

▶ La revista para los profesionales de fondos

Número 2 | Mayo 2018

Entrevistas

Patricia Gutiérrez, Pedro Coutinho y Víctor de la Morera

Inversión

Influencia de la tecnología

Especial

Enfrentando activos

Perspectivas

Sobre las FAANG y la inflación

Rankia

Pro



Vuelva a incorporar a los Emergentes en su cartera

Saque partido al crecimiento de los mercados emergentes globales

Buscamos el potencial de Crecimiento más fuerte. Únicamente invertimos en negocios de alta calidad y con valoraciones atractivas en mercados y sectores caracterizados por un fuerte crecimiento secular, para aprovechar el beneficio a largo plazo de invertir en mercados emergentes.

¿No es hora ya de volver a incorporar los emergentes en su cartera?

Invertir en mercados emergentes, es considerado más arriesgado que invertir en mercados desarrollados y el inversor podría recuperar la inversión original.

Más información

bmogam.com/es/lgm-mercados-emergentes

LGM

Ayudamos a tomar decisiones a los profesionales de la gestión de patrimonios



.....

Llegamos al segundo número de RankiaPro y queremos agradecer la fantástica acogida de esta revista por los profesionales de la industria de fondos. Es un incentivo para seguir trabajando más aún si cabe para aportar la mejor información. Desde RankiaPro queremos ayudaros a tomar mejores decisiones de inversión mediante acciones online y offline. A través de la revista RankiaPro, la web www.rankiapro.com y de los eventos que organizamos en España, Portugal y Chile.

Eventos RankiaPro

La experiencia contrastada de varios años de RankiaPro en la organización de eventos ha llevado a situar a los mismos como referentes en el sector de fondos de inversión. Así, contamos con el mayor evento anual para selectores de fondos de España llamado "Rankia Funds Experience" que llevaremos a cabo en Valencia el jueves 25 de octubre (reserva esa fecha en tu agenda) en el que potenciamos la relación de las gestoras con los profesionales de la industria. Este año desarrollaremos la segunda edición de este mismo formato en Portugal y el próximo 15 de noviembre nos reuniremos por primera vez con los selectores de fondos chilenos en Rankia Funds Experience Santiago de Chile.

Revista RankiaPro

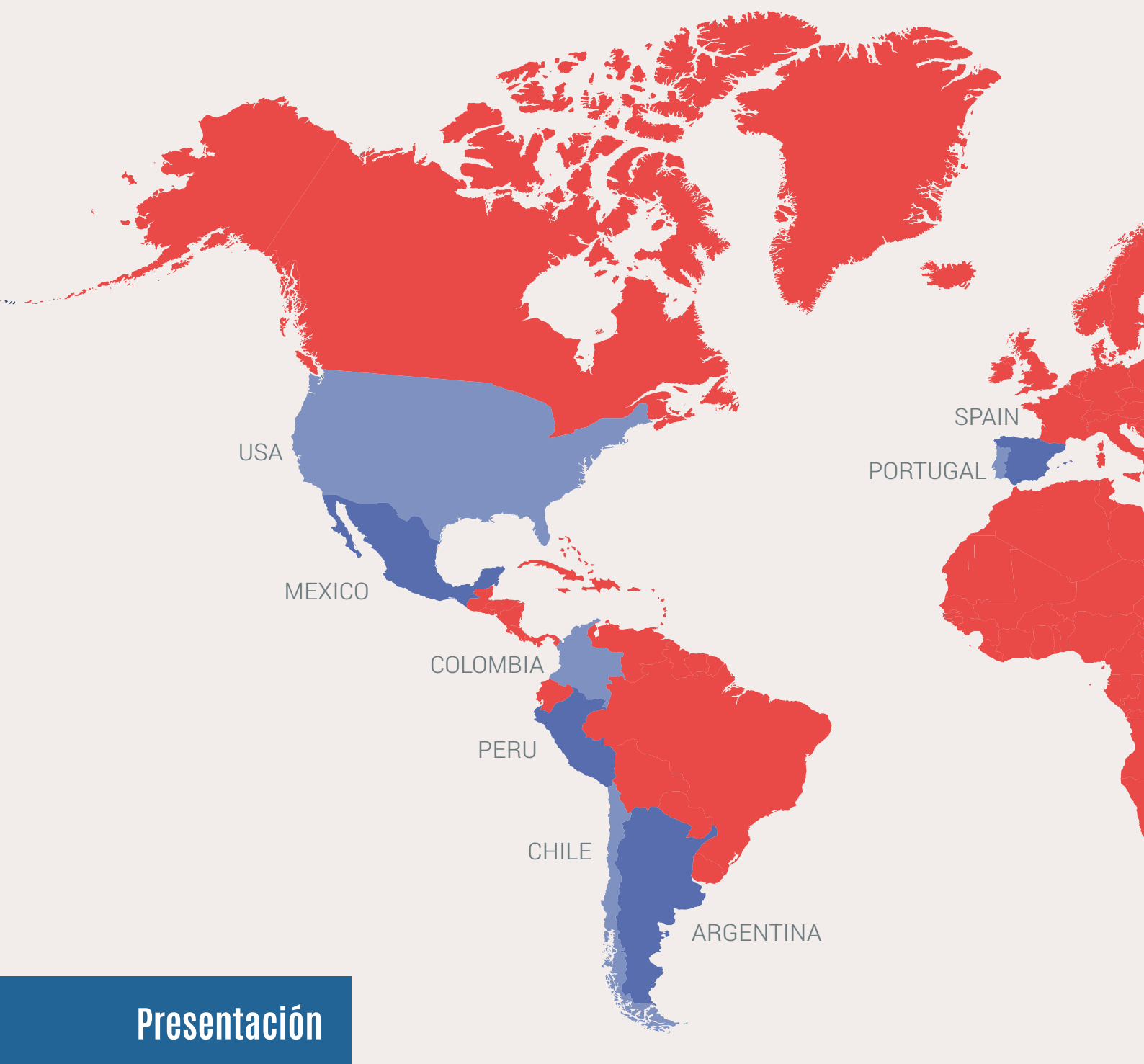
Complementando los eventos, lanzamos la revista RankiaPro que recoge diversas ideas de inversión como apoyo a tu labor diaria. Combinamos entrevistas a los principales players, así como la opinión de reconocidos gestores a nivel mundial. El especial de cada número recoge el análisis de gestores de fondos sobre los distintos activos con mayor potencial para el medio y largo plazo. Queremos que cobre presencia en la revista el profesional del sector de Portugal y de Chile y abrirla a la experiencia de otros profesionales de otras regiones geográficas que enriquezcan nuestra visión local.

Web www.rankiapro.com

Junto con la revista, nuestra página web completa el espacio online de RankiaPro. Proporcionamos artículos de actualidad junto con colaboraciones de profesionales de la industria, analizando la situación en los mercados y las mejores ideas de inversión del momento. En resumen, es otra forma de conectar a los profesionales y contrastar opiniones.

Las oportunidades de inversión que podemos encontrar en el sector tecnológico y emergentes, son algunos de los temas que trata la edición de este trimestre. ¿Podemos señalar cuál será el próximo segmento o sector en el que invertir en los próximos años? Además, entendemos mejor a la industria de fondos de Portugal y en qué fondos invertir en los próximos meses. Todo esto y más en la revista RankiaPro.

Miguel Arias



Presentación

Rankia comenzó su andadura en febrero de 2003 en España y, desde entonces, se ha convertido en una comunidad de referencia de habla hispana compartiendo experiencias sobre la gestión de inversiones y finanzas personales. Con más de 590.000 usuarios registrados, Rankia está presente, además de España, en LATAM (México, Chile, Colombia, Perú y Argentina) y Portugal.

Ahora Rankia continúa su expansión iniciando un nuevo proyecto dirigido exclusivamente a profesionales de la industria de gestión de activos: RankiaPro. Esta nueva iniciativa tiene como objetivo ayudar a los profesionales de la industria de gestión de activos a tomar unas mejores decisiones de inversión y mejorar el networking de la industria, potenciando las relaciones entre los profesionales de la misma.



En consonancia con el proyecto, RankiaPro ha lanzado esta revista, enfocada únicamente al público profesional combinando artículos de finanzas con otras temáticas de ocio. La nueva web **www.rankia-pro.com** recoge artículos relacionados con la gestión de activos. Además, a través de la web se pueden visualizar todos los próximos números de la revista así como los eventos del sector. ¡Nos encantaría conocer tu opinión!

Rankia Pro

ÍNDICE

Realidades y circunstancias del 2018

8



Francisco Pardo analiza la situación de los mercados y señala sus perspectivas para el 2018. Será un año relevante para el sector de los servicios de Banca Privada.

La renta fija, la renta variable y las correlaciones

10



La renta fija está cara y la renta variable admite matices. La segunda tiene más posibilidades de ofrecer retornos superiores a la primera.

Entrevista a Patricia Gutiérrez

12



Nos muestra las características de un buen gestor y hacia qué tipos de fondos deberíamos dirigirnos este año. ¿Gestión pasiva o gestión activa?

La influencia de la tecnología

16



Xavier Guerrero reflexiona sobre la implicación de la tecnología hoy en día y las oportunidades de inversión que ofrece. La revolución tecnológica conlleva una gran transformación del potencial de creación de riqueza de la economía.

La industria en Portugal a fondo

18



¿Quieres conocer la industria de fondos en Portugal de la mano de Pedro Coutinho? El inversor portugués se caracteriza por ser conservador aunque está aumentando el apetito por los fondos mixtos defensivos, con algo de renta variable.

La próxima gran oportunidad

22



¿Podemos predecir cuál será el próximo gran tema de inversión? Desde el punto de vista de Francisco, vale la pena recordar el pasado y alertar de los peligros que conlleva la elección de un tema o de un sector.

Enfrentando activos

24



De la mano de reconocidos gestores, descubrimos cuáles son los activos que podrían tener un mayor potencial para los próximos meses. ¿Latam vs Asia? ¿Renta fija vs renta variable?



Perspectivas sobre las FAANG

48



Paul Wick de Columbia Threadneedle señala la situación actual de las FAANG. Encuentran divergencias entre los beneficios y los flujos de caja del sector de las FAANG. ¿Qué postura mantienen frente a cada una de ellas?

Entrevista a Víctor de la Morena

52



Repasa las perspectivas para 2018, comentando las posibilidades de que el ciclo económico continúe. Por sectores, les parecen atractivos energía, bancos y seguros y el mayor riesgo lo ven en el impacto de una potencial escalada proteccionista a una mayor fortaleza del euro.

Concurso carteras Rankia

56

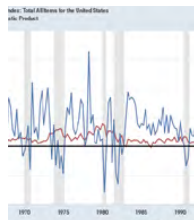


El pasado 1 de febrero iniciamos el Concurso Rankia de Carteras Modelo 2018. Conoce la evolución de las tres mejores...



La inflación: ¿peligro?

50



Joaquín López Abellán analiza si la inflación será un peligro este año. Hemos vivido un año 2017 muy tranquilo desde el punto de vista del riesgo percibido por los inversores.

Las tecnológicas: un mar de posibilidades de inversión

54



¿Qué oportunidades de inversión ofrece el sector tecnológico? Henk Grootveld y Patrick Lemmens señalan las perspectivas que tienen para el sector y qué temáticas dentro del mismo destacarían.

Concurso Amiral Gestion

58



Durante un mes los usuarios de Rankia han tenido la oportunidad de participar en el sorteo "Conoce a Warren Buffett y Charlie Munger en Omaha 2018", cuyas condiciones eran publicar una tesis de inversión de una compañía y ser seguidor de Amiral Gestion.

Desde Chile un cielo azulado

61



Actualmente Banchile Inversiones ofrece entre sus propuestas de inversión las llamadas inversiones alternativas líquidas mediante una estrategia de fondos de "hedge funds", con un foco en vehículos UCITS alternativos.

Realidades y circunstancias del 2018: la hora de la transparencia

- ▶ En estos últimos días estamos asistiendo a la presentación de los resultados correspondientes al primer trimestre de 2018 en la principal referencia económica del mundo.



Francisco Pardo

.....
Socio - Director de CoreCapital Finanzas A.V. S.A.

La primera conclusión es que la economía americana va mejor de lo esperado, y que muchas de las previsiones a principio de año estaban equivocadas. La realidad es sencillamente que los resultados están un 7% por encima de las estimaciones. Y estos resultados nos dan una segunda conclusión y es que esto es lo que está dando soporte a las bolsas americanas.

También empezarán a plasmarse los resultados de las empresas españolas como BBVA, donde los resultados del primer trimestre del 2018 son bastante optimistas, ya que crecen con respecto al mismo periodo del año anterior un 11,8% más, lo que supone en términos brutos unos 1.340 millones. Telefónica por su parte, también ha publicado los resultados del primer trimestre con un beneficio de 837 millones, lo que supone un 7,4% más que el año pasado. Por el lado negativo, destaca su pérdida de cuota de negocio en el mercado latinoamericano. Y por encima de los demás su bajada de actividad en el mercado brasileño. Por otra parte, los resultados del Grupo Banco Santander, superiores en más de un 10%, fundamentalmente basados en su actual joya de la corona, que no es otra que Brasil. En la parte de la cuenta de resultados destaca la bajada de las condiciones de la Cuenta 123 en España, con una reducción de más del 50% en la remuneración de esta cuenta dejando el saldo remunerado en 6.000€ frente a los 15.000€ origina-

les. En las últimas semanas asistimos a una recuperación del mercado de renta variable en Europa. Destacan Francia e Italia y quedan un poco rezagadas Alemania y España. En la zona Euro se produce una subida del 1,34% en la tercera semana de abril, y se acumula una subida del 3,95%, dejando los niveles anuales casi a cero.

Vemos también cómo la referencia a 10 Años americana sube su rentabilidad y continúa su escalada y rompe la barrera del 3%, remontándonos a niveles de cuatro años atrás. La subida de la cotización del petróleo, que llega ya a sus máximos anuales en los 74\$ barril, junto con la publicación de un mejor dato de lo esperado, del Philadelphia Fed de 23,2 vs al 21 previsto, son claramente los dos motores de esta subida del BONO Americano a 10 años. El indicador de Philadelphia es uno de los mayores indicadores adelantados, reflejando este resultado que la economía americana está sorprendiendo positivamente.

La preocupación latente seguirá siendo un posible recalentamiento de la economía y como resultado una aceleración de la subida de tipos. Para los sectores americanos observamos una situación mixta, llevándose la peor parte los sectores de Real Estate y Media, donde las caídas fueron superiores a un 2%. En el otro lado destacan los sectores que mejor aguantaron la tercera semana del mes de abril, donde destacan la energía,

basándose esta subida en el aumento del precio del petróleo y semiconductores.

