de McKinsey sobre el periodo comprendido entre 2010 y 2014, a escala mundial, el 20% de las empresas —las más destacadas— se hicieron con casi el 90% de todo el beneficio económico generado por todo el conjunto de entidades de la muestra. En el extremo contrario, las empresas que representaban el 20% más desafortunado perdieron un enorme valor económico, y las que se situaban en el tramo central ganaron

más o menos el equivalente a su coste de capital y se quedaron igual. Así que ABBA al final tenía razón: “El ganador se lo lleva todo”.

Se observa el mismo grado de desigualdad en lo relativo a sectores, según los últimos datos recabados por HOLT. Tanto en 2007 como en 2017, las empresas que mejores resultados obtuvieron en términos de beneficio económico pertenecían al sector de bienes básicos de consumo, a segmentos del sector de la salud, y a la industria de *software* e Internet. Las empresas peor paradas fueron las de servicios públicos de suministro y financiación hipotecaria, así como las de sectores cíclicos como aviación o automoción. El hecho de que no haya habido mucho movimiento en este periodo suscita dudas sobre la velocidad de reversión a la media en lo que a beneficios económicos se refiere.

¿Los beneficios de las empresas más rentables terminan por revertir hacia la media —o vuelven a situarse en niveles medios— una vez pasado cierto tiempo? Según el estudio de Holt y Bergakker, los resultados económicos tanto de los mejores sectores como de los peores tienden a

persistir pasado un decenio. Entre el 60% y el 70% de las industrias con mejores resultados seguían estando entre las más destacadas diez años después, y entre el 40% y el 60% de las peor paradas no habían logrado escalar posiciones. Ello añade una dimensión interesante a las conclusiones del estudio de McKinsey que afirmaban que el 40% de los beneficios económicos de las empresas está determinado por la rentabilidad del sector en el que operan.

En el informe “Tendencias, sectores y la búsqueda de rentabilidad superior” elaborado por Robeco se demostraba que las mejores empresas de los distintos sectores ofrecían también los mejores rendimientos de inversión a lo largo del mismo periodo, superando al índice general en más de un 5% al año. Por contra, los sectores que o bien habían caído a los puestos inferiores, o ya se encontraban en ellos, ofrecían los peores rendimientos. Para Robeco, la importancia de estas conclusiones reside en la demostración de que las tendencias que afectan a los sectores son el principal determinante de las variaciones en la rentabilidad relativa. En otras palabras, las tendencias que transforman los sectores y la rentabilidad de éstos es lo que más influencia tiene sobre los resultados de una empresa.

Consideramos que las tendencias seculares pueden afectar notablemente al futuro de los distintos sectores. El mejor ejemplo es el efecto causado por el auge y la evolución de Internet. Esta tendencia secular ha hecho que el sector de software y servicios de Internet registre resultados positivos desde 2005.

Este sector resultó rentable desde sus mismos inicios, pero la tendencia secular de la digitalización lo ha impulsado todavía más. Tras el estallido de la burbuja de las “punto.com” de 2000-2002, sus beneficios no han dejado de crecer, de -500 M USD en 2000 a 70.000 M USD en 2017.

Las pocas veces que los beneficios generados por un sector cambian significativamente, la causa suele ser una tendencia secular y disruptiva. Si aceptamos esta premisa, veremos que la correcta identificación de las implicaciones que tienen para el conjunto de cada sector las actuales tendencias aumenta las probabilidades de encontrar a las industrias ganadoras del futuro. Esto, a su vez, debería conducir a una sustancial mejora de las posibilidades de cosechar resultados de inversión comparativamente superiores. ■

**> Las tendencias que transforman los sectores y la rentabilidad de éstos es lo que más influencia tiene sobre los resultados de una empresa**



## Henk Grootveld

*Responsable de inversión en tendencias de Robeco y gestor de cartera*



## Los inversores, especialmente los españoles, ¿son más optimistas de lo que deberían?

**E**l último Estudio Global de Inversión realizado por Schroders este año entre 25.000 inversores de todo el mundo reveló que, de media, los inversores globales esperan obtener con sus inversiones una rentabilidad del 10,7% durante los próximos 5 años. A pesar de las voces que apuntan a una recesión o del escaso -incluso negativo- rendimiento que aportan algunos activos, las expectativas mundiales son más altas que en el estudio de 2018, cuando la previsión de los inversores era del 9,9% anual.

A nivel regional, Europa es el continente más realista, con unas expectativas de rentabilidad del 9% anual. Sin embargo, existen muchas diferencias: los inversores rusos son los más optimistas, con un 12,5%, mientras que los belgas destacan por tener las expectativas más bajas del mundo (6,5%). En el caso de los españoles, parece que somos ligeramente más optimistas

que la media de nuestros vecinos europeos y ponemos nuestras miras en el 9,2% de rentabilidad.

En el resto del mundo, los inversores del continente americano superan las esperanzas globales con unas expectativas de rentabilidad del 12,4% anual, siendo Argentina el país donde esperan en promedio las mayores rentabilidades de todo el mundo, con un 15,8% anual. En cambio en Asia, las expectativas bajan hasta el 11,5%.

Teniendo en cuenta estos datos, las expectativas de los inversores parecen optimistas si las comparamos con las cifras de los mercados internacionales en los últimos cinco años. Por ejemplo, si tomamos el índice de renta variable internacional MSCI World, la rentabilidad de los últimos cinco años ha ascendido al 6,7% anual. Además, las expectativas de rentabilidad gene-

ral de los inversores para los próximos cinco años superan las rentabilidades bursátiles logradas en casi todos los países en el último lustro. No obstante, debemos recordar que los rendimientos históricos de los mercados no ofrecen una guía para los rendimientos futuros.

Si profundizamos más en el perfil del inversor español que arrojan los datos de este estudio, vemos que un 43% de los encuestados en nuestro país considera que la mejor estrategia para alcanzar sus objetivos de rentabilidad es utilizar un fondo de inversión multiactivos, con una cartera diversificada en varios mercados, regiones y estrategias. Además, los fondos temáticos que más interés despiertan entre los españoles son los dedicados a tecnologías disruptivas (56%). Cuando se les pregunta sobre la exposición geográfica de sus inversiones, aunque se ha dicho siempre que los inversores españoles tienden a invertir en el mercado doméstico, lo cierto es que sólo el 27% prefiere invertir en el entorno local. En cuanto a su actitud hacia los mercados emergentes, las respuestas son mixtas: casi el 30% cree que invertir en mercados emergentes podría ser productivo para su cartera, aunque otro 27% cree que son demasiado arriesgados para su perfil.

El horizonte medio de inversión español es de 1,9 años, lo que supone un período medio inferior al de Europa. De hecho, somos de los inversores más cortoplacistas de Europa, tan sólo superados por Polonia (1,5 años). En esta misma línea, el estudio muestra que los españoles son inversores con tendencia a la impaciencia, ya que el 74% modificó el perfil de riesgo de sus carteras en respuesta directa a la inestabilidad experimentada en los mercados en el último trimestre de 2018. De ellos, sólo el 37% optó por inversiones de mayor riesgo y el resto por opciones de menor riesgo (40%) o incluso efectivo (23%). Si analizamos la muestra con mayor profundidad, percibimos ciertas diferencias entre generaciones: los Millennials se muestran más inquietos, pues casi tres cuartas partes de los encuestados entre 18 y 37 años hizo cambios en su perfil de riesgo, mientras que sólo el 59% de los Baby boomers (entre 51 y 70 años) movió ficha.

Dado el entorno actual, con el envejecimiento de la población, la baja inflación, los bajos tipos de interés y los reducidos índices de productividad, todo indica que en los próximos diez años no se alcanzará la rentabilidad de los diez años anteriores y, por lo tanto, es importante que, desde la industria hagamos una labor de concienciación para que los inversores mantengan unas expectativas de rendimiento moderadas, respeten un horizonte de inversión de largo plazo y aseguren una diversificación adecuada de los riesgos para garantizar que puedan alcanzar sus objetivos de inversión. ■



**Carla Bergareche**

Directora general de Schrodgers  
España y Portugal

NABIL EL-ASMAR | Contry Head Iberia y Portugal en Vontobel AM

# “Si los márgenes bajan, es lógico pensar que hay que llegar a economías de escala vía fusiones”

De sus palabras se desprende optimismo en el futuro de la industria de gestión de activos, aunque es consciente de los retos que tiene en el horizonte. Nabil El-Asmar, Contry Head Iberia y Portugal en Vontobel AM, habla sobre los desafíos y oportunidades que tiene un sector en plena transformación. **Por Silvia Morcillo.**

**Cuando hablamos de las previsiones que tiene la industria de gestión de activos, las opiniones se dividen entre los que son optimistas y aquellos que creen que el reto está en sobrevivir. ¿Cuál es la suya?**

Soy bastante optimista. Todavía hay más de 800.000 millones en depósitos y, si se compara a España con otros países del entorno, siendo la cuarta economía de la Zona Euro y punteros en muchos aspectos, en cuestiones de ahorro e inversión estamos a años luz del papel que nos correspondería tener. Soy optimista porque creo que solo podemos converger y, de hecho, a nivel global cada vez hay más publicaciones, más formación y va calando el mensaje de que, ante un sistema de pensiones que no será sostenible sin una reforma, es necesario ahorrar para asegurarse la jubilación. Hay cifras que comparan los sistemas privados de pensiones en relación al PIB del país. En España, la suma de fondos de pensiones privados y corporativos da unos 100.000 millones, que es aproximadamente un 10% del PIB. En Reino Unido y Holanda esos ratios superan el 100%. Será difícil alcanzar esos niveles, pero creo que deberíamos estar en al menos el 20-30%.

**A pesar de eso, el sector tiene muchos retos por delante. ¿Cuáles son, a su juicio, los más importantes?**

La industria de gestión de activos española está sujeta a los mismos retos que la industria de fondos a nivel global (crecimiento de la gestión pasiva, presión sobre márgenes, aparición de

nuevos players como *fintech* o *roboadvisor*, etc.) y hay un tsunami regulatorio que hace que el tamaño sea importante. Además, como consecuencia del tremendo proceso de concentración bancaria se ha pasado de 54 entidades (bancos y cajas con sus gestoras correspondientes) a 6-7 entidades que lógicamente concentran parte de los flujos compradores. Grupos que concentran una cuota del 80-85% de



los fondos internacionales. A esto hay que añadir que el mercado español, al ser eminentemente de distribución, no tiene barreras de entrada con lo que hay mucha competencia. Esta combinación hace que, en muchas ocasiones, el negocio de las gestoras internacionales en España sea muy binario: te puede ir muy bien si eres capaz de referenciar tus productos en las “listas de recomendados” que te permiten obtener importantes volúmenes, pero sin productos en las listas de los 6/7 principales grupos es difícil alcanzar volúmenes relevantes.

### ¿Cómo es el escenario que prevé para la comisiones?

Se está viendo cada vez más, consecuencia de Mifid y de una mayor cultura financiera, una tendencia a la reducción de comisiones y a que los costes sean explícitos. Todavía tenemos que ver cómo queda la normativa, pero creo que no pasa nada porque haya una parte del negocio donde el pago siga sin ser explícito. Un ejemplo son los fondos de fondos de las gestoras nacionales, un producto que es flexible, gestionado por excelentes profesionales y cuyo fin último es que al participe le vaya bien en todos los entornos de mercado según su perfil de riesgo. El inversor que compra este fondo no paga explícitamente una comisión, está suscribiendo “gratis” ese fondo de fondos, aunque lógicamente el producto lleva una comisión de gestión que al cliente se le hace saber. Creo que, incluso tras Mifid 2, este modelo de negocio donde el pago no es explícito, sino que el cliente lo conoce, es perfectamente válido para un segmento de clientes más masivo.

### ¿Cree que cada vez más la gente está dispuesta a pagar comisiones de gestión?

La gente está dispuesta a pagar si compran productos que generan alfa a largo plazo, que aportan valor, que se gestionan de manera activa. Lo que no quieren es pagar por una cuasigestión pasiva a un precio de gestión activa.