Los índices americanos terminaron esta tercera semana del mes de abril con ligeras subidas, donde las empresas que destacaron fueron las small caps frente a las multinacionales, lógicamente estas últimas más expuestas a los vaivenes internacionales ya que parte de sus ingresos vienen por exportaciones y no tanto por la demanda interna. Además, la situación generada por la guerra arancelaria con China que inició Trump, no ayuda a estas últimas.

En China este primer trimestre nos sitúa dentro de los datos esperados, +6,8%, con crecimiento de las ventas al por menor +10,1 vs 9% esperado, aunque la producción industrial fue un poco peor de lo previsto a 6 Vs 6,3. La semana en la bolsa China se caracterizó por una bajada del 1,27%.

Europa se mantiene en la senda con datos de sentimiento peores de lo esperado, el ZEW alemán 87,9, pero la confianza del consumidor mejora. En el mes de abril se aprecia un comportamiento positivo de los sectores europeos, donde la gran mayoría de ellos acaban con signos positivos, aunque en la parte negativa destacan food&beverage, que se dejaron un 0,7 durante la tercera semana del mes de abril. Si analizamos el movimiento de los sectores en lo que llevamos de año, observamos que la gran parte acaban en positivo y destacan principalmente los sectores de tecnología, seguros y petróleo que pasan a tener una senda positiva en este periodo.

En el viejo continente destacaron por su mejor comportamiento las bolsas de los países emergentes como Rusia y el mercado turco.

Los mercados asiáticos tuvieron un comportamiento mixto en general, donde en la parte positiva destacamos a la India con una subida del 0,80%, mientras que China sigue sufriendo por el problema arancelario anteriormente comentado.

Para los próximos meses, habrá que estar atentos a lo que el nuevo presidente de la FED, Jerome Powell, anuncie sobre la subida de tipos de interés. Sobre esto, apuntar que las casas de análisis más conservadoras apuestan por solo 2 subidas durante el año, mientras que otras casas se van hasta las 4 subidas en el conjunto del año, contando la última del día 21 de Marzo, que colocó el tipo impositivo en el 1,75%, sumando así la quinta subida de tipos desde Diciembre del 2015.

Además de la aplicación de MiFID II en nuestro mercado y la certeza de las comisiones que generan los clientes a la cuenta de resultados de algunas entidades de nuestro país, la realidad aflorará cuando lleguen los informes y los clientes, piedra

angular del negocio de Banca Privada, sean testigos reales, y de cómo se consiguen las cuentas de resultados. Podrán ver si es cierto que sus comisiones de gestión son iguales que en los años anteriores, o por el contrario siguen estando en las clases más caras de sus fondos de inversión y con comisiones de Gestión más caras que en los últimos ejercicios.

Sin lugar a duda, el año 2018, será relevante para el sector de los servicios de Banca Privada, donde los clientes tendrán que tomar importantes decisiones: *“Trabajar con Balances que analizan las comisiones de los productos o por el contrario trabajar con balances que analizan los intereses de los clientes”*.



La renta fija, la renta variable y las correlaciones

► Empezaré señalando que sí, yo también pienso que la renta fija está cara y la renta variable admite matices, que me llevan a afirmar de forma global que la segunda tiene más posibilidades de ofrecer retornos superiores a la primera.



Fernando Hernández

.....
Subdirector de Andbank Wealth Management

Con esto me posiciono como la mayor parte del consenso y hace prever que el resto de lo aquí escrito es el clásico blablablá que todos los lectores habrán leído mil veces. No se vayan todavía, no pretendo ganar el premio a la originalidad, pero espero que algo pueda aportarles.

Y el enfoque que pretendo dar tiene que ver con la relación entre los dos Grandes Activos que todos los inversores tienen en cuenta a la hora de afrontar cualquier inversión. Para ello, debo incidir en una de las realidades más asombrosas que hay en los mercados financieros: ¡las correlaciones cambian! Esto ocurre para que, a los que nos dedicamos a la maravillosa y exasperante tarea de distribuir activos, nos resulte más complicado aún, la tarea de hacerlo. Para que me entiendan bien, les pongo un ejemplo. Imaginemos que la relación Yen-Nikkei fuera inversa (es decir Yen débil, Nikkei fuerte y viceversa). Si asumimos una hipótesis sobre la divisa nipona (ejercicio complicado), la evolución del mercado japonés de renta variable, sería consecuencia de dicha hipótesis. ¡Error! Esto pasó durante varios años, de forma muy acusada hasta agosto de 2015, donde la fuerte depreciación del Yen coincidió con la fuerte revalorización del mercado. Sin embargo, en enero de 2018 el índice de referencia de Tokio alcanzó máximos de los últimos 20 años, con una divisa que ha tendido a subir frente al Dólar. Adiós a

la correlación. Es decir, no sólo tenemos que tratar de anticipar hacia donde van los activos, sino también hacia donde van las correlaciones. Ni que decir tiene que todo es mucho más complicado visto así.

Toda esta gran elipsis en mitad del artículo no pretende rellenar, si no muy al contrario asentar las bases para poder orientarles hacia el mundo que, en mi modesta opinión, nos dirigimos (sólo en lo que respecta a los dos grandes activos, el resto lo dejamos para otros...).

Volvamos a las correlaciones. ¿Cuál ha sido la correlación entre renta fija y renta variable en la última década? Pues depende. Si trazáramos una línea desde marzo de 2009 (por poner algún punto de partida) en ambos activos observaríamos una relación inversa, de distinta intensidad según la zona geográfica, pero con las TIRes a la baja y las Bolsas al alza en este periodo de 10 años. Ayyy, pero esta es la parte bonita, porque resulta que, en determinados momentos como el que engloba agosto 2015 y febrero 2016 (recuerdan la crisis del Yuan) las TIRes bajaron y las Bolsas...también y mucho. ¿A qué obedece este cambio más o menos repentino? Hay una interpretación económica que dice que tipos bajos, llevan a mayor capacidad de endeudamiento, mayor crecimiento de las empresas y, por consiguiente, mayor subidas de las Bolsas. Pero, por el lado

contrario, cuando se produce un fenómeno de riesgo, que lleve al mercado a pensar que estamos ante una desaceleración/recesión, los Bonos reciben los flujos que salen de las Bolsas, bajando las TIRes a la vez que lo hacen la renta variable (lo llaman huida hacia la calidad).

La situación a finales de 2017 nos dejaba una economía global que no presentaba ningún signo de estar llegando al final del crecimiento y unas TIRes muy bajas e incluso negativas. Dado que esto tiene lecturas variadas, simplificando hasta el extremo diré que, esto se debía en parte a la presencia de los Bancos Centrales (no hemos hablado de ellos, ya que entraríamos en un terreno largo, muy largo de explicar), pero también a la idea de la eterna desinflación (eufemismo para evitar hablar de deflación y redirigirlo hacia bajos precios, sin más). Sin embargo, 2018 parece haber cambiado esta evolución llevando las TIRes al alza y de nuevo a la correlación inversa de largo

recorrido, ya que las Bolsas han caído moderadamente, pero con la sensación de mayor volatilidad.

¿Y ahora qué? De nuevo evitaré alargarme en exceso. Pero volviendo al inicio del artículo, nada hace pensar que el escenario sea bueno para los Bonos, que deberían seguir subiendo sus TIRes (bajando sus precios), especialmente en Europa que es donde menos lo han hecho. Sobre las Bolsas, mi opinión es que, como si se tratara de un púgil en el argot del Boxeo, está encajando el golpe de reconocer que el dinero no será barato y abundante para siempre, lo cual ha llevado y puede llevar a caídas, que no deben ser preludio de esos grandes retrocesos de fin de ciclo, si no que generarán todavía buenos retornos, pero eso sí desde esos mínimos que se encuentran entre un 10 y un 15 por ciento por debajo de los máximos del 25 de enero de este año. Sin embargo, dado que nos gusta hablar de años naturales, el conjunto del 2018 sería incluso positivo. Veremos.



Entrevista

Patricia Gutiérrez

BBVA Quality Funds

► Patricia Gutiérrez señala las características de un buen gestor y hacia qué tipos de fondos de renta fija y mixtos deberíamos dirigirnos este año. Por otro lado, comenta la visión que tienen de la gestión pasiva vs gestión activa y en qué segmentos puede ser más interesante utilizar cada tipo.



Patricia Gutiérrez

Head of Fixed Income & Multi-Asset Funds and ETFs
Analysis & Selection BBVA Quality Funds

► ¿Cuáles son los criterios que sigue Quality Funds para seleccionar un fondo de renta fija o un fondo mixto?

Dentro de Quality Funds tratamos de buscar fondos consistentes en el largo plazo, no solo desde el punto de vista de la rentabilidad, sino también considerando otras variables como rentabilidad / riesgo, gestión de los drawdowns, estabilidad en los equipos de gestión, fortaleza del proceso de inversión, etc.

Para ello, realizamos un primer examen de los fondos de la industria para clasificarlos por categorías y que sean comparables. No utilizamos el estándar de mercado, sino que definimos

nuestra propia clasificación en función de los principales factores de riesgo por los que se ve afectado el fondo e identificamos posibles sesgos.

Una vez definido el universo comparable, realizamos una revisión cuantitativa de los valores liquidativos a diferentes periodos, para ver su comportamiento y la consistencia tanto en el largo plazo como en el corto, o en momentos puntuales de mercado.

En cuanto a la revisión cualitativa, es un proceso muy específico entorno al fondo, ya que podemos ver desde monetarios a mixtos, pasando por high yield, emergentes o convertibles.

En función de las características del fondo damos más importancia a unos puntos u otros, es decir, miramos en profundidad la cartera y buscamos su coherencia desde todos los ángulos: es fiel a la filosofía del fondo; el comportamiento histórico y actual tiene sentido; que las características del equipo (capacidad, tamaño, localización y comunicación, etc.) sean acorde al tipo de activo, forma de gestionar y los activos bajo gestión; la gestión de riesgos es adecuada (liquidez, mercado, duración, crédito, drawdowns, etc)

En resumen, aunque tenemos un proceso común, dadas las peculiaridades de la renta fija y los fondos mixtos, miramos fondo a fondo, tomando mayor relevancia diferentes aspectos según el caso.





¿Qué características tiene un buen gestor? ¿En qué tipos de compañías os centráis cuando analizáis un fondo?

Lo más importante es el sentido común. Adicionalmente, tiene que contar con una gran capacidad analítica, para procesar la cantidad de información que recibe de distintas fuentes (analistas, gestores, researchs externos) a la hora de tomar las decisiones de inversión.

En cuanto a tipo de compañías, no tenemos sesgo hacia grandes firmas o por el contrario concentrarnos en boutiques. Miramos a nivel fondo, no gestora, cual es el que nos parece más interesante para incluir en nuestro catálogo, y por tanto seleccionar a los mejores gestores en su especialidad.

Si es cierto que las gestoras deben cumplir unos requisitos mínimos para poder formar parte de Quality Funds: contar con 5 años de track record, y unos activos bajo gestión superiores a los 1.000 millones de euros.

Aquellas que cumplan dichos requisitos, si hubiera interés por alguno de sus productos, deben pasar un exhaustivo proceso de due diligence, realizado por un equipo específico dentro de Quality Funds, junto con la colaboración de otros equipos del banco, para determinar que se ajustan a los estándares de calidad exigidos por BBVA.

¿Hacia qué tipo de fondos de renta fija y mixtos deberíamos dirigirnos este año?

En Quality Funds ofrecemos alternativas de inversión a nuestros clientes a través de un amplio abanico de estrategias, para que puedan implementar su visión de asset allocation, así como adaptarse a las necesidades de cada cliente.

En este sentido, lo que nos están pidiendo los equipos de inversión actualmente son fondos con duraciones cortas, en distintos mercados y geografías. Y en línea con lo anterior, vemos más interés por emisiones corporativas investment grade que gobiernos, que se encuentran más expuestos a los movimientos de tipos de interés. Otro activo donde encontramos interés por parte de nuestras unidades es la deuda emergente en divisa local.

¿Cuáles son los principales riesgos que ves para estos fondos de cara a los próximos meses?

Un aspecto que nos preocupa, no solo en estos fondos, sino en el mercado en general es la liquidez. Es un aspecto con el que hay que convivir en renta fija, pero que en los últimos años se ha agudizado. Si a esto le unimos que muchos gestores siguen estrategias similares, en el momento en que veamos un

sell-off importante, será difícil deshacer posiciones, ya que gran parte de los inversores estarán en el mismo lado.

Respecto a los fondos de duraciones cortas, dado el entorno actual con rentabilidades tan bajas, resulta complicado ofrecer rentabilidades atractivas, más si tenemos en cuenta las comisiones, por lo que podemos esperar en algunos casos rentabilidades negativas.

Por el lado de estrategias con mayor carry, como emergentes en divisa local, el mayor riesgo sería un potencial fortalecimiento del dólar frente a las divisas emergentes. Adicionalmente, riesgos geopolíticos podrían llegar a afectar a los activos de riesgo en general, viéndose penalizados los países emergentes.

¿Cuál es tu opinión sobre la gestión pasiva Vs gestión activa? ¿Tienen cabida ambos tipos en una cartera?

Desde nuestro punto de vista, dentro de renta fija consideramos que son vehículos complementarios, no sustitutivos, por lo que tienen espacio tanto la gestión activa como pasiva.

En Quality Funds contamos con un catálogo de gestión activa y otro de gestión pasiva. Lo importante es conocer las diferencias entre ambos, y elegir el que mejor se adapte en cada momento o estrategia.

En este sentido, y dada la heterogeneidad del mercado de renta fija, así como el elevado número de índices disponibles, encontramos que los ETFs de renta fija suelen replicar benchmarks diferentes a los gestores activos, implicando una decisión de asset allocation en muchos casos, y haciendo que la comparativa no sea representativa.

¿En qué segmentos puede ser más interesante utilizar ETFs y en cuáles fondos de gestión activa?

La gestión activa suele ser más interesante en aquellos universos donde la selección de títulos es muy importante. En renta fija, es más importante evitar los malos, que acertar con los que mejor se comportarán, por tanto, en categorías como high yield o emergentes, donde el riesgo de default es más elevado, creemos que tiene más sentido la gestión activa.