### ¿Cómo queda Vontobel tras la implementación de Mifid 2?

En 2017 todas las gestoras tuvimos que adaptar la definición de las clases de acciones, asegurarnos que éstas estuvieran registradas tanto las clases limpias, retail, etc. Fue una tarea administrativa que, una vez se implementó, no ha cambiado nuestro día a día. Quien quiere tu fondo para una gestión discrecional de carteras te pide la clase limpia, cuando es un fondo de fondo te pide la institucional y cuando hay un negocio de distribución por comisión aquellos que se

**“El negocio de las gestoras internacionales en España es muy binario: te puede ir muy bien si eres capaz de referenciar tus productos en las “listas de recomendados”, pero sin productos en las listas de los 6/7 principales grupos es difícil alcanzar volúmenes relevantes”**

hayan declarado dependientes te piden la clase que da derecho a recibir una retrocesión. Pero el reto es sobre todo seguir referenciando nuestros productos en las listas de los distribuidores.

### ¿Cuál es el lugar que ocupa Vontobel en la industria? ¿Tenéis algún objetivo de dónde queréis estar?

Creo que hay un error que cometemos los participantes de la industria y es mirar el volumen de activos bajo gestión. Es una cifra gruesa que prácticamente no te dice nada. No es lo mismo tener 5 billones en un monetario que tener 500 millones en un fondo de renta variable. Vontobel en España tiene todos sus activos en productos de gestión activa con alto valor añadido para el cliente. ■



# India y el cambio climático - nuestro engagement

**I**ndia se encuentra entre los países más vulnerables al cambio climático. En nuestro último viaje hemos podido observar cómo la gestión del cambio climático ocupa las agendas de la mayoría de las empresas. Viajamos a Mumbai y Bangalore para reunirnos con cerca de 20 empresas grandes y medianas y llegamos a las siguientes conclusiones:

## Vulnerabilidad al cambio climático

Se espera que el cambio climático tenga un impacto significativo en el sur de Asia; de hecho, ya es una de las regiones más afectadas del mundo. India ha visto, solo en el último año, inundaciones récord en el estado de Kerala que afectaron a más de 5 millones de personas; condiciones de sequía extrema en Tamil Nadu que han llevado a una grave crisis de agua en su capital Chennai, una ciudad con cerca de 10 millones de habitantes; olas de calor y tormentas de polvo en varios estados del norte; y al menos cuatro poderosos ciclones tropicales han tocado tierra en ambas costas de la India y han obligado a la evacuación de millones de personas.

En virtud de su ubicación geográfica, la India es muy vulnerable a los desastres naturales, como inundaciones, sequías, ciclones y deslizamientos de tierra. El problema es que es muy probable que el cambio climático haga que estos

fenómenos meteorológicos extremos sean más frecuentes y severos, lo que ejerce una presión significativa sobre la creciente población y la economía. Un estudio reciente del Banco Mundial sugiere que 600 millones de indios se verán afectados de manera moderada o grave por los cambios de temperatura y lluvia, y que el cambio climático podría costarle al país un 2,8% del PIB y un nivel de vida más bajo para casi la mitad de su población en 2050.

## La única solución es adaptarse

Al margen de los desastres naturales, los cambios en la temperatura y las precipitaciones ya se están sintiendo de manera aguda entre la población india, especialmente por los agricultores. La agricultura sigue siendo una fuente importante de ingresos, representa aproximadamente el 14% del PIB del país y emplea a cerca de 800 millones de personas. El sector depende desesperadamente del monzón, ya que la mayoría de las tierras de cultivo no tienen acceso al riego. Sin embargo, los monzones son erráticos, y cada vez más debido al cambio climático. Cuando fracasan, los cultivos fracasan, los precios de los alimentos se disparan, los depósitos se vacían y el medio de vida de los agricultores desaparece.

Los cambios en los patrones de la productividad agrícola, junto con los impactos de las olas de

calor, las inundaciones y el aumento del nivel del mar podrían reducir el nivel promedio de vida de la India. No es de extrañar que las empresas ya hayan comenzado a incluir estos retos de adaptación en sus estrategias comerciales. Hablamos sobre los desafíos para la productividad agrícola con dos compañías de bienes de consumo que dependen en gran medida de las materias primas agrícolas: Marico e Hindustan Unilever (HUL).

Marico es uno de los principales fabricantes de productos de cuidado personal de la India y el mayor comprador de coco del país. Nos invitaron a conocer las iniciativas de la compañía para gestionar los riesgos climáticos en su cadena de suministro de coco. Están asociados con instituciones de investigación para desarrollar variedades mejoradas de cultivos resistentes a la sequía y cooperan con una selección de agricultores para promover prácticas basadas en la ciencia sobre el manejo de nutrientes, enfermedades y el agua. También nos reunimos con HUL, que ejecuta programas similares de agricultura sostenible con sus proveedores de tomate.

Al mejorar el rendimiento de los cultivos y la salud del suelo y, en última instancia, apoyar el medio de vida de los agricultores, estos programas son críticos para construir cadenas de suministro que sean más resistentes a los cambios previsible en los patrones de precipitación y temperatura en toda la India. En el futuro, animaremos a ambas compañías a ampliar el alcance de sus programas para abarcar a más agricultores y para promover la adopción de prácticas más sostenibles de gestión del suelo y el agua.

### **Abordar el aumento de las emisiones de carbono**

Además de su extrema vulnerabilidad al cambio climático, India está bajo una presión cada vez mayor para abordar el crecimiento de las emisiones de gases de efecto invernadero: actualmente se erige como el tercer mayor emisor de carbono del mundo, detrás de China y los Estados Unidos. El país ha dado pasos significativos para iniciar una economía de reducida en carbono en varios sectores y se ha convertido en un líder mundial en energía renovable: durante tres años consecutivos, la inversión en energía renovable superó a la de las inversiones en energía relacionadas con los combustibles fósiles.

Nuestro compromiso en asuntos relacionados con el clima con empresas en la India aumentará incluso más en el futuro en el futuro para mitigar el riesgo y respaldar los retornos a largo plazo. Al alentar una mejor gestión del clima y otros problemas de ESG por parte de nuestras empresas participadas, podemos contribuir a una economía global más resistente, que finalmente mejorará la prosperidad y seguridad a largo plazo de nuestros clientes. ■



**Juan Salazar**

*Director, Responsible  
Investment de BMO*

# Tres ámbitos que pasan desapercibidos y abordan la lucha contra el cambio climático

**L**a popularidad de la temática climática y medioambiental ha crecido con rapidez en los últimos años, ya que los inversores reconocen cada vez más los múltiples catalizadores que apuntalan esta megatendencia a largo plazo. Pese a ello, algunos inversores siguen creyendo que las soluciones centradas en el cambio climático y el medio ambiente se limitan fundamentalmente al sector de las energías alternativas. No obstante, está limitada descripción subestima de forma significativa las oportunidades disponibles.

Antes de la crisis financiera de hace una década, la coyuntura climática y medioambiental se guiaba principalmente por la política, en particular en ámbitos como los subsidios y el marco normativo. Actualmente es una cuestión puramente económica. Invertir en soluciones climáticas constituye una decisión racional tanto para consumidores como para empresas. Además, en gran parte el mercado subestima y estudia insuficientemente el efecto de la temática de clima y medioambiente como catalizador de los flujos de caja de las empresas.

Nuestra estrategia se centra en firmas optimizadoras que tengan como objetivo el uso eficiente de los recursos, y aquellas con capacidad de adaptación concentradas en la protección del medio ambiente. A continuación, expone-

mos tres ámbitos que pasan desapercibidos en el ámbito del cambio climático y la protección medioambiental que probablemente se desarrollarán a medida que los inversores busquen acceder cada vez más a esta megatendencia.

## **La agricultura inteligente, en un punto de inflexión**

Si la sociedad desea garantizar que los recursos de nuestro planeta no se agoten, es necesario optimizar el sector de la agricultura. La agricultura sigue siendo el sector menos digitalizado con diferencia. No obstante, creemos que la «agricultura inteligente» ha alcanzado un punto de inflexión. Esto debido a la reducción del coste de la tecnología, que se utiliza ahora en un amplio elenco de ámbitos. Las soluciones orientadas a la mejora de la productividad en la agricultura están contribuyendo a mejorar la eficiencia de los recursos y a reducir la huella medioambiental, al tiempo que incrementan la competitividad de los agricultores.

Por ejemplo, el uso de la robótica y de los sensores está ayudando a mejorar la eficiencia de los recursos en ámbitos como los fertilizantes y la irrigación, también existen programas de software que contribuyen a la «agricultura conectada», que pueden mejorar el uso de los activos y reducir las ineficiencias. Si bien puede que la agricultura inteligente constituya un área de inversión de escasa envergadura en este momento, empresas como AGCO y Trimble albergan un enorme potencial.

## El auge de la construcción inteligente

Los inmuebles son responsables de una parte considerable de las emisiones de carbono provocadas por el hombre a escala global. Se espera que esta tendencia se intensifique a medida que las poblaciones urbanas aumenten, especialmente en los mercados emergentes. Por ello, garantizar que los edificios en los que vivimos y trabajamos a diario sean más sostenibles y menos dañinos para el planeta constituye una prioridad. Lo que conlleva oportunidades para las empresas que operan en la construcción inteligente. Hemos identificado casos de inversión de gran atractivo que el mercado infravalora actualmente. Como la empresa Autodesk, que está bien posicionada para beneficiarse gracias a su software de modelización de información sobre inmuebles, que impulsa la eficiencia en toda la cadena de valor de la construcción.

## El sólido crecimiento del consumo ecológico

La demanda de productos ecológicos está creciendo con fuerza y los productos naturales y orgánicos están incrementando su cuota de mercado en muchos países del mundo. Impulsada por la creciente concienciación medioambiental y el deseo de los consumidores de influir positivamente en el medio ambiente. Con el fin de aprovechar la creciente tendencia del «consumo ecológico», hemos invertido en distintas empresas de ingredientes naturales y embalaje sostenible. Al ser catalizadores clave de esta tendencia, creemos que estas firmas registrarán un crecimiento sólido.

Kerry Group es una firma especializada en la provisión de ingredientes naturales para sustituir los aditivos artificiales. Esta firma es una buena oportunidad, dado a que las empresas alimentarias desean dar respuesta al deseo de los consumidores de adquirir alimentos ecológicos sanos, y resulta probable que se intensifique la innovación en este ámbito. ■

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



### Henning Padberg

Gestor de la estrategia de Global Climate and Environment de Nordea AM



### Thomas Sørensen

Gestor de la estrategia de Global Climate and Environment de Nordea AM

# Crterios ASG, una herramienta para entender los cambios en nuestra sociedad

**T**ener en cuenta los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) se ha convertido en una necesidad para las gestoras. En un mundo en plena transformación, el ASG es una herramienta ideal para entender los principales cambios que tienen lugar en las empresas. Sin embargo, **este enfoque debe ir acompañado de una política de compromiso por parte de los accionistas.**

El mundo está cambiando de paradigma. ¿Puede la visión a corto plazo, que ha estado funcionando durante mucho tiempo en los mercados financieros, dar paso a una visión a medio y largo plazo? El creciente desarrollo de las **finanzas sostenibles** en la última década, a través de **fondos ISR** (inversión socialmente responsable) o la **integración de criterios ASG**, por supuesto, no es ajeno a este fenómeno. Esta transformación de las finanzas ahora debe ser parte de un enfoque estratégico a largo plazo y de integración generalizada. Y por una buena razón: **el corto plazo de los mercados financieros**, que ha cambiado profundamente la gestión

de las empresas y su gobernanza, **representa una fuente real de riesgos financieros.** Para construir un nuevo modelo a medio y largo plazo, el ASG se ha convertido rápidamente en una caja de herramientas idóneas para anticipar y entender estos múltiples riesgos.