Los ETFs son muy útiles para diseñar estrategias donde no hay opciones con fondos de inversión. Por ejemplo, la oferta de producto pasivo en gobiernos es muy elevada, ofreciendo la posibilidad de implementar la visión a nivel tramo de la curva (0-3 años; 1-3 años, 3-5 años, >20 años, etc) o país (Espa-

ña, Italia, Portugal, UK, México, etc). Igualmente en crédito, pudiendo decir en qué calidad crediticia queremos invertir (AAA, BB, BBB-BB, etc).

¿Cuál sería, desde tu punto de vista, el mayor riesgo que tienen los ETFs?

Nuevamente la liquidez. No debemos olvidar que invierten en renta fija, y por tanto, la liquidez del subyacente es muy importante, sobre todo si hay que acudir al mercado para crear o deshacer la cesta de inversión.

Por otro lado, consideramos que en general es un producto de beta, de manera que los inversores lo utilizan para entrar y salir de forma rápida y eficiente en términos de costes, pudiendo generar fuertes flujos en la misma dirección. Son las fuertes salidas las que pueden generar mayores riesgos para los inversores.

Otros riesgos que vemos asociados son los costes. En caso de acudir al mercado, el bid-ask del subyacente se tendría que repercutir en el ETF.

¿Hay alguna temática que te resulta especialmente interesante para el largo plazo?

El entorno actual no permite tener una visión clara a largo plazo, ya que hay varios factores que pueden afectar a los mercados, como la posible desaceleración en China, cambio de política del BCE, sorpresas inflacionistas en EEUU o tensiones geopolíticas.

¿Qué tan importante es la tecnología en tu labor de análisis y selección?

La parte cualitativa tiene un mayor peso en nuestro proceso de selección. Es imprescindible conocer de primera mano a los gestores y sus procesos. Sin embargo, es cierto que la parte cuantitativa también es muy importante, para poder realizar una primera evaluación de los fondos, y filtrar los que más destacan, para centrar en ellos la atención. Y lo mismo sucede con la monitorización posterior, donde los datos cuantitativos pueden ser de gran ayuda. Y en este análisis más cuantitativo, la tecnología y los avances tecnológicos son muy importantes para nosotros, porque nos permite optimizar nuestros procesos, para que sean más eficientes y fiables.

Cada vez manejamos más número de fondos y de datos, por lo que contar con unas herramientas robustas es cada vez más necesario. En Quality Funds utilizamos tanto proveedores externos como procesos propios de los selectores en nuestro día a día.



La influencia de las nuevas tecnologías

► ¡Vale, aceptamos pulpo como animal de compañía!

Esta metáfora que se hizo famosa en un spot de televisión en el año 1996, explica perfectamente el escenario actual de la cuarta revolución industrial.



Xavier Guerrero Petit

.....
Socio ejecutivo en Diagonal Inversiones, A.V.

Las grandes empresas que mueven el mundo tradicional han entendido que los nuevos actores tecnológicos van a liderar esta transformación creando un sistema virtual paralelo al tradicional.

Como dato trascendente para darnos cuenta de la magnitud del cambio generacional, en 1995 el 75% del peso del Índice SP500 eran empresas industriales contra un 25% de tecnológicas. La posición actual del SP a finales del 2018 estamos en un escenario casi opuesto, y además con una tendencia cada vez mas clara a favor de la tecnología.

Hasta el momento, el principal objetivo de los lobbies era impedir la entrada de nuevos actores, para así poder mantener su liderazgo. Pero han aceptado que la revolución tecnológica se va a imponer y en lugar de poner trabas, es mejor unirse al desarrollo aportando millones de dólares/euros para tener el control de esos proyectos. Este cambio de mentalidad ha provocado la explosión de oportunidades de negocio a nivel mundial y por eso empezamos a hablar de una nueva generación de BigData, desarrollos como AI (artificial intelligence), IoT (the internet of things), tecnología Blockchain (transacciones de forma segura), AR (augmented reality), y todo ello impactará seguro en la próxima década.

La revolución tecnológica conlleva una gran transformación

del potencial de creación de riqueza de la economía, por lo que oportunidades de inversión. Un cambio global, del que el sector financiero tampoco quedará exento. La revolución fintech aportará nuevos competidores al sector bancario (Google y Facebook ya se han posicionado, entre otros). El papel de las fintech en esta transformación global, deberán garantizar un sistema de transacciones (cobros/pagos) de forma segura, aportarán nuevas formas de gestión patrimonial mediante algoritmos matemáticos y deep learning, toma de decisiones de compra o venta de activos según los millones de datos históricos del BigData, incluso la creación de nuevos mercados o activos financieros como son las denominadas criptomonedas, y todo ello tendrá un impacto directo en los clientes, en sus comportamientos como inversores y sobre todo, les afectará a las grandes estructuras bancarias.

Estar viviendo este proceso de cambio histórico nos hace ser y sentir unos afortunados, ya que el mercado nos dará muchas oportunidades de inversión, pero a su vez, deberemos ser muy cautos para minimizar los riesgos, analizando bien los proyectos y entendiendo a la perfección los modelos de negocio.

El equipo de Inversión de Diagonal Inversiones considera estratégico estar en un porcentaje cauto y priorizando la preserva-

ción del patrimonio en posiciones de los sectores que liderarán el cambio, como pueden ser la robótica, AI, Blockchain empresas de innovación en energía limpia. Pero como comentábamos anteriormente, es primordial entender el modelo de negocio de la empresa que incorporamos en cartera, para tomar esa decisión minimizando el riesgo. Otra forma de invertir en estos sectores es hacerlo vía fondos específicos para buscar la diversificación, podemos encontrar fondos americanos con un buen comportamiento y específicos por sector. Empiezan también a emerger nuevas e innovadoras iniciativas en Europa que parecen buenas oportunidades de inversión, debemos seguir atentos.

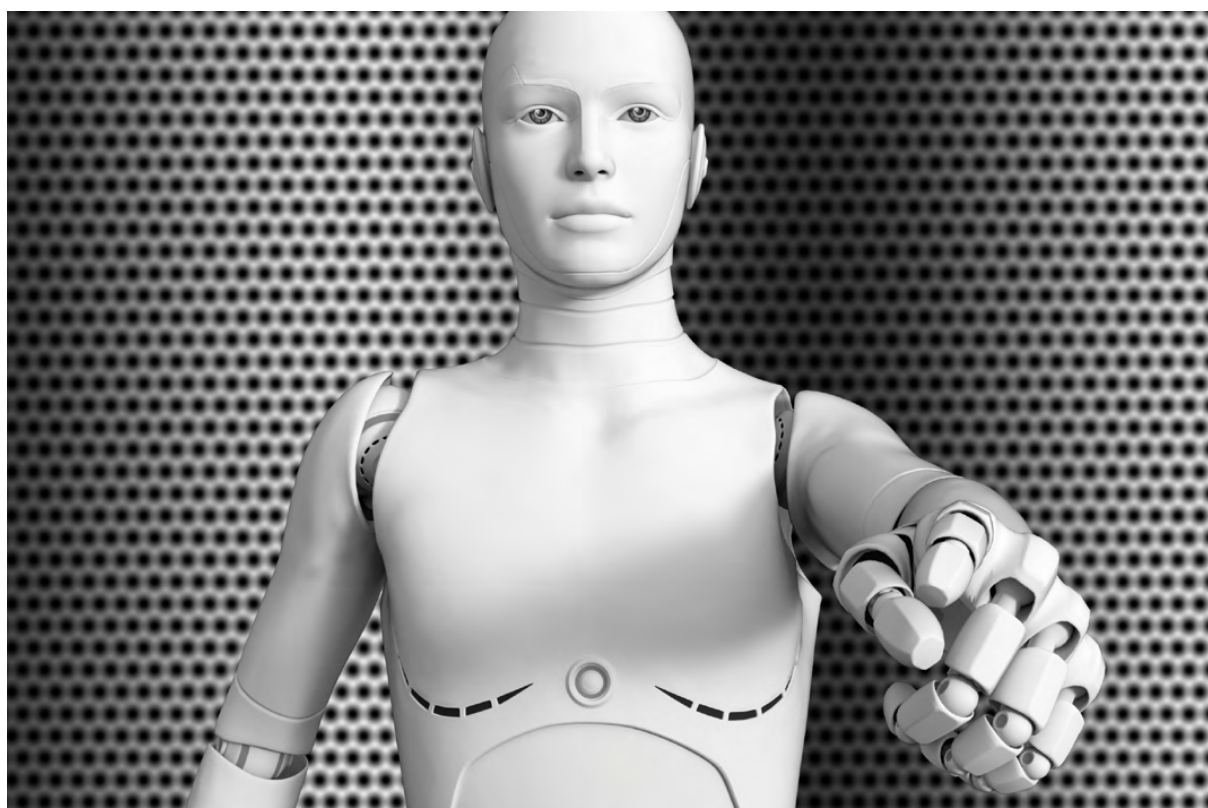
Algunas de las Sicav's que gestionamos con un perfil más dinámico, han conseguido obtener un buen resultado este año por varios motivos, pero entre otros por estar invertidos en nuevas tecnologías, que representan presente y futuro en nuestro día a día.

Nos gusta invertir comprando el activo directo, pero se debe hacer una valoración específica para diferenciar la tipología de proyectos con sentido y bien gestionados.

Por ejemplo, recientemente una empresa de distribución ha sacado al mercado una criptomoneda. A nuestro modo de ver, la iniciativa en sí no aportará más valor a la empresa, ya que se utilizará el sistema como una moneda de pago (token). Qui-

zás sirva para autofinanciar la compañía y poder acometer sus planes de expansión, pero también podrían acceder al mercado bancario o alternativo para satisfacer esa necesidad. Entendemos que esta aplicación en concreto no aporta valor y no es motivo de inversión. Por otro lado, donde si vemos posibilidades de inversión, es en una empresa de logística internacional que realiza import/export donde la tecnología si cambiará su modelo de negocio, aportando una reducción de costes, agilizando los procesos de intercambio de información y reduciendo los plazos de entrega de las mercancías, ya que su criptomoneda eliminará los trámites administrativos como las cartas de crédito u otros sistemas bancarios, con mucha mayor carga administrativa y monetaria. Se calcula que el impacto positivo de esta criptomoneda en las empresas puede estar entre el 1% y el 3% en su cuenta de resultados.

Cada vez más, los clientes preguntan y están expectantes con estos nuevos mercados, la creación de nuevas empresas, nuevas tecnologías y hambrientos de participar en estas nuevas oportunidades de negocio. Pero como siempre, el mejor consejo que podemos ofrecer es siempre estar acompañado de un asesor profesional, que le permita analizar de forma objetiva los riesgos de cada operación, para garantizar una decisión objetiva y siempre acorde al perfil de inversión.



¿Cuáles son las principales características de la industria de fondos de Portugal? ¿Cómo es el inversor portugués?



Pedro Coutinho

.....
Director Adjunto (DD) - Institutional Wealth Management

A finales del primer trimestre del presente año, la Asociación Portuguesa de Fondos de Inversión, Pensiones (APFIPP), indicaba que los activos bajo gestión del sector profesional de fondos de inversión de Portugal había superado los 12.000 millones de euros, siendo un crecimiento respecto del año pasado superior al 7%. Es de destacar que ha habido suscripciones netas de 180 millones de euros. Aunque para países como España estos valores se quedan pequeños, la verdad es que para el mercado local supone una buena tendencia, en especial porque recientemente el mercado se ha mostrado favorable para algunos inversores. Podemos señalar que los partícipes, es decir, los inversores finales, están presenciando un buen momento en cuanto a la confianza que los recientes datos macroeconómicos han mostrado y, por lo tanto, asignando más recursos a las inversiones en fondos de inversión o en activos de mayor riesgo.

Adicionalmente, a través de las cifras que publica APFIPP, se puede deducir muy bien el perfil del inversor portugués. El 80% del mercado de Fondos de inversión Mobiliarios corresponden a inversiones conservadoras, normalmente fondos de renta fija, mercado monetario, mixtos defensivos y planes de pensiones, mientras que los de renta variable representan un 20%. De estos datos podemos deducir las preferencias de los inversores y su perfil.

Por lo que respecta a los Fondos de Pensiones, a diciembre de 2017 tenían un volumen de 19.000 millones de euros bajo gestión, de los que prácticamente un 90% hacen referencia a fondos cerrados. La estructura de las carteras también señala un perfil conservador, con una exposición a Fondos de inversión Mobiliarios que representa el 13,2%, mientras que la deuda pública supone un 44,8%, otros instrumentos de renta fija un 27,2%, liquidez el 7,4%, acciones el 5,3% e Inmobiliario el 2,1%.

En cuanto a los fondos de inversión inmobiliarios, cuentan con 10.000 millones bajo gestión desde hace más de 12 meses, la misma cifra a pesar del crecimiento que ha experimentado el sector, dado que la variación de los valores bajo gestión oscilaron negativamente un 0,2%. Cabe destacar que el número de fondos se redujo de 200 a 191 en los últimos 12 meses.

Finalizando este breve resumen de la industria de fondos de inversión en Portugal y del inversor portugués, creo que es importante destacar de nuevo que el inversor particular portugués tiene un perfil conservador. Por tanto, también lo es el inversor institucional, aunque mucho más maduro y evolucionado.

¿Cuáles son los tipos de fondos preferidos por los inversores?

En estos momentos continúa habiendo apetito por los fondos de Money Market, que tienen en cartera instrumentos de deuda a corto plazo y ofrecen un retorno superior a los depósitos.

De forma progresiva, estamos viendo migración de flujos desde fondos de renta fija (de gobierno, empresas y high yield) hacia fondos mixtos, con la idea de mantener un perfil conservador pero tener algo de exposición a renta variable con unos niveles de volatilidad reducidos.

Los fondos más demandados siguen siendo aquéllos que proporcionan distribución de renta estable y regular, los llamados Income Funds, que han conseguido mantener un rendimiento atractivo y estable.

Más recientemente, los fondos temáticos están siendo bastante demandados, pertenecen a una categoría más amplia e invierten en temas que han demostrado ser populares pero no pertenecen necesariamente a las categorías más estrictas que hemos descrito anteriormente. Este tipo de fondos se especializa en determinados segmentos de la economía o en estrategias más específicas.

Cómo está cambiando la industria en Portugal después de MiFID II?

El inicio de 2018 ha sido particularmente duro para toda la industria por lo que respecta a este tema y creo que, al igual que en Portugal, hay otros países que no se han adaptado todavía a esta nueva normativa. Desde mi punto de vista, esta normativa no pasa desapercibida para ninguna entidad.

Sin embargo, las instituciones ya han desarrollado una nueva organización que garantice los principales objetivos de la MiFID II, en particular en lo que se refiere a los contratos, rapidez de ejecución y liquidación de órdenes y condiciones para disponer de un research de mercados financieros.