El año 2015 marcó un verdadero punto de inflexión para las finanzas sostenibles, impulsado por un lado por el **COP 21** y el **Acuerdo Climático de París** y, por otro lado, por la publicación de los **Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas** (ODS). Las gestoras y los gestores, en primer lugar, ya no podían perderse este resultado final, un paso adicional e importante en el cambio de paradigma en los mercados financieros. La sociedad civil también está presionando a todos los actores financieros para que se comprometan más y adopten una nueva visión de las finanzas y de la inversión. Bajo el impulso creciente de los "Millennials", los ahorradores desearán cada vez más dar sentido a sus ahorros y, por lo tanto, buscar una rentabilidad financiera de sus inversiones asociadas a una rentabilidad ambiental y social en línea con sus valores.

En este contexto, el análisis **ASG** también ha evolucionado de ser solo una herramienta de medición de riesgos a convertirse en un instrumento **para detectar nuevas oportunidades de inversión**. La gestión debe ser capaz de comprender los cambios en nuestra sociedad, identificar nuevos riesgos, pero también nuevas fuentes de inversión financiera. Se trata de abordar las tres transiciones principales que hoy en día están cambiando los modelos económicos de todas las empresas:

- La **transición energética y ambiental** que requiere avanzar más hacia una economía baja en carbono, con desafíos en términos de gestión del impacto ambiental de la actividad empresarial.
- La **transición digital** que, con la llegada del *big data* y el aumento de poder de la inteligencia artificial, afectará a toda la cadena de valor de las empresas en todos los sectores de la economía.
- Finalmente, la **transición demográfica**, un tema crucial en un mundo que se enfrenta al envejecimiento de la población, a la creciente urbanización y al aumento de desigualdades sociales y/o salariales dentro de las empresas. La gestión del capital humano se convierte aún más en una necesidad imperiosa para cualquier negocio.

Para poder cumplir con estos tres desafíos se requiere un enfoque generalizado y transversal a nivel de la gestora. Este enfoque debe ser el resultado de una fuerte convicción desde la dirección general hasta todos los equipos. Es imprescindible combinar el análisis extra-financiero con el análisis financiero dentro de un solo equipo. Este enfoque permite completar el diagnóstico financiero de una empresa, obtener una visión global y comprender mejor su estrategia industrial y comercial a medio y largo plazo.

Tener en cuenta los criterios ASG no puede reducirse simplemente al análisis y a la decisión de inversión, también debe materializarse a través de una **política de votación y compromiso con las empresas**. Como tal, parece sensato adoptar un enfoque de compromiso de los accionistas. El desafío es simple: **estar más cerca de las empresas para ayudarlas a mejorar sus propias prácticas ASG**. Este compromiso accionarial debe estructurarse en torno a acciones individuales, empresa por empresa, a través de un diálogo recurrente con la "alta dirección" sobre estos temas ASG. Por último, también es necesario realizar acciones colectivas en las iniciativas locales o a través de plataformas como los Principios para la Inversión Responsable (PRI). Como un enfoque multidisciplinario, el ASG aparece claramente como una necesidad para acompañar el cambio de paradigma actual en los mercados financieros. ■



**Marie Pierre-Peillon**

*Directora de Investigación y Estrategias ASG de Groupama AM*



# La importancia de descorrelacionar las carteras en un entorno cada vez más ‘japonizado’

Con tiempos complicados para los que nos dedicamos a buscar oportunidades y alternativas en materia de inversión. Con el último cambio de rumbo en política monetaria que parece haber adoptado la Reserva Federal para el segundo semestre de 2019, un escenario ‘japonizado’ parece cada vez más evidente. Más todavía cuando la FED, en el movimiento de julio, ha demostrado cierta debilidad ante las continuas presiones políticas para bajar tipos cuando no parecía tan necesario acometerlas en aquel preciso momento.

Para combatir una posible recesión dentro de un entorno de bajos tipos es fundamental proteger nuestras carteras de inversión, buscando una máxima descorrelación entre los activos. Durante los últimos años, los inversores pudieron observar que el comportamiento de la mayoría de productos de inversión tradicionales dependía, cada vez más, de movimientos políticos, y que la renta fija ya no se diferenciaba tanto de la renta variable en cuanto a la dirección del movimiento que los mercados adoptaban en cada evento relevante (la renta fija tomaba la misma dirección en el movimiento, pero con menor fuerza que la variable).

En este sentido, estos dos tipos de activos tradicionales ya no sirven demasiado para diferenciar dentro de una cartera bien diversificada. Es necesario mirar ‘fuera de la caja’ para encontrar **activos que puedan aportar descorrelación a una cartera.**

Existen las siguientes alternativas que, a priori, sí cumplen con esta premisa: activos socialmente responsables (ISR o ESG); metales preciosos (oro, plata, etc.) e industriales; crowdlending (factoring y descuentos de pagarés a corto plazo); activos inmobiliarios; capital privado (private equity); préstamos sindicados a largo plazo; descuentos en primas de seguros de vida a particulares; y capital semilla (venture capital).

La mayoría de estos activos se sitúa dentro de lo que son los productos de inversión alternativa y gran parte solo es accesible al inversor sofisticado. Para el inversor particular lo más sencillo es encontrar soluciones dentro de la inversión socialmente responsable (ISR) o a través de crowdlending.

La **inversión socialmente responsable** no se diferencia tanto de la tradicional en cuanto a comportamiento en el corto plazo. En cambio, sí →



Degroof  
Petercam

ASSET MANAGEMENT DPAM FUNDS

 [dpamfunds.com](https://dpamfunds.com)



**ACTIVE** ASSET MANAGER  
**SUSTAINABLE** INVESTOR  
**RESEARCH** DRIVEN



Degroof Petercam Asset Management sa Sucursal en España | Paseo de la Castellana 141, Planta 19. 28034 Madrid, España | VAT ES W0173377C | Esta comunicación es sólo de ámbito ilustrativo e informativo sin ninguna garantía de ser correcta o completa. La información ofrecida no constituye un consejo de inversión o una oferta de venta o compra de instrumentos financieros. **Esta comunicación está dirigida sólo a clientes institucionales o profesionales.** El logo y las palabras "Degroof Petercam Asset Management", son una marca registrada y el contenido de esta comunicación no puede ser reproducido sin el permiso escrito de Degroof Petercam Asset Management.  
Copyright © Degroof Petercam Asset Management 2019. Todos los derechos reservados.

→ lo hace en el medio y largo plazo. Es una solución que busca invertir en empresas sostenibles que tengan mayor aceptación entre los consumidores del futuro (mejor imagen y marca y que sean capaces de convertir esta ventaja en un mayor margen de beneficios con respecto a otras empresas). El comportamiento de una ISR adoptará una evolución más estable que otras, debido a que se invierte en empresas que eliminan riesgos 'tóxicos' e innecesarios.

En **crowdlending** se invierte en 'economía real'. El inversor adelanta circulante a las empresas a cambio de un descuento que, a su vez, se convierte en el beneficio o rentabilidad de la inversión. El compromiso medio de este tipo de inversión hasta vencimiento es de entre 2 y 6 meses. Otro punto muy interesante son los **préstamos empresariales sindicados** a un grupo reducido de empresas bien seleccionadas. Solo existen algunas pocas gestoras de fondos que se dedican a ello. Normalmente, son préstamos muy a largo plazo y poco líquidos. Es un nicho muy rentable en cuanto a inversión pero hay que seleccionar bien el grupo de empresas a las que se presta, porque es lo que determina que al final salgan los números. Las gestoras cotizan la inversión con frecuencia trimestral o semestral, lo que también puede ayudar a reducir la volatilidad de una cartera.

El **private equity** siempre es una alternativa a tener en cuenta, sobre todo si el proyecto que se plantea tiene visos de salir bien. Es importante que el inversor tenga claro que suelen ser inversiones a 5 o 10 años vista.

Por último, para inversores más sofisticados, existe la posibilidad de **invertir en el descuento de primas de seguros de vida a particulares**. Los inversores, a través del fondo, anticipan a los asegurados y bajo un descuento la prima estipulada en cada póliza. Con ayuda de las tablas actuariales, se calcula el descuento que debería aplicarse para cada caso, con el fin de que pueda dar suficiente margen para que la inversión sea rentable. ■



**Christian Dürr**

Socio-director de Ética  
Patrimonios EAF

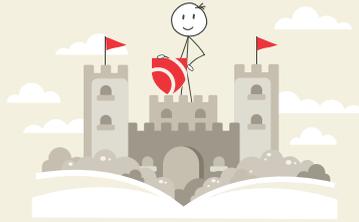


**ASEAFI**

ASOCIACIÓN DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

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

## ODDO BHF Immobilier



# Los beneficios del auge inmobiliario

Información del producto para inversores profesionales

Con el creciente atractivo de las ciudades, los mercados inmobiliarios mundiales viven un auge. Ante las valoraciones relativamente elevadas de las inversiones tradicionales, las inversiones inmobiliarias resultan una alternativa atractiva para cada vez más inversores. En particular, la continua demanda de vivienda está provocando una subida de los alquileres y los valores inmobiliarios. Los bienes inmobiliarios cotizados son interesantes para los inversores que desean limitar lo menos posible su liquidez en la inversión en bienes inmobiliarios.

Las sociedades inmobiliarias cotizadas están especializadas en la propiedad y gestión de bienes inmuebles. Estos vehículos de inversión están exentos de impuestos siempre y cuando repartan una parte importante de los ingresos disponibles en forma de dividendos. Por tanto, los dividendos son generalmente parte integral del rendimiento total de este tipo de inversiones.

### ODDO BHF Immobilier ofrece desde hace 30 años

- fácil acceso a las sociedades inmobiliarias cotizadas de Europa;
- participación en un sector en crecimiento, impulsado por tendencias a largo plazo como el proceso de urbanización y la demografía;
- enfoque especial en usos alternativos, como almacenes, hoteles o residencias de ancianos, con fundamentales sólidos y que evolucionan también positivamente en las fases finales del ciclo.

### Inversiones inmobiliarias cotizadas – ¿una buena alternativa a las inversiones inmobiliarias directas?



Fuente: ODDO BHF Asset Management.

#### Disclaimer

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

#### Datos del fondo

ODDO BHF Immobilier CR EUR  
ISIN: FR0000989915

#### Información sobre ODDO BHF AM

ODDO BHF Asset Management forma parte del grupo financiero francoalemán ODDO BHF, fundado en 1849.

ODDO BHF AM es una gestora de activos independiente líder en Europa, compuesta por ODDO BHF AM GmbH en Alemania y ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF Private Equity SAS en Francia y ODDO BHF AM Lux en Luxemburgo. Estas entidades gestionan de manera conjunta activos por valor de 58100 millones de euros.

[www.am.oddo-bhf.com](http://www.am.oddo-bhf.com)

#### RIESGOS

ODDO BHF Immobilier fund conlleva el riesgo de pérdida de capital, un riesgo de renta variable, un riesgo relacionado con la gestión discrecional y riesgos relacionados con la concentración de la cartera en el sector de valores inmobiliarios.



# Beneficiarse de las tendencias del sector inmobiliario

**L**as ciudades están consolidando su posición como núcleos del crecimiento económico a nivel global. Esto se traduce en un auge en los diferentes segmentos del mercado inmobiliario. Este fenómeno ha coincidido con unas valoraciones relativamente altas para las inversiones tradicionales, una combinación que hace de la inversión en el sector inmobiliario una de las opciones más atractivas para los inversores.

Concretamente, las particularidades de los activos inmobiliarios cotizados, entre las que destaca una liquidez que de otra forma no es un rasgo propio de esta clase de activos, hace que este sector sea especialmente interesante para inversores que desean limitar lo menos posible su liquidez.

Las empresas del sector inmobiliario cotizan a nivel global, pero el rango de activos cotizados a través de este tipo de sociedades varía entre un 2% y un 22%, dependiendo del país.

Muchas de estas compañías están registradas como Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, conocidas como socimis. En el mercado internacional, también se conocen como REIT, acrónimo de Real Estate Investment Trust, figura original con la que se instauró este tipo de entidades especializadas en la propiedad y gestión de bienes inmobiliarios.