Las entidades públicas y privadas, con más o menos incertidumbres, han logrado implementar las Directivas, poniendo en práctica el nuevo modelo de actuación, asegurando la protección de los inversores, la mejora de la transparencia y la supervisión de los mercados financieros.

¿Qué es lo que demanda el cliente hoy que no pedía antes?

En la continua preocupación por la búsqueda de rentabilidad, los gestores e inversores (como consecuencia de las pocas oportunidades que hay hoy en día) son conscientes de las frágiles condiciones del mercado, de la distorsión de los precios, de los riesgos sistemáticos causados por la intervención de los bancos centrales, de un eventual escenario de creciente volatilidad, de eventuales burbujas y de mercados frágiles. Por esas razones, los inversores extranjeros profesionales e institucionales han mostrado interés por activos no tradicionales, sobre todo en fondos de private equity, deuda privada, Asset Backed Securities e inmobiliario en busca de alternativas a los títulos tradicionales de un mercado que está, como sabemos, a unos niveles poco interesantes.

¿Está pidiendo el cliente fondos más específico, centrados en temáticas como inteligencia artificial, big data...?

Como se ha mencionado, en las actuales condiciones de mercado, hay que buscar áreas de mayor crecimiento. Por ello, es indispensable que los gestores busquen activos que ofrezcan crecimiento y reflejen tendencias o temas económicos emergentes y relevantes.

Fondos de inteligencia artificial, big data, robótica y automoción y battery tech, son buenos ejemplos de cómo los sectores de fondos están buscando inversiones temáticas muy específicas.

Las Sociedades Gestoras han sido las principales impulsoras

de esta nueva oferta temática, una vez que han conseguido mantener una monitorización próxima a las necesidades de los inversores, percibiendo no sólo lo que habría que buscar, sino también la existencia de un mercado creciente de empresas, iniciativas y proyectos válidos y a suministrar, consistentemente, deal flow (flujo de operaciones) relevante y atractivo.

¿Está pidiendo el cliente productos de gestión pasiva?

Los productos de gestión pasiva han atraído a lo largo de los años la atención de los inversores por el hecho de permitir la construcción de carteras líquidas, transparentes y rentables.

Pero la verdad es que, según los datos de los principales proveedores de la industria de ETFs, la asignación a inversión pasiva cayó por tercer año consecutivo. La percepción es que los inversores piensan que el actual entorno de mercado es más favorable para los gestores activos, en la medida en que se favorece la búsqueda de alpha a través de una estrategia específica o de un gestor que presente resultados o indicadores de rendimiento superiores a un determinado mercado o benchmark.

Además, comienzan a surgir preocupaciones sobre la potencial falta de liquidez que el mercado de ETFs podrá presentar en un eventual crash de los mercados.

De cualquier modo, es cierto que la industria de productos de gestión pasiva ha evolucionado bastante y, la aparición de nuevas tipologías de ETFs como los smart beta, acaba por reflejar un movimiento pronunciado de la continua evolución que este segmento tendrá en el futuro.

Los ETFs continúan siendo una opción interesante para invertir, por ejemplo, en renta variable, acciones globales y índices sectoriales, o incluso para estrategias de cobertura (hedging), que aun con el aumento de los niveles de volatilidad de los últimos meses no ha visto perjudicada la asignación de los principales inversores en este segmento.



Snapshot y Pautas para 2018

► El Fondo Monetario Internacional pronostica un crecimiento mundial del 3,7% en 2018.

El Fondo Monetario Internacional pronostica un crecimiento mundial del 3,7% en 2018. Sin embargo, persisten importantes riesgos a la baja por posibles aumentos del precio del petróleo, ajuste de la política monetaria por parte de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, retirada de estímulo por parte del BCE, estallido de una burbuja de precios de los activos y riesgos geopolíticos como Corea del Norte.

La previsión dice que el Reino Unido se divorciará de Europa en marzo del 2019, pero todavía no existen alianzas firmes sobre los objetivos para negociar futuros acuerdos comerciales y acuerdos de transición. Parece que las empresas financieras del Reino Unido no obtendrán los llamados derechos de pasaporte, esto es la capacidad de operar en la UE con una autorización adicional mínima. Las instituciones con sede en el Reino Unido podrán operar en la UE, tras un período de transición, bajo alguna forma de equivalencia regulatoria, de forma similar a como lo hacen otras empresas no comunitarias.

Se cree también, que habrá una fuerte presión europea para que el lucrativo negocio de compensación del euro pase del Reino Unido a una jurisdicción de la UE.

En estos días, todos monitoreamos eventos globales. Si se opera en Europa, hay que estar preparado para un Brexit duro y un proceso de separación largo del Reino Unido de la UE. Los supervisores se centrarán más en el gobierno firme y en su capacidad para tomar decisiones oportunas e independientes tanto en la UE como en el Reino Unido. Este tipo de problema transfronterizo y multivariable probablemente afectará las estructuras administrativas de muchas empresas. Será muy importante la proactividad, la disposición para afrontar cualquier cosa que pudiese surgir y, hacerlo con rapidez.

En el entorno empresarial acelerado de hoy en día, lo importante es comprender mejor a los clientes cada día e identificar cuáles son sus necesidades y expectativas. Es esencial que los clientes se sientan seguros, y vean que hay transparencia y competencia.

Después de la crisis financiera del 2008, ha quedado claro que el mercado se ha desplazado hacia una mayor transparen-

cia y control de riesgos. La accesibilidad de la información por parte de los clientes tiene que ser uno de los pilares básicos del sector y los cambios producidos por la irrupción de las nuevas tecnologías, han llevado y llevarán aún más a una disminución general de los costos para el cliente final.

Los líderes corporativos de hoy necesitan replantearse dónde y cómo compiten, y también deben cooperar en la elaboración de un nuevo acuerdo social que ayude a las personas a hacer frente a los cambios tecnológicos disruptivos. Entender las tendencias y adaptarse a las mismas es una habilidad importante para los líderes corporativos. Las oportunidades son grandes, especialmente para aquellos que entienden cómo la dinámica del crecimiento global está cambiando a medida que cambia la naturaleza de la globalización, los mercados emergentes más grandes cobran más importancia y la tecnología modifica nuestras compensaciones de recursos.

Las empresas multinacionales necesitan más que nunca, pensar globalmente y actuar localmente. Necesitan “una capacidad local dentro de una huella global” - Jeff Immelt (GE)

La globalización todavía es tendencia, pero también tiene enemigos y se están dando sentimientos de antiglobalización y centralización ya que muchas empresas tienen que competir con el creciente número de prestigiosos actores locales, que reconocen las diferencias sutiles en el gusto y la costumbre local y que se están haciendo con parte importante del mercado, con firmeza y seguridad. A medida que las complejidades de la globalización se hacen cada vez más evidentes, la importancia de competir con la precisión local a escala internacional continúa creciendo.

Los clientes también están tomando protagonismo al indicar el propio interés en los productos a desarrollar por parte de las empresas. Por primera vez, pueden comunicarse con las empresas directamente y en tiempo real. Lo que quieren es más variedad, más especificidad y una mayor autoexpresión.

CISI



CHARTERED INSTITUTE FOR
SECURITIES & INVESTMENT

Profesionalismo

Integridad

Excelencia



CISI España

C/ Moià, 1 (esq. Tuset),
2ª Planta – 08006 Barcelona
932413725

rosa.mateus@cisi.org

cisi.org

¿Cuál es la próxima oportunidad?

► Esta parece ser la pregunta del millón de dólares en el área de la gestión de activos.



Francisco Louro

.....
Portfolio Manager en LYNX Asset Managers

Unos responderán que el próximo gran sector será el biotecnológico, otros la inteligencia artificial, o hasta las criptomonedas etc.

No sé responder cuál de estos sectores o si todos van a ser los próximos grandes generadores de riqueza y de altos retornos para los inversores. Para mí es muy difícil nombrar un gran sector o tema para el futuro, ya que la historia me dice que cuando los inversores eligen un gran tema para el futuro no suele acabar bien: como cuando los holandeses en el s. XVII decidieron elegir el tulipán como el próximo gran tema de inversión o como cuando ya a finales del s. XX, se decidió que el próximo gran sector, eran todas las empresas que operan en el sector tecnológico.

Nosotros, en LYNX Asset Managers, creemos en portfolios balanceados y diversificados, contruidos con sentido común y para el largo plazo. El gran tema del futuro es el mismo que fue en el pasado, empresas de calidad generadoras de cash-flows previsibles a lo largo del tiempo a precios razonables. Estas em-

presas existen en todos los sectores de actividad y en cualquier época. Creemos que somos capaces de encontrar a los gestores que mejor identifican estas empresas y oportunidades. Lo que intento decir es que el gran tema del futuro son portfolios que no buscan un único gran tema o sector, sino que a través de una combinación equilibrada de clases de activos y enfocada en el largo plazo, puedan sobrevivir en cualquier ciclo de mercado. En definitiva, creemos que el sentido común y la generación de cash-flows constantes para los inversores será lo que se diferencie del resto.

No quiero con esto decir, que rechazamos las nuevas tecnologías y nuevos sectores de actividad. Lo que rechazamos es la excesiva euforia en torno a estos temas y sectores, llevando a los inversores a abandonar el sentido común y a concentrar demasiado sus carteras. La inteligencia artificial, la biotecnología, las criptomonedas etc., serán, seguramente, algunos de los sectores con mayores tasas de crecimiento en el futuro, pero la mayoría de las empresas en estos sectores desaparecerán, mientras el



mercado se consolida y los caminos se definen.

Entre 1894 y 1930, con la aparición de la industria automóvil, existieron más de 1.800 fabricantes automóviles en Estados Unidos de América, hoy existen menos de 30 marcas a operar en este sector. No quiere decir que el mercado haya disminuido, todo lo contrario, hoy existe más de 250 millones de automóviles en circulación en Estados Unidos, cuando en 1890 la población americana era de sólo 62 millones de personas. Entre 1894 y 1930, el sector automóvil se consideró como uno de los próximos grandes temas de inversión y así fue, ya que hoy en día todavía conducimos automóviles, pero la probabilidad de invertir en esos tiempos y haber acertado en una de las 30 marcas que hoy sobreviven, era claramente baja. El sector automóvil es solo un ejemplo entre muchos. ¿Cuántos motores de búsqueda existían en 2000? ¿Cuántos fabricantes de teléfonos móviles existían en 1990? ¿Cuántos fabricantes de ordenadores existían en 1980?

En vez, de intentar responder a la pregunta: ¿Cuál será el

gran tema o sector del futuro?, nosotros intentamos responder a la pregunta: ¿Cuál es la combinación de inversiones ideal para el futuro? Esta pregunta es agnóstica al próximo gran tema o tendencia. Intentar responder a la segunda pregunta permite al inversor abrir el espectro de opciones y encarar la inversión no como un juego de vencedores y vencidos, de negro y blanco, pero sí como algo más orgánico y en constante mutación, sin perder el foco y la disciplina. Quién intenta responder a la primera pregunta, corre el riesgo de perder la "big picture".

Con certeza, sería más excitante para el lector, escoger un tema concreto, como por ejemplo la inteligencia artificial. Estaría escribiendo sobre el humanoide Sofia y las enormes ventajas que la investigación en este sector ya nos facilita hoy en el día a día. Aborrece escribir sobre diversificación, sentido común y cash-flows constantes, es verdad, pero vale siempre la pena recordar el pasado y alertar de los peligros que conlleva la elección de un tema o de un sector.

ESPECIAL

ENFRENTANDO ACTIVOS

► En este especial de la revista RankiaPro hemos querido preguntar a varios gestores sobre las perspectivas que tienen para los distintos activos. De este modo, nos comentan su preferencia por un activo u otro en función de su visión de mercado actual.



RENTA FIJA VS RENTA VARIABLE

Flossbach von Storch | Columbia Threadneedle | Ethenea | Unigestion

Elmar Peters, gestor del fondo Flossbach von Storch – Multi Asset - Defensive

Somos conscientes de que los inversores viven tiempos difíciles. Por un lado los tipos de interés se mantienen en mínimos históricos; por otro la diversificación del patrimonio se ha vuelto mucho más difícil. Sin embargo, distribuir el patrimonio invertido entre diferentes clases de activos es, en nuestra opinión, clave para reducir el riesgo y mantener el valor adquisitivo de la inversión.

Por lo tanto, si bien pensamos que la renta variable es el activo por excelencia, no podemos dejar de lado la inversión en renta fija como parte de una estrategia multiactivo diversificada. La dificultad que observamos es que los segmentos de bonos con calificación de “refugio” apenas ofrecen rendimientos o incluso cuestan dinero. Por el contrario, los bonos de alto rendimiento a menudo tienen un perfil de riesgo similar a la renta variable y, por tanto, son menos adecuados para la diversificación.

La asignación de activos y la selección de títulos específicos en renta variable ha ganado relevancia en los últimos años. La deuda soberana ha perdido la exclusividad como valor refugio de inversores conservadores en periodos turbulentos en los mercados bursátiles. A largo plazo y teniendo en cuenta el nivel de los tipos de interés, las acciones de carácter defensivo con beneficios estables y perspectivas de dividendo han ganado terreno. En la primera mitad de 2016, por ejemplo, esta tendencia se pudo observar claramente cuando los bienes de consumo no cíclico batieron al mercado en general.

Por otro lado, en las épocas de bonanza en los mercados bursátiles, observamos como estos valores pierden interés y el apetito de los inversores por acciones menos conservadoras aumenta. Por un lado, esto puede incluir acciones sensibles a las fluctuaciones económicas —

por ejemplo, títulos de empresas que obtienen muchos beneficios en la fase ascendente, pero tienden a sufrir pérdidas en periodos de debilidad. Pero también se encuentran en esta categoría las acciones de financieras. Muchos inversores consideran que estas acciones se beneficiarán de la subida de los tipos de interés. Por tanto, no sorprende el rendimiento superior a la media de dichas “acciones de tiempos estables” desde mediados de 2016.

En nuestro equipo nos basamos en un enfoque individual de cada inversión, lo que se conoce como bottom-up. Digamos que la asignación sectorial o geográfica es un resultado accidental. Siempre nos hemos interesado por aquellas compañías que demuestran un modelo de negocio prometedor, un crecimiento sostenible, bajo nivel de endeudamiento y un equipo directivo de primera línea. A estas compañías nos gusta llamarlas “compañías de calidad”. Nuestras carteras están participadas por estas compañías de calidad.

La recuperación de las acciones tecnológicas.