Se trata de un tipo de vehículos de inversión que ofrece ventajas fiscales condicionadas a un reparto de los ingresos mediante dividendos. Por eso, se considera que los dividendos son generalmente parte integral del rendimiento total de este tipo de inversiones.

Pero no es esta la única ventaja que ofrecen las inversiones en entidades cotizadas del sector inmobiliario. La primera característica que ya apuntábamos es su capacidad para hacer líquida una inversión que de otra forma no lo sería. Esto supone, entre otros beneficios, un ahorro en el coste de las operaciones de compraventa para los inversores.

Asimismo, como inversión, los activos inmobiliarios se caracterizan por ofrecer seguridad, potencial de revalorización y protección contra la inflación. Estos rasgos se mantienen incluso en los mercados cotizados ya que las sociedades inmobiliarias evolucionan principalmente en sintonía al mercado inmobiliario.

No obstante, al integrarse en los mercados de renta variable, presentan cierta correlación con otros mercados cotizados. Esto supone una fluctuación de precios a corto plazo mayor que la que suele registrar el mercado inmobiliario naturalmente. Sin embargo, se trata de un fenómeno a corto plazo y los inversores en esta clase de activos suelen interesarse por estrategias a medio y largo plazo.

En conclusión, las características propias de las sociedades inmobiliarias cotizadas facilitan que los inversores se beneficien mediante inversiones líquidas de la revalorización experimentada por un sector en crecimiento, consecuencia de una creciente demanda que ha empujado al alza los precios de los alquileres y de los valores inmobiliarios.

Para ofrecer las ventajas anteriormente descritas, ODDO BHF Asset Management cuenta con el **fondo ODDO BHF Immobilier**, que a 28 de junio de 2019 acumulaba un volumen de 309,8 millones de euros y una trayectoria de 30 años. Este fondo ofrece un fácil acceso a las sociedades inmobiliarias cotizadas del continente europeo; invierte en unas 50 posiciones de diferentes sectores inmobiliarios, con el objetivo de inversión de superar al FTSE EPTRA/NAREIT Euro zone Caped Index Net TRI.

Últimamente, ODDO BHF Immobilier, gestionado por Véronique Gomez y Pierre Toussain, ha prestado especial atención a formas de uso alternativas de los activos del sector, como son los almacenes, dado su relevante papel en la expansión del comercio online; los hoteles, considerando las positivas dinámicas experimentadas por el sector

turístico en el Viejo Continente; así como las residencias de ancianos, un activo clave dada la evolución demográfica regional. Estos activos ofrecen fundamentos sólidos y, además, ofrecen una evolución positiva en las fases finales del ciclo en las que estamos inmersos. ■

» Como inversión, los activos inmobiliarios se caracterizan por ofrecer seguridad, potencial de revalorización y protección contra la inflación



**Pierre Toussain**

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



**Véronique Gomez**

Gestora de fondos de renta variable de ODDO BHF Asset Management SAS



De izquierda a derecha: **Javier Ablitas** (EI), **Cristina del Castillo** (Fluidra), **David Cabeza** (Renta 4 Gestora), **Diana Ortega** (Renta 4 Banco), **Javier López-Belmonte** (Rovi), **María Pérez-Mosso** (Grupo Insur), **Nuria Lasheras** (Mediarte), **Cristina Cruz** (IE).

## Empresa familiar cotizada, la estrategia de inversión más rentable

Suponen la gran mayoría de tejido empresarial en España -el 89% según los datos del Instituto de Empresa Familiar- sin embargo, si miramos al mercado, su peso es inferior, condicionado por el escaso tamaño medio. Ello no impide que constituyan una de las propuestas más atractivas para los inversores con visión a largo plazo. La importancia del gobierno corporativo y la necesidad de poner en valor sus fortalezas constituyen dos de los elementos claves. **Por Javier Ablitas.**

**A**nte todo, hay que consensuar a qué nos referimos cuando hablamos de empresa familiar en este ámbito. **Javier López-Belmonte, vicepresidente y CFO de LABORATORIOS ROVI**, destaca que “en la mayoría de los casos, gestión y propiedad están muy vinculados y, por el tamaño, no existe un gobierno corporativo muy estructurado”. Sin embargo, cuando hablamos de bolsa se trata de “empresas que pueden suponer una gran oportunidad para el accionista externo, en las que existe relación entre el órgano ejecutivo y el accionarial y, por lo tanto, no va a haber desalineamiento entre los objetivos de ambas partes”. Un concepto -alineamiento entre propiedad y gestión- en el que coincide **María Pérez-Mosso, responsable de Relaciones con Inversores de GRUPO INSUR**, para quien “el carácter familiar de mirar

a largo plazo es muy importante, sobre todo en sectores como el nuestro, el inmobiliario”. Una visión que ha permitido a **FLUIDRA**, destaca su **directora de Relaciones con Inversores, Comunicación Corporativa y Desarrollo de Negocio, Cristina del Castillo**, “construir lo que hoy somos y hacer el paso a la segunda generación sin modificar la línea estratégica y con vocación de permanencia”. Estos elementos cualitativos -objetivos, visión, etc.- constituyen, en opinión de **David Cabeza, gestor de Fondos RENTA 4 GESTORA**, “el aspecto diferencial frente a los cuantitativos, que suelen ser aquellos que se miran de origen”.

Otra perspectiva para afinar la definición es la académica. **Cristina Cruz, directora del Centro de Families in Business y profesora de Emprendimiento y Empresa Familiar del IE BUSINESS SCHOOL**, apunta que hay diver-

gencias según mercados. “En Europa, la familia tiene que tener el 20% mínimo del capital y representación en órganos de gobierno. El 27% de cotizadas europeas lo serían, aunque en países como España, Italia o Alemania ese porcentaje es mayor y en otros, como Reino Unido, más bajo. En Estados Unidos, en cambio, con el 5% de los derechos de voto ya se considera familiar y el 17/18% de las empresas del Fortune 1000 lo serían”.

Para **Diana Ortega, directora de Relaciones Institucionales de RENTA 4 BANCO**, cotizar “puede beneficiar a la empresa familiar por la fuerza y disciplina que te infunde el mercado. La esencia no se pierde, se da acceso a accionistas externos y se tiene una visión global de negocio gracias a analistas, gestores, etc. porque no eres un actor aislado. Además, permite afrontar mejor la guerra por la atracción de talento innovador que existe en la actualidad”. En ese sentido, **Nuria Lasheras, mediadora experta en prevención y resolución de conflictos en la Empresa Familiar y directora de MEDIARTE**, señala la importancia de que se trasladen a la sociedad para mejorar su reputación “las fortalezas de la empresa familiar cotizada, más allá de la rentabilidad, que habitualmente son desconocidas por el gran público: compromiso con el impulso del empleo, RSC real, etc.”, lo que Cruz define como “riqueza socioemocional, algo que en la mayoría de investigaciones se traslada en un *family premium*, es decir, en una rentabilidad superior que una empresa no familiar”.

Cabeza, cuyo fondo incluye compañías de pequeña y mediana capitalización, reconoce que, como gestores, “no buscamos empresas familiares, pero el análisis de los fundamentales unido al histórico de prudencia a nivel financiero y rentabilidad sobre capital empleado explica que el 40/50% de las compañías que tenemos en cartera lo sean”.

### Importancia del gobierno corporativo

El elemento clave es el gobierno corporativo. Del Castillo afirma que “la gestión profesional de la compañía es esencial” y Lasheras pone el foco en “los pactos societarios y en el pro-

toloco de sucesión. Hay que ayudar a que la relación familiar entre los accionistas constituya un punto a favor”. Estos aspectos pueden suponer una debilidad si no se gestionan de manera correcta. “Siempre acudes al informe de gobierno corporativo al mirar una empresa familiar. Ahí se reflejan los posibles conflictos y es algo que hay que cuidar”, destaca Cabeza.

En esa línea, Cruz apunta que “se observa en los estudios que el fortalecimiento del consejo de la compañía tal vez es el elemento que más impacto directo tiene en los resultados. La mejor combinación es cuando la familia fundadora continúa como accionista de referencia, pero la gestión se ha puesto en manos de un externo”. López-Belmonte, por su parte, señala que “ese es un proceso lógico conforme van pasando los años y las generaciones” y resalta que “las estadísticas dicen que tienen más longevidad y los mayores escándalos financieros no han estado vinculados a empresas familiares, pese a que cuando hay un problema se le da más difusión en los medios”.

El punto de inflexión para este proceso puede ser la salida a bolsa, dados los requerimientos que implica. Pérez-Mosso afirma que “te obliga a hacer los deberes y a mejorar. En nuestro caso, el objetivo al hacerlo fue cuidar al accionista y garantizarle la posibilidad de vender su parte en la compañía si así lo quiere”, lo que requiere un mínimo de *free float*, continúa López-Belmonte, quien destaca el “falso mito de que cotizar en bolsa suponga una carga”. Añade, además, que “te obliga a abrirte a tus inversores. Una empresa familiar tiende a ser muy endogámica y de esta manera tienes que compartir tus objetivos con gente externa a la que solo le interesa una rentabilidad o un roce. Eso te lleva a realizar un esfuerzo y una tarea de comunicación interna para que toda la empresa esté alineada y los objetivos →

> La visión de la empresa familiar y salir a bolsa no es contradictoria. Al revés



→ claros, lo que te da una marcha adicional". Ortega ahonda en esta idea al señalar que "la visión de la empresa familiar y salir a bolsa no es contradictoria. Al revés. Bien organizado es un cóctel muy potente porque te da visibilidad y perspectiva global, permite acceder a otra fuente de financiación, potencia la internacionalización, etc. Además, la empresa se hace más humilde, porque sin ese *feedback* externo te puede parecer que todo está bien". "Un Excel lo aguanta todo", continúa del Castillo, "pero el día a día se demuestra con una buena gestión. Salir a bolsa ha puesto en valor la empresa, pero también ha sido una protección frente a los competidores porque nos ha permitido hacernos más grandes".

Desde la óptica del inversor, Cabeza afirma que "la pregunta siempre es por qué sales a bolsa. Se mira con susceptibilidad. Si tan buena es tu empresa, ¿por qué vendes?, ¿hay necesidad de liquidez?, ¿quieres diversificar?, ¿financiar la expansión? Nos tienen que convencer de que no hay un problema y se está intentando solucionar con la salida. Si se explica bien, comparte la historia con los inversores y hay potencial, adelante. La historia nos demuestra que estas empresas son una tipología de activos muy interesantes".

En ese camino resulta decisivo el papel que adopte la familia. "Quiere controlar, influir en decisiones estratégicas", apunta Cruz, "y cuando sales a bolsa te enfrentas a un dilema" respecto a la dilución de peso. "Tenemos que hacer el ejercicio de hacerles ver", continúa Cruz, "que controlar no significa mantener el 100%", algo en lo que coincide del Castillo, quien también destaca la importancia de "comunicar tanto dentro como fuera el trabajo de profesionalización de la gestión y demostrar que los resultados responden a lo que habías dicho". Además, expone las dificultades con la actual configuración del mercado para que los analistas sigan a empresas pequeñas en bolsa. "Conocer y hacer las cosas bien es necesario, pero no suficiente. Por muy bueno que seas si no tienes tamaño no te siguen. Hay que hacer un ejercicio de transparencia y el trabajo de comunicación día a día", remata Pérez-Mosso. Para Cabeza "debemos hacer una reflexión sobre qué está ocurriendo en otros mercados alternativos, como Reino Unido o Francia, que no está ocurriendo aquí. Creo que tenemos menos cultura financiera y es algo que deberíamos resolver entre todos".

Ortega reconoce que "en los empresarios familiares existe ese cierto temor a que por el hecho de cotizar pueden perder el gobierno de la →



# FLUIDRA UNA INVERSIÓN CLARA. COMO EL AGUA.

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

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



→ compañía. Y es todo lo contrario. Se aúnan los valores, el sello propio, junto a la disciplina y filtros del mercado. Salir a bolsa te da un alcance al que no tendrías acceso si no lo hicieras” aunque, a partir de ahí, “la empresa está obligada a trabajar de manera proactiva y transparente el acceso a los inversores y captar la atención del mercado” afirma López-Belmonte.

### Nuevos perfiles de compañías y gestión

Dado el perfil de las compañías en España, donde el 85% de ellas entran en el parámetro de “familiar”, favorecer su crecimiento constituye un reto de la economía nacional. Lasheras señala que las empresas cotizadas “son un modelo para el resto porque, con acceso a financiación, proyectos bien gestionados podrían dar el salto en tamaño e internacionalizarse en el medio plazo”.

Un elemento recurrente a la hora de citar palancas de mejora es el fiscal. Tanto López-Belmonte como Cabeza destacan que una fiscalidad más favorable del ahorro vía inversión en empresas cotizadas ayudaría, aunque este último apunta que “no soy optimista” respecto a que eso se vaya a producir en un momento como el actual. El propio Cabeza menciona otro factor relevante de cambio: los nuevos modelos de compañías, con las tecnológicas como referencia, “en las que los fundadores

mantienen la visión estratégica y no les importa diluir su participación. Tal vez haya que mirar más a esas compañías que están naciendo ahora en los sectores con más perspectiva de crecimiento y que también son familiares”.

Ortega, por su parte, destaca a las nuevas generaciones de inversores “que dan más importancia a la empresa que hay detrás, a los intangibles. Es un cambio de filosofía”. Algo que favorece a las empresas familiares “porque los valores familiares, su carácter socialmente responsable, son una de sus fortalezas”, afirma Lasheras.

Otro cambio significativo, en opinión de López-Belmonte, es el acceso a la información “que permite a cualquier inversor contar con una enorme cantidad de datos tanto vía regulador, como a través del mercado o de la propia compañía”. Recomienda, eso sí, “no obsesionarse a diario con el valor liquidativo de las acciones porque el *family premium* no es en el corto plazo” sino que, como apunta Cruz, “es plurianual. Ahí se ve el diferencial con otras carteras. Una familia que actúa como un accionista responsable permite educar a los demás. Esto hay que prepararlo bien”. “Aparece”, continúa López-Belmonte, “sobre todo en momentos de crisis por el comentado alineamiento de intereses y una tasa de supervivencia superior”. Como sintetiza Pérez-Mosso, “empresa familiar es sinónimo de sostenibilidad, de visión a largo plazo”. ■



Afrontamos retos.  
Aportamos soluciones.  
Transformamos  
nuestra sociedad.



CARLOS BUESA | Presidente y CEO de Oryzon

# “Oryzon es una compañía con fuertes expectativas de creación de valor”

Carlos Buesa, Presidente y CEO de Oryzon, habla sobre el avance y las previsiones de los diferentes estudios clínicos que tiene en curso la compañía en varias dianas terapéuticas epigenéticas. Además, a sus buenos resultados clínicos se suman los financieros, así como su buen hacer en el Mercado Continuo. **Por Raquel Jiménez y Silvia Morcillo.**

## **Acaban de realizar una ampliación de capital por 20 millones de euros. ¿A qué irán destinados los ingresos obtenidos?**

Tenemos previsto utilizarlos para financiar la investigación y desarrollo de nuestros programas clínicos, nuestro capital circulante y para otros fines generales. Entrando un poco más en detalle, los buenos resultados clínicos obtenidos por la empresa en este último año hacían lógico que nos planteáramos un esfuerzo más ambicioso en términos de nuevos ensayos clínicos, lo que significaba un esfuerzo inversor adicional.

## **Las acciones de la compañía caían un 16,67% en la sesión, después de que Oryzon anunciara el cierre de dicha ampliación. ¿A qué cree que se debió la salida de los inversores?**

El hecho de haber culminado con éxito esta ampliación de capital supone un gran hito ya que representa la apuesta y el respaldo de inversores internacionales por Oryzon y nuestro proyecto. Sin embargo, el desempeño de la acción cuando se dio a conocer la noticia no se corresponde con la confianza que habían mostrado los inversores internacionales cualificados. Quizás el mercado no ha entendido bien que el descuento realizado en la ampliación es un estándar de la industria biotecnológica en los mercados internacionales. No obstante, este tipo de ajustes se recuperan en un tiempo breve y lo que queda es una compañía mejor financiada, con un balance más sólido para encarar posibles negociaciones de licencias con farmas, más internacional en su base inversora y con

mejor perfil en el mercado financiero internacional al ir de la mano de bancos de inversión de reconocido prestigio.

## **¿Cómo valora los resultados financieros del primer semestre del ejercicio?**

Son resultados positivos y acordes a nuestro ámbito de actuación. Hemos alcanzado unos ingresos de 4,4 millones de euros, lo que representa un 18,9% más que el mismo periodo del año anterior. Además, las Inversiones en I+D también se han incrementado este semestre en comparación con los seis primeros meses de 2018, aumentando en un 32,4% hasta los 4,9 millones de euros. Y el resultado neto que hemos obtenido de 1,8 millones en negativo es acorde con la especificidad del modelo de negocio de la biotecnología, en la fase de desarrollo en la que nos encontramos y con un periodo de maduración de nuestros productos a largo plazo, y sin recurrencias desde la perspectiva de ingresos.

## **Más de un 40% de revalorización en lo que llevamos de 2019. Los inversores confían en Oryzon pero los analistas parece que también...**

Es una satisfacción comprobar que los analistas que siguen a Oryzon le otorgan un potencial hasta del 189% como es el caso de Edison o incluso más en el caso de ROTH. Nos enorgullece enormemente ver como nuestro trabajo diario se ve reflejado en el consenso del mercado y tanto inversores como analistas consideran a Oryzon una compañía con fuertes expectativas de creación de valor.



**REIMAGINE ha reclutado a 30 pacientes en tres enfermedades psiquiátricas: trastorno por Déficit de Atención e Hiperactividad (TDAH), Trastorno Límite de la Personalidad (TLP) y trastorno del espectro autista (TEA). ¿Cuándo se presentarán los resultados?**

Presentaremos datos nuevos de seguridad y eficacia en autismo en la primera quincena de septiembre y también datos globales psiquiátricos en octubre a través de las diferentes conferencias médicas internacionales en las que participamos.

**Por otra parte, REIMAGINE-AD ha reclutado a 12 pacientes con Alzheimer para investigar el efecto de vafidemstat en la agresividad de estas personas que sufren la enfermedad. ¿Cuándo prevén los primeros informes?**

Preveemos que tendremos los primeros datos de eficacia en agresividad en Alzheimer en el 4T que notificaremos a través de los diferentes congresos en las que participamos, empezando por CTAD (Clinical Trials in Alzheimer's Disease) en diciembre en San Diego.

**En julio también se conocieron datos positivos del ensayo clínico de Fase IIa en marcha con vafidemstat en pacientes con Alzheimer en estadio leve y moderado: ensayo ETHERAL (ORY-2001). Misma molécula y misma enfermedad, ¿cuál es la diferencia de los ensayos que están en marcha REIMAGINE-AD y ETHERAL?**

Cada ensayo tiene propósitos diferentes pero complementarios. ETHERAL quiere primero medir la seguridad en una población amplia de enfermos de Alzheimer en estadio leve y moderado con tratamiento a largo plazo (12 meses); además estamos probando ciertos biomarcadores y de forma más exploratoria mediremos posibles variaciones de memoria, apatía, agresividad y calidad de vida. REIMAGINE-AD evalúa en pacientes moderados y avanzados el efecto de vafidemstat en tratamientos a corto plazo (2, 4 y 6 meses) centrándonos específicamente en la agresividad, aunque también de forma muy exploratoria se evalúan otros aspectos. ■



# Fluidra: 50 años de éxito y un futuro prometedor

**N**o son muchas las compañías que puedan decir que en apenas 50 años han pasado de ser una empresa familiar fundada con poco más de un millón de pesetas y ocho trabajadores a un líder mundial de un sector que mueve al año cerca de 7.000 millones de euros. Nacimos bajo el nombre de Astral de la mano de las familias Garrigós, Serra, Corbera y Planes, que fueron quienes crearon el germen de lo que hoy en día es Fluidra, una multinacional con presencia en más de 45 países y que emplea a más de 5.500 personas en todo el mundo.

Nuestra decidida apuesta por la expansión internacional y las compras estratégicas hicieron que con un recorrido no muy largo lográsemos algunos hitos de cierta relevancia, como construir una piscina olímpica temporal en el Palau de Sant Jordi de Barcelona, nuestra salida a Bolsa o la entrada de grandes socios como Banco Sabadell -que nos acompañó durante

más de una década- y ahora recientemente Rhône Capital, que forma parte de nuestro accionariado tras la fusión con Zodiac.

Con la unión de dos de las firmas más sólidas del sector de la piscina y altamente complementarias en cuanto a mercados geográficos, cartera de marcas y oferta de productos, hemos dado un importante paso cualitativo que supone un punto de inflexión tanto para nosotros como para todo nuestro sector.

La integración ha traído consigo múltiples posibilidades para generar valor que implican a todas las áreas de la empresa y que están ayudando a aumentar las oportunidades de crecimiento, al tiempo que reducen el coste total de hacer negocios. Este es un punto en el que estamos especialmente centrados en este ejercicio y que ya está dando sus frutos: gracias al importante esfuerzo que han realizado los más de 20 equipos implicados ya han aflorado 21 millones

de euros de sinergias en costes, superando la cifra prevista para 2019 y dejándonos en una buena posición para lograr los 35 millones de euros que contempla nuestro Plan Estratégico 2022. El racional industrial y de inversión de la nueva Fluidra es único y de manera intrínseca conlleva una fuerte creación de valor. Hemos unificado funciones y regiones, siempre desde un equilibrio riguroso entre la integración y las sinergias, para llevar mucho más lejos la simple suma de ambos negocios.

Además, ahora Estados Unidos es nuestro principal mercado en volumen de negocio; con casi seis millones de piscinas instaladas ofrece muchas oportunidades para el crecimiento de las ventas. En cuanto al resto de mercados internacionales en los que operamos, nuestra meta es utilizar nuestro *know-how* y nuestro extraordinario portafolio de marcas y productos para segmentar por canales y gestionar las diferentes necesidades de nuestro sector, para seguir ganando una mayor penetración y unos mayores márgenes.

También es nuestra intención aumentar la penetración en el sector de la piscina comercial, un mercado que representa un 25% del total en valor, pero menos del 10% de nuestra facturación, lo que nos proporciona una clara oportunidad de crecimiento, especialmente en los mercados emergentes. Es importante tener en cuenta que cada piscina es única en tamaño, forma y entorno y, por ello, la ingeniería e innovación es crítica. Nosotros tenemos el mayor equipo en I+D del sector, área a la que destinamos fondos de forma recurrente y en la que seguiremos invirtiendo en investigación y desarrollo de nuevos productos y servicios, con especial foco en conectividad de las piscinas.

Fluidra está en una posición idónea para un futuro que empieza a abrirse paso en un mercado mucho más tecnológico y conectado, centrado en los servicios vinculados al internet de la piscina. Llegan soluciones que facilitarán disfrutar más y mejor de una piscina eficiente y sostenible, y nosotros estamos en condiciones de protagonizar y liderarlo.