Al mismo tiempo, hemos observado otra tendencia generalizada: la carrera por el crecimiento. Lo podemos encontrar en empresas que confían en la transformación digital. Incluso si la definición de “acciones tecnológicas” se vuelve cada vez menos clara, esta tendencia se puede ilustrar mejor con el rendimiento superior a la media del NASDAQ, la bolsa tecnológica de EE.UU., que subió casi un 50% el año pasado.

La transformación digital se ha incorporado en todos los sectores y áreas de negocios. Mientras tanto, incluso los fabricantes de bienes de consumo diario, que tradicionalmente están en un estado más tranquilo y prosperan con unos ingresos estables y dividendos sólidos, se enfrentan a desafíos digitales: el comercio en línea, las redes sociales, la mayor transparencia de los precios o los hábitos cambiantes de los consumidores, por nombrar solo algunos. El ritual de las subidas anuales de precios basadas en clientes infinitamente leales a la larga no debería ser suficiente para aumentar el éxito comercial. Esto también explica el bajo rendimiento reciente de los sectores de valores defensivos.

Pero, ¿cuánto tiempo durará esta tendencia? Obviamente, en general no hacemos pronósticos de mercado. Después del año excepcionalmente tranquilo de 2017, el entorno en las bolsas de valores en 2018 se ha vuelto mucho más escarpado. El año pasado, los días con fluctuaciones en los precios supe-



RENTA FIJA VS RENTA VARIABLE

rios al uno por ciento fueron la gran excepción. Este año son la norma. **Cuanto más tiempo se mantenga la volatilidad, más modelos cuantitativos se verán obligados a reducir su exposición a renta variable.**

No nos sorprendería, por ejemplo, que las acciones tecnológicas en ese entorno se vieran mucho más afectadas por la realización de beneficios que las acciones defensivas. Hay varios argumentos a favor de esto. En primer lugar, los inversores pueden usar las acciones defensivas, como un “sustituto de bonos” y, por tanto, como un refugio para las fases más volátiles del mercado de valores. En segundo lugar, la valoración de muchas acciones defensivas, es decir, la relación fundamental entre el precio de las acciones y las cifras del balance, como los beneficios, el patrimonio o la facturación, ha empeorado gradualmente en comparación con las acciones tecnológicas en los últimos trimestres. En tercer lugar, por más trivial que parezca, la tendencia a aprovechar ganancias por acciones a las que les fue bien es, obviamente, mucho más pronunciada que para las acciones que no tuvieron un buen rendimiento.

Maya Bhandari, Gestora de Threadneedle (Lux) Global Multi Asset Income

Nuestras positivas perspectivas de reactivación económica para 2018, junto con unas halagüeñas previsiones de beneficios y un escaso riesgo de recesión, apuntan a unos cuantos catalizadores fundamentales para unos mercados caracterizados por la **aversión al riesgo**.

En este contexto, **mostramos preferencia por las acciones sobre la deuda pública nominal** e indexada a la inflación de los países centrales, y adoptamos una postura neutral con respecto del crédito y el efectivo. En el universo de la renta variable, seguimos privilegiando claramente las acciones de Japón, los mercados emergentes asiáticos y Europa, pues en todos ellos se observa un elevado apalancamiento operativo que les permitirá beneficiarse de la actual reactivación mundial.

Más concretamente la renta variable europea con su carácter procíclico e internacional y su apalancamiento operativo, las acciones europeas se hallan bien posicionadas para beneficiarse de la actual reactivación macroeconómica mundial. Creemos que el repunte de los rendimientos de la renta fija, las expectativas de inflación al alza y la positivización de las curvas resultan favorables para los valores europeos; este último factor resulta especialmente propicio para los beneficios empresariales en el sector financiero.

La coyuntura monetaria dista mucho de ser restrictiva en

Europa, y el riesgo de recesión se revela reducido. De hecho, nunca se han producido recesiones en la región a no ser que los tipos de interés reales se hayan situado, como mínimo, en el 2% en EEUU y se haya invertido la curva de tipos. Asimismo, los indicadores de confianza en el sector manufacturero siguieron mostrando fortaleza. En materia de valoración, la renta variable europea sigue revistiendo atractivo frente a otros activos europeos y la renta variable de otras regiones. Sin embargo, entre los principales riesgos cabe destacar las fluctuaciones en los tipos de cambio (que reducirán probablemente los beneficios empresariales en un 3%-5%, lo que recortaría nuestras previsiones para 2018 hasta el 10%-12%), y un giro al alza paralelo de la curva de tipos.

El activo al que otorgamos mayor preferencia es la **renta variable japonesa**. La demanda mundial representa el principal catalizador de los beneficios empresariales, y se espera que estos últimos crezcan en un 11% (una cifra superior a la del consenso) en 2018. También anticipamos unos beneficios corporativos por encima de las expectativas del consenso en 2019.

Las perspectivas sobre los activos de renta fija se antojan menos halagüeñas, pues nos acercamos al final del ciclo de crédito vigente. Hemos sido testigos de una fase de expansión excepcionalmente prolongada, pues los mercados de renta variable han cosechado, todos los años desde 2012, una rentabilidad más elevada que los mercados de crédito (una típica señal de un periodo de expansión). El elevado nivel del apalancamiento corporativo suscita cierta preocupación; no obstante, nuestros análisis indican que esta situación es intencionada y no involuntaria: aun cuando se registran sólidos beneficios, el apalancamiento permanece en cotas elevadas porque, hoy en día, resulta más sensato para las empresas recomprar acciones que devolver las deudas. Algunas medidas de solvencia clave, como la cobertura de intereses, muestran una increíble fortaleza.

Harald Berres, Portfolio Manager de ETHENEA Independent Investors

Los tipos de interés en Estados Unidos han aumentado significativamente durante los últimos 24 meses. Debido a esto, los bonos corporativos y soberanos han perdido bastante valor. Debido a la solidez de la economía y a los comentarios de la Fed, el mercado espera que los tipos continúen aumentando. Estas expectativas, combinadas con unos diferenciales de crédito muy bajos, pueden conducir de nuevo a un debilitamiento del mercado de bonos. En Europa, tenemos una situación lige-

RENTA FIJA VS RENTA VARIABLE

ramente diferente. El ciclo económico europeo está detrás del de Estados Unidos y, debido a esto, los tipos de interés son sustancialmente menores. La tendencia subyacente de tipos de interés al alza en línea con una economía sólida debería ser la misma, incluso aunque los niveles de los tipos de interés son menores. Los diferenciales del crédito en Europa también se encuentran en mínimos de varios años, reflejando el saludable entorno económico. ¿Qué podemos esperar de un mercado como este? La respuesta parece ser que **el entorno del mercado de renta fija continuará siendo difícil.**

Después de la corrección de principios de febrero, el mercado de renta variable parece razonablemente atractivo actualmente. Durante los últimos 10 años, el crecimiento de las acciones estadounidenses han dominado el terreno, pero recientemente ha habido muchas señales de que el sentimiento está cambiando. Los políticos de todas partes del mundo son conscientes de que algunas de estas compañías pueden hacerse demasiado grandes y hacer un mal uso de su posición de mercado dominante, como hizo Facebook con el escándalo de sus datos. Los reguladores están atentos a estos acontecimientos. Parece que pueden dar lugar a nuevas cuestiones regulatorias. Junto con las elevadas valoraciones de algunas acciones, esto podría ser un cóctel tóxico. Las acciones de crecimiento están bajo presión y los valores europeos están generando más confianza. Comparado con el mercado de bonos donde las rentabilidades son extremadamente bajas, especialmente en Europa, **las acciones parecen ser la mejor inversión futura.** El Eurostoxx 50 muestra un ratio precio / beneficio (PER) para 2018 de 13,7 y una rentabilidad por dividendo del 3,7%. La rentabilidad de los beneficios se sitúa actualmente en el 7,3%, es el recíproco del ratio del PER. Tanto la rentabilidad de los beneficios como la rentabilidad por dividendos ofrecen de lejos una recompensa mayor para los inversores que la rentabilidad de los bonos. Las apuestas están claramente a favor de las acciones.

Florian Ielpo, Unigestion, Head of Macroeconomic Research

Durante este trimestre, la clave ha sido hacer frente al mayor conocimiento por parte de los mercados sobre el camino de la política monetaria. Actualmente, creemos que los inversores se encuentran en un entorno más incierto: el crecimiento permanece fuerte pero existe una mayor heterogeneidad entre los distintos países: el riesgo de una inflación mayor de la esperada permanece elevado y la liquidez interbancaria es más ajustada que en el pasado. Desde nuestro punto de vista, el riesgo

de inflación debería ser clave para realizar el asset allocation: los bonos gubernamentales y el crédito se ven especialmente afectados. El principal riesgo de la renta variable es la elevada expectativa de crecimiento de beneficios, pero este activo está en mejores condiciones para surfear un entorno de inflación más elevada de lo esperado.

El segundo trimestre debería ser diferente. La política monetaria está descontada entre los distintos activos y los Bancos Centrales deberían desprender una menor incertidumbre. De todos modos, aun en un escenario positivo en cuanto a la macroeconomía y momentum de mercado (a la espera de la inflación), nuestro investment case considera algo de esta incertidumbre, para que nos permita ser ágiles para cubrir los posibles riesgos globales.

Creemos que hay 3 aspectos cruciales actualmente: posicionamiento, patrones intradía y valoraciones. Tal y como se ha podido ver, **la caída en los mercados de este año no ha alejado a los inversores de la renta variable.** Los Hedge Funds han reducido su beta pero no están bajistas. Además, el reciente rally de los bonos gubernamentales no ha reducido las extremas posiciones cortas en bonos en el mercado de futuros. De alguna manera, los mercados siguen creyendo en un escenario de mayor crecimiento e inflación en el medio plazo (si no fuera por la elevada volatilidad y alto posicionamiento en el VIX). Otra señal que alerta de un cambio en el sentimiento de mercado es el ratio entre los precios máximos intradía y los precios de cierre. Cuando este ratio sube, significa que los mercados están cerrando en sus máximos del día (una señal de mercado alcista). Hasta cierto punto, se puede considerar que los mercados están adoptando una mentalidad de “comprar en mínimos”. La reciente evolución de este indicador, señala que el exceso de optimismo de los inversores se ha disipado desde febrero. Y a pesar de una mejor valoración de la renta variable, creemos que ésta es una razón excelente para explicar este menor optimismo en los mercados. Nuestras perspectivas para los mismos a corto y medio plazo, señalan que el crecimiento de beneficios es todavía elevado y los índices analizados mantienen una postura consistente. Nuestro mensaje es simple: si uno cree que las valoraciones han alcanzado su “valor razonable” esta forma de análisis sugiere lo contrario. Pensamos que en el corto plazo se puede sacar provecho del estrés producido en los mercados, pero adoptar esta postura de forma permanente podría ser peligroso para el inversor. Una posición cautelosa es nuestra clave para este trimestre.

RV EUROPA VS RV EEUU

Ethenea

Harald Berres, Portfolio Manager de ETHENEA Independent Investors

Durante los últimos 10 años, la evolución económica en EEUU ha ido por delante de Europa, aunque la crisis financiera de 2008/2009 se originó en EEUU. La diferencia de crecimiento se amplió en 2011/2012 cuando afrontó la crisis del euro. En los países periféricos europeos, en concreto, las tasas de crecimiento se desaceleraron una vez más, seguidas de una leve recesión. La segunda recesión en cinco años, y el posterior descenso de las tasas de crecimiento, supuso un lastre para los índices europeos de renta variable en comparación a sus pares estadounidenses. Liderados por las grandes compañías tecnológicas, el mercado americano experimentó una mejor rentabilidad que su contraparte europeo. El ciclo económico en EEUU está más maduro que en Europa y, en consecuencia, las valoraciones son más elevadas. Las tasas de crecimiento económico se han alineado recientemente y Europa está regresando a una tendencia de crecimiento a la par que EEUU. En 2017, vimos otro ejemplo de mejor rentabilidad en EEUU — Esta vez como resultado de la debilidad del dólar frente al euro. Durante febrero y marzo de 2018, sin embargo, los mercados de renta variable globales experimentaron una importante venta masiva. Este tipo de ventas masivas denotan a menudo un cambio en el sentimiento inver-

sor. Muchos de los gigantes tecnológicos con sede en EEUU han logrado una posición dominante que no es consistente con la competitividad y los reguladores están atentos a esta situación. El reciente escándalo de los datos de Facebook es un ejemplo de este tipo de violación. Durante los años noventa, compañías como Microsoft, Intel y Cisco fueron actores dominantes en su área de negocio con cuotas de mercado superiores al 80%.

Debido a cuestiones regulatorias, han perdido cuota de mercado y los precios de sus acciones han descendido. Microsoft ha tardado 15 años en alcanzar un nuevo máximo.

Incluso a día de hoy, Intel y Cisco están muy lejos de los máximos que alcanzaron hace casi 20 años. En términos de capitalización de mercado, la situación es comparable a la de Facebook, Amazon y Google a día de hoy, aunque la valoración de estas acciones es más baja que la de Microsoft, Cisco e Intel durante los gloriosos noventa. El resultado es: la rentabilidad más elevada no dura para siempre.

Creemos que, dado que el sentimiento inversor se está moviendo lento pero constantemente hacia un enfoque impulsado por las valoraciones, es el momento de ser más cauto a la hora de invertir en compañías de crecimiento. **No nos sorprendería si los mercados europeos comenzaran a registrar un rendimiento superior al de EEUU en los próximos meses.**

HIGH YIELD EEUU VS HIGH YIELD EUROPA

Degroof Petercam AM | Brandywine Global (Legg Mason)

Bernard Lalière, gestor de Degroof Petercam Asset Management

2018 será un año de transición para la política monetaria global. El programa de compras de deuda corporativa (CSPP) del Banco Central Europeo probablemente llegará a su fin a finales del último trimestre y, en Estados Unidos, el mercado pronostica un mayor ritmo en las subidas de tipos hasta 2020. Frente a esta incertidumbre, los inversores están dando la espalda a los diferenciales bajos que no parecen compensar por la volatilidad más elevada.

Moody's espera que las tasas de impago del high yield continúen en una tendencia descendente en 2018. El ciclo, sin embargo, es muy maduro tanto en Europa como en Estados Unidos. El fantasma del proteccionismo es real tras las medidas tomadas por Estados Unidos y China. Como resultado, más adelante podríamos ver unos tipos de interés y una inflación más elevados.