Todo esto nos brinda un futuro prometedor y ofrece un importante potencial a nuestros accionistas, que han visto como su inversión prácticamente ha triplicado su valor en menos de dos años. Además, ofrecemos la posibilidad de participar de nuestro sólido y ambicioso proyecto, de crecer con nosotros, porque invertir en Fluidra es hacerlo en la mejor plataforma del sector, en innovación y en futuro. Invertir en Fluidra es invertir en excelencia en un sector estructuralmente atractivo, que disfruta de un saludable presente y muestra una tendencia claramente alcista a medio y largo plazo. En definitiva, es hacerlo en el líder indiscutible y principal referente de una industria con un enorme potencial de crecimiento. ■



**Eloi Planes**

Presidente de Fluidra



# Rovi, la respuesta a grandes necesidades médicas combinada con el compromiso social

Con una historia de más de 70 años de investigación y desarrollo de fármacos, ROVI posee una distinguida trayectoria en el sector farmacéutico, marcada notablemente por el inicio de sus investigaciones en heparinas de bajo peso molecular en 1981. Gracias a nuestra investigación en productos innovadores, comenzamos un proceso de internacionalización en 2002, y actualmente aspiramos a convertirnos en una de las compañías líderes en el campo de las heparinas de bajo peso molecular a nivel mundial. Además, este proceso de internacionalización se verá muy reforzado con el desarrollo de nuestra cartera actual de proyectos de I+D, basada en nuestra tecnología ISM<sup>®</sup>. Esta plataforma innovadora supondrá la transformación definitiva de la compañía en una multinacional presente en los principales mercados, con productos propios de alto valor terapéutico.

En este 2019, y por segunda vez en el año, en ROVI hemos actualizado al alza nuestra **previ-**

**sión de ingresos operativos** para este ejercicio, hasta situarla aproximadamente entre el 16% y el 19%. Esta actualización se debe principalmente al comportamiento positivo de Bemiparina en España y las buenas perspectivas de ventas del biosimilar de enoxaparina. Además, hay que tener en cuenta los últimos acuerdos de licencias de distribución (Tetridar<sup>®</sup>, Neparvis<sup>®</sup>, Volutsa<sup>®</sup>, Orvatez<sup>®</sup> y Ulunar<sup>®</sup>), la cartera de productos de especialidades farmacéuticas existente, los nuevos productos adquiridos recientemente (Falthrom<sup>®</sup> y Polaramine<sup>®</sup>) y los nuevos contratos en el área de fabricación a terceros.

En el primer semestre de 2019 hemos alcanzado un crecimiento del 21% en ingresos operativos, principalmente por la fortaleza de nuestro negocio de especialidades farmacéuticas, que creció un 22%, y de nuestro negocio de fabricación a terceros, cuyas ventas aumentaron un 15%.

Confiamos en seguir creciendo gracias, entre otros, a nuestro producto de referencia, **Bemiparina**, que está contribuyendo a nuestro cre-

cimiento, con un incremento del 5% en el mercado doméstico. Igualmente, hemos finalizado la fase nacional del proceso de registro en Europa de nuestro **biosimilar de enoxaparina**, con la aprobación en 26 países y tenemos acuerdos firmados para distribuirlo en más de 85 países fuera de Europa, entre los que destacan los acuerdos con Hikma Pharmaceuticals, que tiene los derechos en exclusiva para 17 países de Oriente Medio y norte de África, y con Sandoz, empresa del grupo Novartis, para 14 países/regiones. Al mismo tiempo, continuamos con la comercialización de enoxaparina en Alemania, Reino Unido, Italia, España, Francia, Austria, Letonia y Estonia, y hemos empezado su comercialización en Portugal y Costa Rica, con buenas expectativas de ventas, como se refleja en las ventas del primer semestre de 2019 que se situaron en los 36,5 millones de euros. El biosimilar de enoxaparina representa una excelente oportunidad de crecimiento para ROVI teniendo en cuenta el tamaño del mercado europeo de enoxaparina, que asciende a alrededor de 1.500 millones de euros.

Asimismo, esperamos que el fortalecimiento de la franquicia osteoarticular a través del lanzamiento en España de **Tetridar®**, de Teva, en el tercer trimestre de 2019; el fortalecimiento de la franquicia cardiovascular a través del lanzamiento en España de **Neparvis®**, un producto de alto valor estratégico de Novartis; y la entrada en el segmento de mercado de urología a través del lanzamiento en España de **Volutsa®**, de Astellas Pharma, contribuyan al crecimiento de ROVI en los próximos años. Estos lanzamientos cubren necesidades de creciente demanda y esperamos que nos proporcionen una oportunidad de crecimiento sostenido y rentable en el futuro.

Sin duda, la gran palanca de generación de valor de la compañía son nuestros proyectos de I+D en los que estamos realizando un importante esfuerzo inversor y que esperamos que sean el motor de crecimiento de la compañía en el futuro. Estamos esperanzados con el potencial de la tecnología ISM®; hemos concluido un ensayo de Fase III con nuestra tecnología ISM® (**Risperidona ISM®**) y hemos publicado resultados positivos. Asimismo, estamos llevando a cabo un estudio de Fase I para otro candidato, Letrozol, cuyos datos preliminares han arrojado también resultados positivos, lo que refleja nuestra apuesta clara por nuestra tecnología ISM®.

ROVI se encuentra actualmente inmersa en un proceso transformacional de crecimiento y la ampliación de capital ejecutada a finales de 2018 refuerza esta nueva fase que estamos atravesando y nos mantiene con un balance sólido para ejecutar otras oportunidades con el objetivo de ampliar nuestras ventas y rentabilizar nuestros activos. ■



**Javier  
López-Belmonte**

*CFO Laboratorios ROVI*



# El debut de Izertis en el MAB es el primer paso de su incorporación a los mercados de capitales

**I**zertis es una consultora que ayuda a las compañías en su transformación digital. Su presidente, Pablo Martín, explica el futuro y las previsiones de la empresa antes de dar el salto al MAB.

**Quieren ser una de las 20 mayores consultoras tecnológicas a nivel nacional. ¿Cuáles son los siguientes pasos de Izertis en este 2019 para lograrlo?**

Tenemos un plan de negocio definido para los próximos tres años para lograr ese objetivo. Continuaremos con nuestro proceso de crecimiento orgánico e inorgánico y con nuestro acercamiento a los mercados. En general, el sector de la consultoría tecnológica en los principales mercados en los que operamos está fuertemente atomizado, con empresas de reducida dimensión inmersas en un proceso de transformación digital que aspiramos liderar como uno de los actores decisivos. Todo ello

pronostica una fuerte demanda de los servicios de nuestro sector.

**¿Qué sectores y tipo de clientes son los que más demandan sus servicios?**

Nos centramos en grandes clientes de todos los sectores. Actualmente estamos creciendo mucho en sectores en los que históricamente hemos tenido gran presencia, pero también en sectores donde hemos entrado con fuerza en los últimos años, que es el caso de los seguros, la hotelería y la distribución. En realidad, nuestro trabajo se centra en ayudar a las medianas y grandes organizaciones en su proceso de transformación digital, por lo que nuestra propuesta es transversal a todos los sectores. Los clientes a los que más podemos aportar son aquellos que tienen una estrategia clara en ese sentido y que demandan servicios avanzados de tecnología. Hemos verticalizado nuestro conocimiento alrededor de una serie de grandes sectores, como son:

- Banca y seguros
- Telco & Utilities
- Hoteles y turismo
- Salud
- Gobierno
- Industria

**¿En qué regiones tiene presencia Izertis y cuál es la que más pesa por facturación? ¿Prevén expandirse a otros mercados a corto plazo?**

Izertis es una pequeña multinacional con una veintena de oficinas en seis países: España, Portugal, México, Colombia, República Dominicana y Perú. Desde allí realizamos o hemos realizado negocios con clientes ubicados en 49 países. Vemos oportunidades en mercados desarrollados, como Estados Unidos y Francia, pero también en mercados con un gran potencial, como algunos países africanos. En estos momentos, aproximadamente un 25% de nuestra facturación es internacional y aspiramos a que esa cifra siga creciendo.

**El crecimiento inorgánico es una parte esencial en su estrategia de crecimiento. ¿Qué características tiene que tener una empresa o proyecto para que despierte el interés de Izertis? ¿Cuáles son sus principales socios tecnológicos?**

Buscamos integrar compañías que complementen nuestra organización, ya sea para ampliar nuestra oferta y capacidades, acceder a un nuevo mercado o sector, o llegar a nuevos clientes estratégicos, siempre dentro del mundo de la consultoría tecnológica de alto valor. Nos interesan especialmente compañías de tamaño pequeño y mediano con culturas muy afines a Izertis y que tengan interés en sumarse a un gran proyecto. Los principales socios tecnológicos con los que Izertis trabaja son grandes compañías como Infor, Dell, Microsoft, SAP, Alcatel Lucent, Corning, Liferay, SAS y Salesforce, entre otras.

**¿Qué va a significar para Izertis su próximo debut en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)?**

Una gran oportunidad, pero también una gran responsabilidad. Izertis ha definido como uno de sus objetivos estratégicos a largo plazo la incorporación a los mercados de capitales, y este es un primer paso. Abrir el capital de la compañía ayudará a mejorar su gestión y transparencia, a mejorar su imagen corporativa, a retener y captar talento clave, a disponer de nuevas herramientas de financiación y, en definitiva, a continuar creciendo y logrando nuevos objetivos. También adquirimos una fuerte responsabilidad con los accionistas que se incorporarán a la empresa, a los que tenemos que demostrar que los 23 años recorridos hasta ahora y los logros obtenidos son solo la primera parte de un exitoso camino a largo plazo. ■



**Pablo Martín**

Presidente y Fundador de Izertis



# La disrupción ha llegado

**L**a inteligencia artificial es la capacidad de un programa o una máquina para pensar y aprender como un ser humano. Podemos ya entrenar a las máquinas para que vean, oigan, naveguen e interactúen en tiempo real. La inteligencia artificial abarca un amplio conjunto de disciplinas: el llamado aprendizaje profundo, el aprendizaje automático, el Big Data y la visión artificial, entre otras. Todas estas tecnologías confluyen para convertir la inteligencia artificial en una realidad.

Se trata de una tecnología verdaderamente transformadora, en el sentido de que representa un punto de inflexión por su capacidad para crear y redistribuir valor en grandes proporciones. En Allianz Global Investors hemos sido pioneros en el reconocimiento de las repercusiones que estos avances tecnológicos pueden tener sobre las empresas, la economía y la sociedad en su conjunto.

Por eso, en marzo de 2017, lanzamos el Allianz Global Artificial Intelligence, el primer fondo en Europa dedicado a invertir en esta temática. Entendimos que, para captar todo el potencial disruptivo de la inteligencia artificial, necesitamos una aproximación distinta de la que ofrecen los fondos sectoriales de tecnología.

Un fondo de tecnología típico proporciona exposición a la inteligencia artificial únicamente dentro del sector tecnológico. El objetivo de nuestra estrategia es más amplio. Buscamos invertir en empresas de todos los sectores que aprovechen o se beneficien de la rápida evolución de la inteligencia artificial. Y es que la inteligencia artificial ya está repercutiendo en sectores distintos, incluyendo los más tradicionales como la agricultura, la educación, la sanidad o el comercio.

## Disrupción

Dado que el mercado para la inteligencia artificial todavía se encuentra en una etapa temprana, no es necesario que la mayoría de los ingresos corrientes de las empresas en las que invertimos deriven directamente de su aplicación o desarrollo. Se trata de encontrar compañías bien posicionadas para sacar partido a la inteligencia artificial en el medio plazo. Para mantenerse al día en un terreno tan dinámico, hace falta una actualización constante. Para nosotros, el proceso de análisis no tiene fin, tanto para las empresas en cartera como para las que no forman parte de ella.

Nuestros analistas celebran más de 1.000 reuniones con los equipos directivos de las em-

presas cada año. Esta interacción cara a cara proporciona una valiosa fuente de información acerca de las principales diferencias entre las empresas competidoras. Con un conocimiento más profundo de las perspectivas fundamentales de una empresa determinada, estamos mejor preparados para valorar la capacidad de beneficios de la empresa y el valor de ese título concreto.

La inteligencia artificial puede tener un efecto transformador sobre una empresa con una cantidad de inversión modesta. Nuestra intención es identificar e invertir en empresas que aprovechan mejor la inteligencia artificial que sus competidores, de forma que la aplicación de estas tecnologías suponga para ellas una fuente de crecimiento sostenible de sus beneficios y/o una ventaja en materia de costes. Nos fijamos tanto en empresas capaces de promover el desarrollo y la adopción de la inteligencia artificial como de aprovechar esta tecnología para generar un mayor valor para los accionistas.



## Sebastian Thomas

Gestor del fondo Allianz Global Artificial Intelligence

### Evolución constate

Vemos cómo un número de empresas cada vez mayor comienza a sacar partido de la inteligencia artificial para desarrollar innovaciones clave para su negocio. Muchas de nuestras posiciones en cartera en los sectores de la automoción, el consumo, la atención sanitaria y las finanzas ya comienzan a experimentar las primeras ventajas, que les permiten presentar productos y servicios únicos que hacen que se sitúen a la cabeza de su sector. →



→ Creemos que, a medida que la disrupción proliferare, el fondo mantendrá en cartera una mayor representación de empresas vinculadas a otras industrias distintas de la tecnología. Típicamente, el fondo tiene un solapamiento máximo del 25% con fondos de tecnología y por lo general tiene una proporción activa (o Active Share) de la cartera del 80-85% frente a un índice tecnológico general.

La robótica, por ejemplo, tiene una exposición más cíclica y depende del gasto en automatización de las fábricas. La mayoría de los fondos o ETFs de robótica tienen un solapamiento muy escaso con el fondo Allianz Global Artificial Intelligence y suelen mantener una exposición mucho mayor al sector industrial y a empresas de automatización de fábricas.

La inteligencia artificial es mucho más amplia; no requiere una presencia física, abarca un conjunto mucho más amplio de aplicaciones finales y provoca disrupción en un mayor número de industrias. Es muy variada y puede generar mucho valor en todo tipo de sectores y actividades.

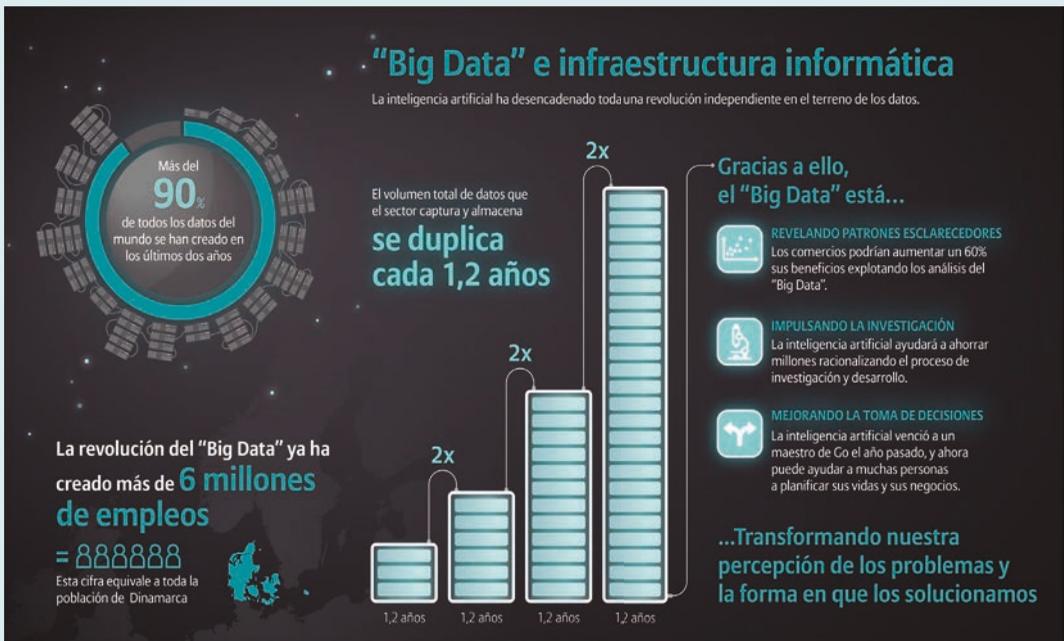
Y a pesar de todos los avances, estamos aún en una fase relativamente incipiente. Sólo en 2016 se calcula que las empresas invirtieron

entre 26.000 y 39.000 millones de dólares en desarrollos vinculados con la inteligencia artificial. Un volumen que casi triplica lo invertido en 2013, la tendencia no hace más que acelerarse.

### Visión global

El fondo está gestionado por el equipo especializado en tecnología de Allianz Global Investors, que opera desde San Francisco y que cuenta con más de 15 años de experiencia en la gestión de fondos de tecnología y más de 20 años analizando y cubriendo el sector, con más de 4.300 millones de dólares en activos bajo gestión. Estar cerca de Silicon Valley nos permite ser testigos de manera directa y tener acceso de primera mano a buena parte de las innovaciones y las tendencias que marcan y marcarán la evolución de la inteligencia artificial en los próximos años.

La inteligencia artificial está impulsando una transformación a todos los niveles que algunos califican ya como una nueva revolución industrial, con capacidad para impulsar la productividad y modificar no solo los modelos de negocio, sino incluso estilos de vida. Es, además, una oportunidad de inversión que abre nuevos horizontes. Y no hace falta esperar para poder sacar partido de ella. El futuro es ahora. ■





# Fondo Allianz Global Artificial Intelligence

## El Futuro es Ahora

La inteligencia artificial ya está aquí  
Descúbrala e invierta con nosotros

[es.allianzgi.com](http://es.allianzgi.com)

[iberia@allianzgi.com](mailto:iberia@allianzgi.com)

El fondo Allianz Global Artificial Intelligence es un subfondo perteneciente a la SICAV Allianz Global Investors Fund, supervisada por la CSSF e inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Puede obtener más información sobre los comercializadores en España del Fondo en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es). La sociedad gestora del Fondo es Allianz Global Investors GmbH con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/AM 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 la 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.

**Allianz**   
Global Investors

# ¿En busca de crecimiento? Busca en la nube

**A**l adentrarnos en el otoño de 2019, los titulares de las noticias relacionados con el ámbito de la inversión se centrarán en dos grandes aspectos: la guerra comercial y las políticas de los bancos centrales. Por supuesto, esto ocurre en un momento en que los mercados han crecido en gran medida durante la mayor parte de los diez años posteriores a la crisis financiera mundial de 2008/2009. Como no podemos estar seguros de cómo los factores anteriores podrían afectar a los mercados, tiene sentido que los inversores busquen lo que debería ser el impulsor clave del rendimiento de la renta variable: el crecimiento.

## Los datos son el nuevo petróleo

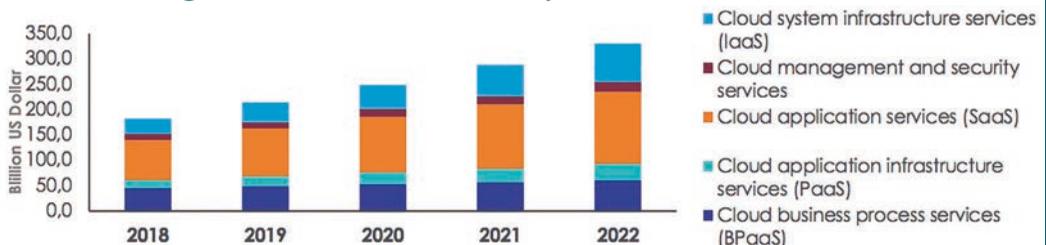
Un reciente informe estima que los datos globales registrarán un ratio de crecimiento compuesto anual del 61% hasta 2025, desde los 33 zettabytes (un zettabyte equivale a un billón de gigabytes) hasta los 175. En 2025 se espera que el 49% de los datos sean almacenados en la nube pública. Por lo tanto, si consideramos que el crecimiento de la generación de datos conti-

nuará sin cesar, el potencial de crecimiento de la nube debería ocurrir de forma completamente independiente a cualquier condición del crecimiento económico.

Podemos trasladar esto a los ingresos esperados de la nube pública mundial, así como verlo en algunas de las clasificaciones más amplias de la nube (todos los porcentajes representan las tasas de crecimiento anual compuesto que se espera que ocurran entre 2018 y 2022):

- Servicios de procesamiento en la nube para empresas -*Cloud business process services* (BPaaS): aproximadamente 7.5%
- Servicios de aplicación de infraestructura de la nube -*Cloud application infrastructure services* (PaaS): aproximadamente 19.5%
- Servicios de aplicación en la nube (SaaS): aproximadamente 15.8%
- Gestión de la nube y servicios de seguridad -*Cloud management and security services*: aproximadamente 14.3%

## Previsión de ingresos del servicio de la nube pública en el mundo (2018 a 2022)



- Sistemas de servicios de infraestructura de la nube -*Cloud system infrastructure services* (IaaS): aproximadamente 25.9%
- Para el total del Mercado de la nube: aproximadamente 16.1%

Esto significa que en 2022 se alcanzarán ingresos de alrededor de 300.000 millones de dólares por los servicios de nube pública.

### Ejemplos de compañías concretas

Una gran cifra y un fuerte crecimiento de los ingresos se ven de una manera distinta cuando se ven en el plano abstracto, por eso nos resulta útil profundizar en lo que están haciendo un par de proveedores de servicios en la nube. Es más fácil conceptualizar el crecimiento de los ingresos una vez que el servicio prestado es más claro.

**Adobe.** Para cualquiera que haya abierto un documento PDF, Adobe le resulta familiar. Hasta 2013, Adobe era principalmente un proveedor de software tradicional local, un negocio de 2.000 millones de dólares. En 2013, Adobe migró a un modelo integrado en la nube, que se tradujo de un precio único (generalmente de aproximadamente 1.800 dólares) a un modelo de ingresos de suscripción mensual. Si bien la transición fue difícil, el crecimiento de sus ingresos pasó de menos del 10% de 2012 a 2014 a más del 16% desde 2015 hasta la actualidad. Así que, en este caso, la adaptación de un modelo de negocio en la nube revitalizó a la empresa y fortaleció su posición frente a posibles nuevos competidores en el mercado de Adobe.

**Box.** Fundada en 2005, Box es una empresa de almacenamiento en la nube que permite a los usuarios acceder al contenido compartido en cualquier momento y desde cualquier dispositivo. El 70% de los usuarios de Box son empleados de las compañías del Fortune 500. El modelo de Box como software como servicio - *Software-as-a-Service* (SaaS) - tiene un 97% de ingresos recurrentes, y la adherencia entre los clientes es fuerte, con una baja tasa de abandono del 4,2%. Por lo tanto, Box representa una realidad cambiante en la que las empresas están cambiando del almacenamiento de datos en el sitio a un almacenamiento basado en la nube más escalable, lo que puede ahorrar muchos costes, como la infraestructura física y el soporte técnico.

### Conclusión

La previsión del desarrollo macroeconómico sigue siendo difícil, pero creemos que la importancia que el mundo le está dando a los datos, es algo que ha llegado para quedarse. Las empresas de *cloud computing* juegan directamente con esta tendencia creciente. ■



**Christopher  
Gannatti**

*Jefe de análisis de WisdomTree*



# Cómo Blockchain' está cambiando el mercado laboral

**E**n el escenario actual, todavía estamos empezando a descubrir las primeras aplicaciones del *blockchain* en los diversos ámbitos: la creación de nuevos modelos de negocio, la aparición de nuevos perfiles profesionales, la trazabilidad y uso de *smart contracts*, la verificación de autenticidad de documentos o la inclusión en los mercados de valores, entre otros. No obstante, si vamos unos años más adelante y factorizamos en el escenario del trabajo el impacto de la automatización mediante robots e inteligencias artificiales especializadas, parece que vamos a un mundo con menos trabajo productivo realizado por humanos.

La aparición de estas nuevas tecnologías como la inteligencia artificial o el *blockchain* están redefiniendo por completo el mercado laboral tal y como lo conocemos. Que no quepa duda de que el mundo avanza más rápido que nunca, y lo que está pasando ahora mismo en la otra punta del mundo posiblemente afectará en cómo vas a desarrollar tu profesión mañana. Ni mejor ni peor, pero sí diferente.