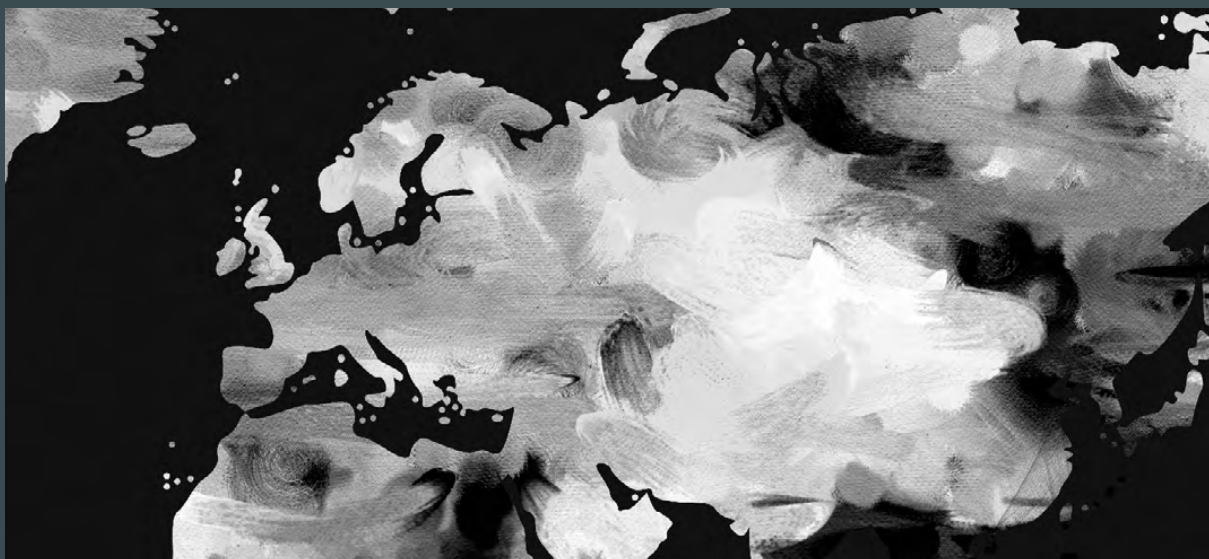
A pesar de haber sufrido una revisión en el precio, el mercado de high yield todavía es bastante caro (los diferenciales siguen

cerca de los mínimos de 2007). Los tipos básicos, la escalada del proteccionismo y un crecimiento más lento en China pueden seguir siendo obstáculos en el futuro cercano. Creemos que los actuales diferenciales no compensan la liquidez ni el aumento de la volatilidad.

Mantenemos una posición sobreponderada en high yield europeo. El entorno económico sigue siendo propicio en Europa. En general, estos activos disfrutan de un mayor interés por parte de los inversores. El entorno macroeconómico sigue siendo favorable, con impagos bajos y balances bien gestionados. Sin embargo, muchas de las buenas noticias ya han sido descontadas en los actuales niveles de diferenciales.

Con todo, mantenemos nuestra posición cauta en el mercado, aplicando nuestro proceso probado en el tiempo de investigación de crédito en profundidad. Dicho esto, vemos menos oportunidades de identificar ‘estrellas prometedoras’ en el mercado actual.

HIGH YIELD EEUU VS HIGH YIELD EUROPA



Gary Herbert, gestor del fondo Legg Mason Brandywine Global Income Optimiser y responsable global de deuda corporativa en Brandywine Global, filial de Legg Mason

El mercado estadounidense de deuda de alto rendimiento ha registrado una evolución extraordinaria durante los dos últimos años gracias a la continuidad de un crecimiento mundial estable, a la política monetaria acomodaticia, a unas perspectivas optimistas respecto de los impagos y a la recuperación de los precios de las materias primas. Estos factores económicos deberían apuntalar el mercado durante los próximos trimestres. A medida que los diferenciales de crédito se ampliaban en febrero y marzo en el país norteamericano, percibimos el cambio en las valoraciones como una oportunidad para volver a invertir con fuerza en el segmento de deuda corporativa de alto rendimiento.

Sin embargo, a largo plazo, desde Brandywine Global — filial de Legg Mason— adoptamos un sesgo prudente ante el empeoramiento de los fundamentales crediticios (es decir, condiciones poco exigentes y sobreendeudamiento) en el conjunto del segmento de alto rendimiento y ante los bonos europeos de alto rendimiento. En concreto, **la deuda europea de alto rendimiento arroja unos niveles de rentabilidad históricamente reducidos y ofrece una valoración poco atractiva, así como un riesgo de precio considerable en comparación con el mercado de deuda corporativa estadounidense y emergente.**

En nuestra opinión, no existe prácticamente protección frente a una subida de los tipos de interés en el mercado europeo de deuda de alto rendimiento debido tanto a los mínimos pluri- anuales de los diferenciales como al aumento del riesgo de duración.

La aplicación de políticas monetarias extraordinarias durante años y la búsqueda de rendimientos han distorsionado las valoraciones hasta un punto en el que los bonos europeos de alto rendimiento arrojan unos rendimientos similares a los de los bonos del Tesoro estadounidense.

Si bien las economías europeas están mejorando y las provisiones de impagos permanecen en cotas históricamente reducidas —en estos niveles absolutos—, los inversores deberían ser muy precavidos habida cuenta del riesgo de precio. Además, los riesgos políticos en el continente no se han disipado, dado que, por ejemplo, los comicios italianos no se saldaron con un ganador claro y el país se enfrenta a la tarea de formar un nuevo gobierno.

Considerando que las tasas de impago deberían seguir disminuyendo en 2018 en un contexto de crecimiento de la economía y mejora de las condiciones crediticias en el sector de las materias primas, consideramos que la exposición a la deuda estadounidense de alto rendimiento ofrece en la actualidad la mejor oportunidad de generar valor.



RF GUBERNAMENTAL VS RF CORPORATIVA

La Française | Edmond de Rothschild | AXA

Maud Minuit, Responsable de Renta Fija en La Française

Esperamos que se produzca este año una reconexión de los tipos de la deuda soberana con los fundamentales económicos: la buena dinámica de crecimiento y la baja volatilidad, sincronizada entre los países, aumentarán los tipos de la deuda soberana a niveles más elevados. Los tipos reales a 10 años en la curva alemana se sitúan alrededor del -1%, debido a la política monetaria muy acomodaticia del BCE. Sin embargo, la entidad está preparando al mercado progresivamente para la salida del programa de compra de activos: sin este comprador, la deuda soberana de la zona euro no será insensible y especialmente la deuda alemana se beneficiará de abandonar el atípico entorno actual.

El estímulo fiscal en EEUU permitió revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento: derivadas de la votación de la reforma fiscal americana a finales del año pasado y del nuevo plan de gastos presupuestarios a finales de enero junto con el final de la renegociación del techo de deuda. La financiación de estas medidas conlleva la ampliación del déficit presupuestario: la prima temporal en EEUU estará bajo presión. Un ejemplo de ello fue la explosión de emisiones de bonos del tesoro americano, que fue el principal factor de la ampliación de la base Libor-OIS. También estamos convencidos de que la inflación en EEUU nos sorprenderá al alza este año: una mayor inflación subyacente, efectos secundarios de la anterior caída del dólar, impacto de las medidas proteccionistas, inflación salarial, desaparición de los efectos de la caída anual de la inflación en determinados sectores como las telecomunicaciones por ejemplo. Por múltiples razones, el aumento de la inflación debería conducir a unos tipos americanos más elevados.

Infraponderamos los bonos soberanos de países core en nuestras carteras. Por el contrario, preferimos el crédito. El entorno monetario y macroeconómico, el crecimiento y una inflación moderada siguen siendo favorables a corto plazo. Sin embargo, el nivel de las valoraciones del crédito investment grade no es actualmente atractivo y el final de las compras del BCE lastrará esta clase de activo. El único sector que debería beneficiarse de la subida de los tipos core será el sector bancario, que nosotros favorecemos: la menor presión regulatoria, la mejora de la calidad de los balances y la reducción del stock de créditos impagados son también factores de apoyo. Por último, el segmento de high yield se está beneficiando del entorno de crecimiento, de las tasas de impago especialmente bajas y la reducción de las emisiones.

Guillaume Rigeade, gestor del fondo EdRF Bond Allocation en Edmond de Rothschild AM

Mantenemos una exposición significativa a la deuda pública, que representa nuestra principal subclase de activos, al tiempo que seguimos siendo tácticos y selectivos en la elección de los países en los que invertir. Partimos de la premisa de que los tipos de interés europeos y americanos deberían continuar su tendencia al alza, por lo que buscamos ideas concretas que puedan registrar buenos rendimientos a pesar de las incertidumbres relacionadas con las políticas monetarias de los principales bancos centrales. Con esto en mente, estamos convencidos de que hay muchas oportunidades para aprovechar la deuda pública periférica europea. Gracias a la buena dinámica económica de la zona del euro en su conjunto y a la reducción de los riesgos políticos, algunos de estos países han visto aumentar sus calificaciones por las principales agencias de calificación (por ejemplo, Moody's elevó la calificación de Grecia en febrero de 2018 de Caa2 a B3 con una perspectiva positiva y Portugal se ha convertido de nuevo en "grado de inversión" según Fitch, que elevó la calificación del país en diciembre de 2017 dos veces hasta BBB). Por lo tanto, apostamos por una revalorización de estos activos tras la eliminación de determinados riesgos, como es el caso de



RF GUBERNAMENTAL VS RF CORPORATIVA

Grecia, Portugal, Cataluña y Chipre.

Nuestras convicciones no siempre son positivas y también podemos vender algunos países: como es el caso de Italia, donde creemos que los riesgos, en particular los riesgos políticos, están actualmente subestimados.

En Europa, también invertimos en bonos ligados a la inflación. Estos instrumentos ofrecen un atractivo ratio riesgo/rentabilidad porque, hasta ahora, la persistencia de una inflación anormalmente baja en Europa no ha incitado a los inversores a buscar protección. En consecuencia, estos bonos están relativamente atractivos en términos de valoración. Sin embargo, la actual recuperación económica debería implicar algunas presiones inflacionistas que, sin ser excesivas, serán; sin embargo, muy reales. Por tanto, estos bonos cuyo cupón está ligado a índices de inflación deberían lógicamente apreciarse.

En cuanto al crédito, seguimos viendo oportunidades sobre todo en high yield europeo gracias a la mejora de los fundamentales corporativos. Más concretamente, dentro de este segmento, favorecemos la deuda subordinada financiera, cuyo entorno fundamental (disminución de los préstamos dudosos) y horizonte regulatorio están mejorando. Por lo general, estos bonos ofrecen rendimientos más atractivos debido a su nivel de seniority menor. Por tanto, tienen un mejor perfil de riesgo que los bonos tradicionales. Por último, en el contexto de una subida de tipos de interés, los bonos financieros también deberían comportarse mejor que otros segmentos de bonos, ya que la rentabilidad de los bancos (y, por tanto, su riesgo de crédito) mejora en este entorno. En este segmento, preferimos los grandes grupos bancarios “campeones nacionales” a los bancos de segundo orden de los países periféricos europeos.

Nick Hayes, gestor del AXA WF Global Strategic Bonds

En 2018 se ha producido un repunte de la volatilidad en la mayoría de los activos, lo que ha beneficiado a aquéllos que mantenían una posición conservadora a principios de año. Vemos esta volatilidad como una normalización y los 18 meses anteriores suponen una situación anormal dentro de un contexto de largo plazo. Un menor QE, mayor riesgo geopolítico, guerras comerciales, amenaza de inflación y valoraciones altas todavía suponen unas buenas razones para estar alerta. Tenemos una visión de la renta fija menos cautelosa y hemos adoptado desde hace unas semanas una mentalidad de “comprar en mínimos”. En concreto, hemos encontrado mejores oportunidades en high yield estadounidense, donde hemos

pasado de duraciones cortas a elegir compañías de calidad con mayores yields, que a la vez tienen un mayor apalancamiento. Dentro de los mercados emergentes, vemos buenas oportunidades ahí donde los emisores tradicionales en dólares han estado utilizando el mercado de euros y ofrecido una rentabilidad adicional a los inversores. Por último, estamos viendo algunos títulos de investment grade a buen precio, bien como consecuencia del Brexit o de unas perspectivas de crecimiento débiles, lo cual nos ha dado la posibilidad de comprar bonos a precios atractivos. A pesar de que la atención se ha centrado en el crédito, no podemos descartar la deuda soberana. En los últimos dos meses, hemos incrementado el riesgo de duración desde los 2 años a casi 4 años, porque el apoyo a los bonos gubernamentales ha incrementado y porque creemos que los bonos gubernamentales de alta calidad todavía ofrecen una correlación baja y una cobertura razonable en las carteras de renta fija frente a otros activos. En resumen, **la volatilidad ha ofrecido y ofrecerá más oportunidades en la parte del crédito, pero hemos adoptado una postura menos cautelosa en los bonos gubernamentales para ofrecer una mayor rentabilidad.**



RF EMERGENTE VS RF DESARROLLADA

M&G | La Française | Schroders | Natixis | UBP

Jim Leaviss, responsable de renta fija minorista de M&G y gestor del fondo M&G Global, Macro Bond

Por fin nos encontramos en un momento de crecimiento económico global sincronizado en, virtualmente, todas las economías principales. Esto debería llevarnos a su vez a que la expansión cuantitativa y el momento de los tipos de interés negativos que vemos en lugares como Suiza, Japón y Europa empiecen a quedar atrás.

Así que este debería ser el año del fin de la expansión cuantitativa y uno en que la gestión activa y las estrategias flexibles brillen especialmente, ya que resultarán clave para obtener los rendimientos que los inversores están buscando en una época en la que previsiblemente no todas las clases de activo generarán ya rendimientos de modo indiscriminado. Si nos centramos en la renta fija, podemos encontrar oportunidades tanto en el universo desarrollado como en los mercados emergentes, pero debemos ser especialmente selectivos y prestar atención a la inflación, que será uno de los mayores riesgos al que tendrán que enfrentarse los inversores en los próximos meses.

En mercados desarrollados, la perspectiva de una normalización de las políticas monetarias justifica una postura cauta en cuanto a la duración. Dentro de los mercados de bonos gubernamentales, vemos más valor en deuda indexada, principalmente en valores protegidos contra la inflación del Tesoro de Estados Unidos. También parece haber llegado el momento de ser más prudentes sobre el crédito, en parte porque las valoraciones perdieron ya cierto atractivo en 2017 después de un período de buen rendimiento. Una de las áreas de crédito atractivas son los bonos flotantes denominados en dólares estadounidenses emitidos por la gran banca de EEUU, que deberían recoger beneficios del fortalecimiento de la economía americana y del aumento de tipos por parte de la Fed.