De hecho, lo que nos viene a todos a la cabeza cuando hablamos sobre el “futuro del trabajo” es el concepto “incertidumbre”. Sin darnos cuenta, hemos pasado de la fábrica a la plataforma. Las tareas automatizables realizadas por humanos han pasado a nuevas competencias que evolucionan tan rápido que ya no es raro encontrar cada vez más servicios desfasados e inservibles junto a nichos y habilidades híper demandadas y raras de encontrar. Esta revolución llegará incluso a crear nuevos empleos para los que todavía no existe una formación reglada como especialistas en *blockchain* o en la gestión y análisis de datos.

El viejo paradigma de grandes cantidades de trabajadores contratados con carreras de 40 años en la misma empresa se ha transformado en la posibilidad de contar con talento bajo demanda de forma mucho más flexible y mucho más eficiente. Aun así, todavía estamos en proceso de transición. La automatización hace que este desajuste laboral se acelere y la esperanza de vida de los profesionales -cada vez más larga- obliga al sistema y a los más sénior a reinventarse.

Junto a todas las oportunidades que ofrece un escenario así, no es sorprendente que la incertidumbre inherente genere un cierto temor entre los profesionales, las organizaciones y los inversores. En este sentido, según el estudio “El Mercado Laboral Digital a Debate. Plataformas, Trabajadores, Derechos y Workertech” elaborado conjuntamente por Cotec, Ouishare y Malt, se ha producido un importante aumento de trabajadores independientes que responden a una necesidad clara del mercado, pero que también conllevan ciertas ineficiencias razonables que necesitan soluciones colaterales para minimizar esta incertidumbre.

Particularmente, el *blockchain* se postula como la tecnología idónea para cubrir parte de estas soluciones como pueden ser la desintermediación entre cliente y proveedor, la reducción de costes de infraestructuras, la facilitación de pagos y salarios y la resolución de conflictos entre pares en un mercado descentralizado, lo que implica el reto de una identidad y reputación digital transparente.

Es cierto que el mismo mercado que busca soluciones simples es capaz de impulsar medidas y leyes institucionales que normalicen la utilización de estas nuevas tecnologías. Por ejemplo, recientemente las autoridades de Nueva Zelanda aprobaron una ley que permite a las empresas pagar salarios en *bitcoin*. Es una medida que conlleva ciertas restricciones pero, sin duda, un paso importante para un mundo globalizado donde cada vez adquiere menos sentido establecer fronteras digitales. De esta forma, las empresas pueden pagar los salarios en cualquier parte del mundo, facilitando los pagos a trabajadores destinados fuera del país y eliminando burocracias y comisiones intermedias.

**» Las autoridades de Nueva Zelanda han aprobado recientemente una ley que permite a las empresas pagar salarios en bitcoin**

Asimismo, ya existen todo tipo de plataformas laborales basadas en *blockchain* y muchas de ellas han lanzado -o están en proceso de hacerlo- su propia ICO para su financiación inicial. Esto es así porque la propuesta de valor de los servicios basados en *blockchain* es innegable. Lo que está claro es que debemos subirnos al tren para seguir de cerca la evolución del *blockchain* y su encaje con el mercado laboral y con todos los demás ámbitos que está revolucionando, pues avanza tan rápido que, si no estamos en él, cuando queramos darnos cuenta ya habrá pasado a la siguiente estación y España se habrá quedado atrás. ■



**Gonzalo Torres**

Country Manager de Malt

**GONZALO AZCOITIA** | Director General Jupiter Asset Management Ltd, Sucursal España

## “El inversor en fondos de Jupiter busca una gestión de alta convicción basada en el análisis fundamental, con un compromiso de generación de Alfa a medio y largo plazo”

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, sus más de veinte años de experiencia en el sector financiero hacen de Gonzalo Azcoitia un gran conocedor de la industria. Trabajó para instituciones punteras, pero en 2007 decidió dar un “pequeño” giro a su carrera, adentrándose aún más en el mundo del *coaching*. En 2016 se unió a Jupiter y ahora intenta compaginar ambas pasiones, es decir, la inversión financiera y las emociones, campo en el que cuenta con un blog: “Reflexiones de un coach con refugio en Sherwood”. Es padre de 3 hijos, una joven de 29 y dos chicos de 27 y 25 años. **Por Consuelo Blanco.**

**G**onzalo se describe como un personaje atípico de finanzas, sin ambiciones de “querer ser el más grande o el que más dinero tenga”. Es un romántico que disfruta del arte, la literatura y el cine. “La manera de cambiar es cambiar tu mirada para cambiar tu manera de ser. Y no hay manera de cambiar tu mirada sino cambias las historias que te cuentas. Somos lo que nos contamos”.

Entre sus conferencias hay una llamada **Inversiones y Emociones**, que da desde el punto de vista del *coaching* ontológico, y lo aterriza en el mundo de las inversiones para aprender a invertir sin que afecte en las emociones. “Si tu inviertes por fundamentales, base sólida de inversión, te llevará casi seguro a entrar y salir antes”. Pero el inversor tiene que dar tiempo a esas inversiones, y eso es algo que el inversor español aún no procura. **La clave en las emociones es una variable física que es “t” TIEMPO. Invertir a largo plazo.**

Pero, ¿cómo se puede convencer o hacer entender a los inversores que el tiempo es importante? Gonzalo Azcoitia lo tiene claro. La clave está en la educación financiera y repetir al cliente que el horizonte temporal es entre 3 y 5 años. Siempre hay que invertir a largo plazo.

Pero el inversor español aún no está preparado para el largo plazo. “Por ejemplo, si en España se hiciera un producto de inversión para aportar dinero a un recién nacido con el fin de que cuando tuviera 18 años lo usara para ir a la universidad y le dieras a elegir un solo producto donde meter todo el dinero, el porcentaje de gente que escogería un producto de mercados emergentes sería bajísimo, cuando el 60% del PIB mundial y el 80% del crecimiento de ese PIB está en los emergentes”, explica Gonzalo.

De ahí la frase “la gente busca una merluza grande que pese poco”, es decir, la merluza es la rentabilidad y el peso es la volatilidad. Si quieres rentabilidad de largo plazo, tienes que asumir volatilidad.

El gran reto de la industria española es enseñar a invertir a largo plazo. Según el directivo de Jupiter, la educación financiera de los españoles sigue siendo baja y es labor de toda la industria cambiar esto. “Los asesores financieros son una punta de lanza muy buena porque son independientes y por su elevada experiencia y conocimiento”. En este sentido, los asesores pueden ayudar a educar al cliente en las inversiones a medio y largo plazo y, sobre todo, hoy en día, en un entorno de tipos



de interés bajos que está para saber asumir y tolerar la volatilidad.

El mercado español ha evolucionado y hay fondos de Jupiter, y de otras casas, que lo hacen realmente bien superando ampliamente a los índices. Hay que conseguir que el cliente tenga una mejor experiencia de inversión, sobre todo desde el punto de vista emocional.

Respecto a la **industria de gestión de activos española**, dejando a un lado si hay muchas o pocas gestoras, sobrevivirán los que lo hagan bien. “No hay un número mágico, pero aquellas gestoras que agreguen valor, que sean verdaderamente de gestión activa y generen alfa, como Jupiter, tienen y tendrán un hueco y sobrevivirán momentos difíciles de mercado”.

En el caso de Jupiter, y a diferencia de otras gestoras, no hay una única “visión de la

casa”, ya que cada gestor tiene su visión que no sólo se acepta, sino que se fomenta. Del mismo modo, hay clases de activos que no tienen índice de referencia, como los convertibles. Saben que hay un índice que algunas veces incluyen en las fichas, pero no se limitan a ver la constitución y peso de las empresas en el mismo.

Gonzalo destaca que aproximadamente el **75% de los activos gestionados por Jupiter están por encima de la mediana en términos de rentabilidad**, en primer o segundo cuartil, y además hay algunos fondos como el Dynamic Bond o el European Growth con resultados muy sólidos.

Mientras que en los fondos de renta variable las carteras son sumamente concentradas de entre 30-50 posiciones según la estrategia, en el caso de la renta fija y multiactivos, son fondos extremadamen- →



→ te diversificados. Lo que tienen en común todos los productos de Jupiter es la *high conviction*: los gestores plasman su visión construyendo las carteras que consideran mejores para los clientes, independientemente de los índices o lo que hagan otros gestores en el mercado.

Azcoitia comenta que otro punto diferencial respecto a los competidores es el hecho de que en Jupiter no hay un comité de inversión "formal" del que emane un consenso o una lista de inversiones. El intercambio entre los gestores se hace porque quieren. Realmente, **"es una casa caracterizada por la libertad de inversión de los gestores, con un foco emprendedor"**.

Jupiter es una casa de alta convicción para invertir a medio y largo plazo y generar rendimientos a medio y largo plazo, con el menor riesgo posible. Tiene una gama diversificada

de fondos, pero no muy numerosa, haciéndolo fácil de gestionar y conocer.

Uno de sus fondos destacados es el **Jupiter European Growth** de renta variable europea, que consigue un resultado muy superior al índice en los últimos 10 ó 12 años, gestionado por un equipo pequeño de tres gestores, que buscan empresas líderes globales en sus sectores, pero cotizados en Europa. Ganadores a lo largo del ciclo. Es también un fondo adecuado para momentos de cambio de ciclo.

Otro es el **Jupiter Dinamic Bond**, que es un fondo flexible de renta fija global en el que el gestor busca posicionarse en las mejores alternativas siempre con la rentabilidad-riesgo como objetivo.

Hay otros fondos de renta variable y fija de emergentes y monopáis, que también han mostrado consistencia en el proceso de inversión y en su desempeño.

En octubre 2018 lanzaron el fondo **Jupiter Flexible Income**, gestionado por Talib Sheikh, responsable de la estrategia multiactivos y procedente de la gestora de JPMorgan. Es un fondo con el objetivo de generar un dividendo regular (la idea inicial es de entre un 4 y un 6%) y quizá una cierta apreciación de capital en periodos de 5 años. El fondo utiliza una estrategia de *asset allocation* flexible.

Para Gonzalo su reto profesional es que cuando un cliente entre en alguno de sus fondos sepa por qué entra y que comprenda que su inversión es para el largo plazo. En España aún no se valora la gestión fundamental de largo plazo porque los medios insisten en el fondo más rentable del mes o del año, y eso no es visión de largo plazo. No hace falta fijarse tanto en el nivel de la comisión, sino su rentabilidad neta final. "Hay que defender un estilo de gestión en el que creemos y ayudar al inversor español, agente o banquero que cuida de ese inversor, a invertir a medio y largo plazo bien, sin dejar que la emoción se interponga poniéndote muy nervioso o codicioso". ■



# Haga que sus inversiones importen.

Juntos podemos marcar la diferencia.

**Rentabilidad y Responsabilidad; parte de nuestro ADN nórdico.**

**Gama Nordea STARS**  
**Nordea 1 – Global Climate and Environment Fund**

[nordea.es/inversionresponsable](https://nordea.es/inversionresponsable)

Los subfondos citados forman parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital variable luxemburguesa (Société d'Investissement à Capital Variable) constituida y debidamente autorizada conforme a las leyes de Luxemburgo, de acuerdo con lo establecido en la Directiva Europea 2009/65/CE del 13 de Julio de 2009, y registrada en el registro oficial de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV bajo el número 340 para su comercialización pública en España. **Este material es publicitario** y no divulga toda la información relevante relativa a los subfondos. Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) actualizado, que se pueden solicitar de forma gratuita, junto con el último informe anual y semestral, en versión electrónica en inglés y en el idioma del país en el que la citada SICAV se encuentra autorizada para su distribución, a Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados de la SICAV. El agente representativo es AllfundsBank S.A.U., C/ de los Padres Dominicos, 7, ES-28050 Madrid, Spain. La lista completa de los distribuidores autorizados está disponible en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). Publicado por Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxemburgo, autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier en Luxemburgo. Para más información consulte a su asesor financiero que le podrá aconsejar de manera independiente de Nordea Investment Funds S.A.

izertis

# YOUR FUTURE, OUR CHALLENGE.



Líderes en procesos  
de Transformación Digital.

[www.izertis.com](http://www.izertis.com)