En el caso de los mercados emergentes, las buenas perspectivas de crecimiento económico mundial respaldan acertadamente el sentimiento, a pesar de la necesidad de sopesar factores tales como las consecuencias adversas de la introducción de aranceles en los Estados Unidos y en otros países. Y es que los fundamentales y las valoraciones de los emergentes siguen siendo atractivos en comparación con los mercados desarrollados. Por ejemplo, las tasas de crecimiento de muchas economías emergentes superan a las de los países desarrollados, mientras que muchos de ellos presentan una deuda en relación con el PIB mucho menor. Las rentabilidades (TIR) de la deuda soberana de los mercados emergentes denominada en divisa local superan a los de los bonos gubernamentales de los mercados desarrollados.

Las elevadas rentabilidades reales destacan el atractivo de regiones como Latinoamérica, cuya inflación se espera que disminuya en varios mercados grandes, como Brasil y México. Sin embar-

go, el volumen de la deuda de China sigue siendo preocupante y aunque es improbable que se produzca un “hard landing”, creemos que los ajustados diferenciales del mercado de bonos del país no recompensan debidamente los riesgos.

Georges Farré, Responsable de mercados de La Française

Cuando se comparan los fundamentales económicos de los países emergentes y los desarrollados, el contraste es sorprendente. Según JP Morgan, la previsión de crecimiento de los mercados emergentes es de media dos veces mayor que el de los países desarrollados (5% en 2018 para los ME frente al 2,5% de los países desarrollados). La inflación que era estructuralmente elevada en los países emergentes está contenida actualmente, en el 3,3% (2017). Las cuentas exteriores, de media, han vuelto a ser positivas (0,9% del PIB, según JP Morgan) disminuyendo la vulnerabilidad de esta clase de activo. Finalmente, las reservas de divisas alcanzaron los 2.500 millones de dólares, excluyendo a China.

En cuanto a los activos financieros, las primas de riesgo de la deuda emergente en dólares son de media un 3% más altas que las de los tipos americanos. América Latina y África son las regiones que ofrecen el mayor potencial en las primas de riesgo, con un 3,5%. Nuestras apuestas más fuertes se encuentran en Brasil y Argentina, donde se espera un mayor repunte del crecimiento. En África favorecemos a los países productores de materias primas como Nigeria y aquellos donde la estabilidad política ofrece una mejor visibilidad, como es el caso de Ghana y Costa de Marfil.

Los mercados locales también ofrecen buenas oportunidades dentro de los mercados emergentes. La deuda local responde más a las condiciones locales de cada país. Estas son principalmente las funciones de los tipos directos de los bancos centrales locales, así como la inflación y el crecimiento de cada país. Actualmente los niveles de los tipos reales (la diferencia entre tipos nominales e inflación) son bastante positivos para los mercados emergentes frente a EEUU y Europa, donde son cercanos a cero. Se espera que el ciclo de bajada de los tipos continúe en América Latina, principalmente en Brasil. En México, pensamos que el ciclo de recorte de tipos debería comenzar después de las elecciones presidenciales de julio de 2018, lo que es favorable para los bonos locales. También estamos sobreponderados en bonos de Sudáfrica y Rusia, la inflación es baja, el crecimiento es bajo y los tipos reales son elevados. Estamos sobreponderados en Europa emergente en Polonia, Hungría y República Checa; la inflación está aumentando y los tipos están en niveles muy bajos. El ciclo de normalización de los tipos en la zona debería comenzar.

La deuda de mercados emergentes en divisa local debería figurar entre los más rentables de 2018.

RF EMERGENTE VS RF DESARROLLADA

Borja Fernández, ejecutivo de cuentas de Schroders

Dentro del amplio universo de la renta fija, nos encontramos con dos escenarios diferentes al hablar de inversiones en deuda soberana. Los países desarrollados disfrutan de un contexto macroeconómico favorable en el que también estamos asistiendo a una normalización paulatina de los tipos que interés. Todo ello nos lleva a hablar de un escenario de recuperación global sincronizada. Para algunos inversores, el alza de la curva de tipos en países como Alemania o Estados Unidos podría ser un indicador de que una posible recesión estaría por llegar. Todo ello siempre y cuando la percepción por el mercado sea que las autoridades monetarias llegaran tarde a futuras subidas de tipos.

Teniendo en cuenta estos factores desde Schroders **creemos que las oportunidades dentro de la renta fija están más concentradas en el universo emergente**, concretamente en el segmento de deuda soberana en moneda local. En líneas generales, creemos que estas economías gozan de buena salud y que se han visto impulsadas por este contexto de mercado.

Algunos de estos países se encuentran inmersos en profundos cambios políticos motivados por los diferentes comicios que se están celebrando en el presente ejercicio. De este modo, el riesgo político siempre es una variable que debemos tener en cuenta a la hora de analizar los fundamentales que rodean las valoraciones de estos activos.

Los cambios políticos en las economías emergentes suelen traer reformas estructurales de calado. En el caso concreto de Rusia, el país está participando de la recuperación económica europea a través de su divisa. Además, su Banco Central tiene margen para seguir bajando los tipos, un factor que históricamente ha sido favorable para la renta fija. Por otro lado, su economía, muy ligada al petróleo y a productos derivados del mismo, se está viendo favorecida por la recuperación de las materias primas, un hecho que contribuye a la visión más constructiva que actualmente tenemos en cuanto a este país.

Esta visión positiva que compartimos del universo emergente, también se produce por las altas valoraciones que se registran en la deuda de mercados desarrollados. Desde Schroders esperamos rentabilidades reales negativas (ajustadas por la inflación) para los próximos 10 años. Por su parte, los esfuerzos de los bancos centrales por contener la inflación en países emergentes trazan un escenario favorable para su deuda, sobre todo la denominada en divisa local, (después de las fuertes correcciones vistas en el periodo 2012-2015). Es precisamente en esta parte donde estamos más positivos. No debemos olvidar que el 80% de los bonos de países emergentes están emitidos en divisa local, dato que apoya nuestra visión favorable de la región (lo que le convierte en un activo más líquido que la deuda externa). Además, en esta región encontramos rentabilidades que pueden ir desde el 6,7% de Indonesia hasta el 16% de Argentina.

Por último, no debemos olvidar el factor inflación en ambas regiones. Mientras que la deuda soberana de mercados desarrollados no está descontando la posibilidad de que aumente la inflación, los bancos centrales emergentes han dado muestras de su buena disposición a seguir bajando tipos en aras de controlar una inflación creciente. Por ello, ante un posible escenario inflacionista, estas economías estarán más protegidas frente a un posible repunte.

Natixis, Andrea DiCenso, co-portfolio manager, Loomis, Sayles & Co.

¿Se están convirtiendo los mercados desarrollados en los nuevos mercados emergentes? Hemos visto recientemente en algunas elecciones de estos países a candidatos alternativos. Una victoria de estos puede contribuir a un incremento en la volatilidad. Esto ha llevado a los inversores a preguntar, “¿Estoy siendo recompensado lo suficiente para invertir en este mercado? ¿Está siendo el riesgo adicional asignado al repunte de volatilidad que es probable que veamos por no conocer al candidato?”.

Existe además una clara distinción en cuanto a las políticas de los bancos centrales entre mercados desarrollados y emergentes. En los primeros, estamos viendo que el QE está finalizando y la política monetaria se está endureciendo. La relajación cuantitativa desarrollada en estos países en los últimos 10 años ha llevado a un menor riesgo y menor volatilidad. Los inversores pueden esperar que las primas de riesgo incrementen en un escenario de restricción de política monetaria y nosotros esperamos que la volatilidad permanezca.

Con este escenario, ¿hacia dónde tendrían que mirar los inversores? Deberían considerar mercados en los que el riesgo sea apropiado y los diferenciales tiendan a aumentar, y donde la inflación esté cayendo y la rentabilidad real se incremente.

Desde mi punto de vista, esto lo cumplen mercados emergentes como Brasil, Rusia e incluso Sudáfrica, que ha evolucionado hacia una mayor estabilidad política recientemente. La posible subida en el precio de la energía también me sugiere que Brasil, Colombia y México (que ha sido perjudicado por las negociaciones de NAFTA) ofrecen valor. La prima de riesgo en muchos países de Latinoamérica puede ser baja en comparación con el pasado, pero en general creo que el riesgo relacionado con política y commodities ha sido recogido por los precios.

Como inversor multiactivo, el mayor cambio que veo entre el 2018 y 2017 es que la volatilidad ha llegado para quedarse. Los inversores tienen que aprender a sentirse cómodos en este entorno. Creo que la habilidad de contar con una cartera multiactivos es una ventaja en un mercado como este porque hay segmentos que ofrecen valor, solo hay que localizarlos.

RF EMERGENTE VS RF DESARROLLADA

Karine Jesiolowsky, Especialista Senior en Inversiones de Union Bancaire Privée (UBP)

En el contexto actual en el que los riesgos tienden hacia rendimientos del tesoro más altos en el medio plazo, los inversores que necesitan mantener posiciones en renta fija tradicional pueden legítimamente preocuparse por dónde invertir. Creemos que los bonos corporativos de mercados emergentes en moneda fuerte continúan siendo una alternativa atractiva para las carteras tradicionales de crédito de los mercados desarrollados.

En primer lugar, los emisores de los mercados emergentes se benefician de la mejora de los fundamentales. A nivel soberano, la actividad económica se ha acelerado en varios países y la distancia entre las economías emergentes y las desarrolladas se está ampliando. Nuestros estrategias esperan que el PIB de los mercados emergentes ascienda hasta el 5% este año. A nivel corporativo, los márgenes del EBITDA y la cobertura de intereses han aumentado, mientras que los niveles de apalancamiento se han mantenido estables (y por debajo de los de las empresas de los mercados desarrollados). Como consecuencia, la ratio compra/rebaja (excluyendo las acciones de calificación soberanas) también ha mejorado de forma continua durante los últimos 18 meses y ahora se sitúa por encima de 1.

En segundo lugar, los bonos corporativos emergentes tienen de media una duración de los tipos de interés menor que los de los mercados desarrollados. Por ejemplo, entre los bonos investment grade que son los más sensibles a las subidas de tipos, los corporativos de los mercados emergentes tienen una duración de alrededor de 5 años frente a los 7,3 años de los bonos investment grade de EEUU. Este hecho les ayuda a afrontar mejor los aumentos de tipos en EEUU como ha ocurrido en el primer trimestre, cuando estos bonos de los mercados emergentes perdieron poco más de 1% en comparación con el 2,5% de los de EEUU.

Otra característica importante de los bonos corporativos de mercados emergentes es su comportamiento, históricamente ajustado al riesgo. De hecho, gracias a la gran diversidad de emisores en distintos países y sectores (que limita el riesgo asociado a la idiosincrasia), la duración más corta de los tipos de interés y su base inversora relativamente estable, su volatilidad tiende a ser más baja que la de los bonos soberanos y la de los mercados de crédito de los países desarrollados. Como resultado, a lo largo del tiempo han generado un mejor rendimiento ajustado al riesgo que otros mercados de crédito, con una ratio Sharpe por encima del 0,7 en los últimos cinco años, comparado con el 0,4 de los bonos soberanos de los países emergentes. Si nos centramos en los bonos high grade, el Sharpe de los bonos investment grade de mercados emergentes se mantuvo en un 0,64 vs. un 0,5 para los de crédito de EEUU.

Finalmente, las valoraciones, aunque parecen ajustadas en comparación con los niveles históricos en los mercados de renta fija, siguen pareciendo relativamente más atractivas para los bonos corporativos de los mercados emergentes con una duración y calidad crediticia similares. Por ejemplo, los bonos investment grade de mercados emergentes ofrecen un rendimiento del 4,6% para una duración de 5 años y tienen una calificación crediticia de BBB+, mientras que los norteamericanos tienen un rendimiento del 4,1% con una leve mejor calificación crediticia (A-) pero con una duración de dos años más, lo que creemos que a día de hoy constituye el mayor riesgo para este tipo de bonos. En high yield, los bonos corporativos de los emergentes ofrecen un rendimiento del 6,6% con una calidad crediticia de BB-, tres puntos superior a los de EEUU, que pagan un 6,5% para una calidad crediticia media de solo B-. Este tipo de activo es particularmente atractivo para las compañías de seguros ya que ofrece un mayor rendimiento sin un ratio de solvencia de capital adicional en comparación al bono de crédito de Estados Unidos, que tiene una duración y una calificación crediticia similares.

Para los inversores con capacidad de tomar riesgos de divisa, los bonos locales de los mercados emergentes pueden ser una alternativa atractiva en vista de que las monedas de los países emergentes deberían continuar apreciándose frente al dólar y la brecha en el crecimiento económico sigue ampliándose con respecto a los países desarrollados.



SECTORES CICLICOS VS SECTORES DEFENSIVOS

SYZ AM

Hartwig Kos, Co Cio y Co responsable de multiactivos de SYZ AM

En el último mes, hemos tenido que variar nuestras preferencias en renta variable y hemos comenzado a equilibrar nuestras visiones en este segmento. Geográficamente, la mayoría de las principales regiones han recibido una valoración similar, con la notable excepción de los mercados emergentes, donde preferimos la renta fija a la variable.

Mantenemos nuestra ya dilatada preferencia por los sectores cíclicos frente a los defensivos. Nuestro sector favorito durante los últimos tiempos, además de la energía, ha sido el financiero, concretamente los bancos. Las valoraciones baratas, el hecho de que normalmente están ligados al ciclo de negocio, así como sus características naturales

de cobertura frente a la subida de los tipos de interés, hacen que los bancos hayan tenido una asignación elevada en muchas de nuestras carteras hasta la fecha.

Aunque todavía mantenemos este segmento como tema de inversión, algunas de las inversiones racionales iniciales se han suavizado ligeramente. Los bancos ya no están tan baratos como estaban en el pasado, las rentabilidades ya han aumentado bastante durante los últimos meses y aunque el ciclo de negocio continúa siendo robusto, es más probable que la tendencia sea a la baja que al alza. Aunque todavía es demasiado pronto para ser constructivos en los sectores defensivos, estamos comenzando a ver valor en áreas como las farmacéuticas o las telecomunicaciones, que han sufrido significativamente durante el periodo de rentabilidades al alza.

INTELIGENCIA ARTIFICIAL VS ROBOTICA VS BIG DATA

Allianz | Janus Henderson | Edmond de Rothschild

Sebastian Thomas, Portfolio Manager Allianz Global Artificial Intelligence Fund at Allianz Global Investors

Ya desde la Revolución Industrial, el mundo ha ido adoptando técnicas para automatizar procesos manufactureros, reducir costes, mejorar la eficiencia e incrementar la producción. Algunas de las innovaciones aportaron mejoras progresivas, mientras que otras como la máquina de vapor y la cadena de montaje proporcionaron avances extraordinarios. Hoy en día, tecnologías como la Robótica, Big Data e Inteligencia Artificial marcan el inicio de una era de innovación que extiende la automatización más allá de la fábrica y está transformando la economía global.

En los últimos 50 años, los Robots se han introducido en los procesos de las fábricas sustituyendo al trabajo humano. Los Robots se utilizan hoy en día en una gran variedad de procesos. Realizan tareas repetitivas y se mantienen en lugares seguros para prevenir accidentes con humanos. Se estima que hoy en día existen 1,63 millones de estos Robots utilizados en instalaciones de fabricación a nivel global. Recientemente, se han desarrollado Robots con capacidad de detección y que puedan trabajar con humanos. Esto facilita que más procesos sean automatizados, lo que a su vez mejora la productividad. Las compañías de Robótica cuyos negocios han sido más cíclicos y ligados a la construcción de nuevas fábricas están experimentando un crecimiento más secular como consecuencia del crecimiento de estas nuevas oportunidades. A pesar de eso, creemos que la industria de la Robótica

seguirá teniendo un componente cíclico.

Al tiempo que la Robótica ayuda a automatizar los procesos de producción, el Big Data ayuda a las empresas a predecir la demanda, gestionar los inventarios y planificar el negocio. La tecnología del Big Data fue desarrollada en los años 90 para ayudar a analizar y visualizar unos volúmenes de datos más grandes y con el avance de la tecnología informática, esto es posible de una forma más rápida. Esto ha ayudado a las compañías a adoptar una postura más científica y cuantitativa que ayude a optimizar sus negocios. En industrias como la salud, esto ha mejorado la atención médica y acelerado el desarrollo de medicinas. Estas mejoras se han trasladado a otras industrias.

Hoy en día nos movemos entre la era del Big Data y el mundo de la Inteligencia Artificial. La aparición de esta última supone un escenario donde las máquinas están programadas para imitar a las acciones que realizan los humanos de aprendizaje y procesamiento de información. El campo de la Inteligencia Artificial abarca muchas disciplinas: aprendizaje profundo, aprendizaje automático, big data, visión artificial... Las máquinas pueden estar programadas para sentir el mundo no solo a través de la vista y sonido, sino también de radares, espectroscopia y otros métodos. Además, la Inteligencia Artificial está abriendo otras posibilidades, desde almacenes automatizados a coches automáticos o equipamientos más sofisticados del sector salud.

Mientras que la innovación después de la Revolución Industrial buscó maneras de sustituir la mano de obra por máquinas,

Inteligencia Artificial VS ROBOTICA VS BIG DATA

La era de la Inteligencia Artificial abre la posibilidad de aumentar, amplificar e incluso sorpassar la inteligencia humana para dar solución a algunos de los mayores problemas a los que se enfrenta el mundo. Creemos que la llegada de la Inteligencia Artificial conducirá incluso a mayores cambios que la Revolución Industrial. Así, desde nuestro punto de vista las mejores oportunidades de inversión se dan en la compañías que son capaces de beneficiarse de esta innovación, incluso más que de cualquier otra anterior.

Richard Clode, gestor del fondo Janus Henderson Horizon Global Technology

La inteligencia artificial (IA) es el próximo cambio de paradigma tecnológico y la cuarta gran ola en informática. Definirá en gran parte la disrupción que veremos en la próxima década. Al igual que cada ola anterior, la IA también tendrá un impacto mucho mayor en las industrias. Mientras que internet fue verdaderamente revolucionario, en cuanto a las industrias fue algo que afectó mayoritariamente en el comercio minorista y los medios de comunicación tradicionales. En un mundo de inteligencia artificial, sectores como el del transporte, los servicios financieros y el industrial se verán atrapados en una curva exponencial de la Ley de Moore por primera vez, acelerando significativamente la disrupción. Cualquier empresa deberá tener una estrategia que implique a la inteligencia artificial.

El punto de inflexión en la IA después de décadas prometedoras está siendo impulsado por los avances en la capacidad de procesamiento impulsada por la Ley de Moore y la enorme cantidad de datos digitales que está creando la sociedad del siglo XXI. Esta es una evolución del término ‘big data’, que existe desde hace muchos años, y ahora

ha sido incluido bajo el paraguas de la IA. La diferencia es que lo “grande” se ha hecho mucho más grande, y la capacidad de procesamiento que podemos introducir al aprendizaje automático continúa creciendo exponencialmente. Esto ha llevado a grandes avances en el aprendizaje profundo y el conocimiento de las redes neuronales que han conducido a inflexiones en las tecnologías de inteligencia artificial como el reconocimiento de voz y de imágenes. Como resultado, algunos de los gadgets navideños más vendidos del año pasado fueron productos habilitados para Amazon Alexa.

Sin embargo, el impacto de la IA irá más allá de los gadgets. El reconocimiento inteligente de voz habilitado por IA tiene la capacidad (y ya está haciéndolo) de reemplazar a los humanos en los centros de llamadas. Es por ello que pensamos que la inteligencia artificial será tan disruptiva para los puestos de trabajo cualificados como lo fue la automatización de las fábricas para los empleos de producción y, antes de eso, el efecto que tuvo la modernización de la maquinaria agraria para la agricultura. Consideramos que la robótica es un nicho importante bajo este paraguas más amplio de máquinas que entienden su entorno y son capaces de reaccionar en un ambiente aleatorio. Sin embargo, consideramos que el valor agregado de un robot es el algoritmo que habilita esa capacidad e inteligencia en lugar de las partes mecánicas, por este motivo nuestro foco se centra en el software y no en el hardware.

Acelerar la curva de adopción de tecnología será la proliferación de servicios en la nube. La tecnología punta como puede ser la IA la desarrollan actualmente empresas como Amazon y Google. Estos hiperescaladores no se guardan la tecnología para sí mismos, si no que la comparten como parte de



Inteligencia Artificial VS ROBOTICA VS BIG DATA

sus servicios en la nube, democratizando la tecnología e impulsando una curva de adopción mucho más rápida. Cualquiera puede alquilar el “cerebro artificial” de Google por \$10 al mes.

Con esta gran disrupción y entusiasmo, algunas áreas de la tecnología se verán sobrevaloradas y el desafío residirá en equilibrar las oportunidades de crecimiento secular a largo plazo con supuestos potencialmente demasiado optimistas sobre las barreras de entrada y las valoraciones. Las entradas significativas de capital privado en tecnología y el entusiasmo de los inversores por los fondos temáticos agravan este riesgo. La experiencia de inversión en tecnología y ciclos previos de hype serán primordiales para navegar esta emocionante década de disrupciones.

Jacques-Aurélien Marcireau, gestor de EdR Fund Big Data

La tendencia de big data es incluso más fuerte en 2018 que antes. Todas las encuestas (Gartner, Bernstein, etc) apuntan a un mayor gasto de capital en tecnologías de la información como al principal beneficiario de la recuperación. Lo que pasa es que el big data y la inteligencia artificial son temas centrales y prioritarios para los CEO y CIO. El gasto de las empresas tradicionales estaba claramente contenido desde la gran recesión (solo los GAFA tuvieron gastos) y ahora es el momento de que regresen.

Para el sector tecnológico en su conjunto, esperamos que tenga una rentabilidad discreta durante los próximos meses, ya que los fuertes fundamentales ya están respaldados por las valoraciones de la mayoría de las compañías y el aumento del apetito inversor de prima geopolítica. Todavía hay muchas oportunidades atractivas en determinados subsectores y acciones específicas, pero no “compraría el sector” a ciegas. Las perspectivas a medio plazo son bastante sólidas estructuralmente. El big data es definitivamente un tema a largo plazo con el potencial de transformar numerosas industrias.

Estamos muy entusiasmados con el potencial que ofrece la tecnología big data en el espacio tecnológico, y de manera más amplia con las compañías que ofrecen herramientas y servicios para asistir a las empresas en la modernización de sus centros de datos. Sin embargo, si nos fijamos en la exposición a gastos de capital en tecnología de la información como indicador de esta categoría, solo representa el 33% de las acciones tecnológicas en cuestión de capitalización de mercado. Edmond de Rothschild Fund Big Data está especialmente bien posicionado para beneficiarse de esta temática. También creemos en compañías fuera del sector que son las mejores de su categoría en el dominio de la tecnología y los datos de su organización se beneficiarán de lo mejor de ambos mundos.

Estas compañías, que no son tecnológicas y a las que calificamos como usuarios de datos, representan actualmente más de un 30% del fondo.

Sectores como el bancario o el de seguros están haciendo grandes esfuerzos para recopilar todos los datos sobre el comportamiento de los consumidores como pueden para optimizar los análisis de riesgo, ofrecer nuevos servicios e identificar nuevos mercados. Como una de las aseguradoras líderes en todo el mundo, Axa es pionera en la transformación digital dentro de la industria.

El big data también alimentará a los coches del mañana al construir un ecosistema digital para mejorar la experiencia del usuario. La llegada del big data ha transformado completamente el sector, haciendo que la conducción sea más segura, más responsable y más ecológica. Un referente del automovilismo como el muniqués BMW Group está tratando de sacar el máximo partido de la revolución de los datos. La explosión de los datos también representa una oportunidad sin precedentes para la innovación sanitaria mediante la identificación de factores de riesgo de enfermedad, la asistencia en el diagnóstico, la selección de tratamientos y el seguimiento de su eficacia y ayudando en áreas como la farmacovigilancia y la epidemiología.

Gracias al big data, están emergiendo en el sector sanitario el denominado enfoque “4 P” predictivo, preventivo, personalizado y participativo.

Las compañías que consideramos más interesantes son: Google (Tecnológica Mega-cap): crecimiento estructural, opcionalidad en todo el espectro (conducción autónoma, cartografía, salud, cloud computing)... es una verdadera compañía de big data. Invierte más de 12.000 millones de dólares al año en I+D.

Randstad (usuarios de datos, large-cap): son los mejores aprovechando los datos en su actividad central. Creemos que los márgenes podrían expandirse más de un 30% en los próximos 5 años.

Hortoworks (análisis de big data, small-cap): proveedor de tecnología big data de código abierto. Mostrarán más del 30% en el futuro próximo gracias a la cada vez mayor adopción de tecnología big data por parte de las empresas.

Algunos participantes, independientemente del sector, están encontrando que el big data es una mina de oro para la creación de valor. Creemos que el enfoque acertado es adoptar una visión pragmática y selectiva al valorar las compañías y evaluar los productos y soluciones que ofrecen. Nuestro objetivo consiste en identificar proveedores o usuarios que se beneficiarán de estas oportunidades. Nuestras habilidades de selección de valores son nuestra principal fuente de valor añadido.

LATAM VS ASIA

Vontobel | Old Mutual

Thomas Schaffner, gestor del Vontobel Fund - mtx Sustainable Emerging Markets Leaders

En realidad nuestras carteras se construyen puramente por bottom-up, y la asignación por países y sectores es resultado de nuestra selección de valores. Nuestra estrategia de inversión se centra en identificar compañías líderes de sus sectores con una alta rentabilidad medida por la tasa ROIC, ventajas competitivas, negociadas con descuento con su valor intrínseco y cuyos equipos directivos demuestran liderazgo con respecto a la gestión efectiva de cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por las siglas en inglés de Environment, Social and Government).

Geográficamente hablando, sobreponderamos Asia ya que vemos más potencial en compañías localizadas en la región, como por ejemplo China. China cuenta con un mercado bastante amplio y la rentabilidad de determinadas compañías es buena se dejan al margen los sectores tradicionales de industria y materias primas. Otros países que nos gustan son Corea del Sur, Indonesia y Taiwán. Con respecto a Latinoamérica hemos encontrado grandes compañías en México y Brasil.

Esta es la opinión personal del autor y no refleja necesariamente la opinión de Vontobel Asset Management.

Nick Payne, head of global emerging markets at Old Mutual Global Investors

Mientras que los jugadores de fútbol de Latinoamérica están de alguna manera por delante de sus homólogos en el campo, en términos de compañías donde invertir, ambas regiones son bastante parecidas, señala Nick Payne, head of global emerging markets at Old Mutual Global Investors.

Los inversores a menudo nos preguntan qué mercado ofrece un mayor valor, ¿Asia o Latinoamérica? Pero pensamos que analizar las tasas de crecimiento económico como punto de partida para buscar empresas no resulta útil para encontrar valor. La búsqueda de crecimiento es una herramienta válida, pero no a costa de la cantidad de capital invertido en un negocio. Los mercados emergentes están llenos de compañías que prometen unas tasas de crecimiento rápidas pero proporcionan poco en términos de retorno sobre el capital.

En lugar de analizar el crecimiento del PIB, preferimos centrarnos en negocios que 1) cuentan con un retorno sobre el capital elevado y que no piden frecuentemente capital adicional, 2) procesan abundantes oportunidades para crecer reinvertiendo en su negocio y 3) tienen un precio razonable.

Analizando el retorno del capital (una medida clave de la rentabilidad corporativa) de ambas regiones, el ROE esperado para



Latinoamérica es mayor que para Asia (13,3% vs 12,9% para 2018). Desde un punto de vista más detallado, encontramos un mayor valor en Brasil, México y Perú. (Hasta el momento Latinoamérica 1, Asia 0).

Sin embargo, en Asia, en países como India e Indonesia, también se pueden encontrar negocios con unos fuertes retornos de capital, debido a una baja presión competitiva y la habilidad de construir barreras de entrada. Además, la magnitud de oportunidades de reinversión es mayor en Asia, por el gran tamaño del mercado y el crecimiento de la población en India, China e Indonesia. Esto significa que las empresas tendrían todavía margen para crecer y ofrecer valor. Según mis cálculos, Asia se acaba de anotar un tanto.

Independientemente de la región, la clave no está en pagar de más por una compañía. Afortunadamente, tanto Asia como Latinoamérica tienen unas valoraciones similares y en línea con sus medias históricas. Pensamos que esto es un punto positivo, puesto que ambos están en las primeras etapas de recuperación de beneficios. Empate.

En conclusión, esto nos lleva a un resultado de Asia 2 - Latinoamérica 2. En lugar de fijarnos en regiones individuales, deberíamos buscar buenas compañías con una fuerte posición de mercado y altas barreras de entrada.

SMALL CAPS VS LARGE CAPS

Oddo BHF AM | Groupama | La Financière de l’Echiquier

Emmanuel Chapuis, gestor de ODDO BHF AM

Actualmente **sobreponderamos las large-caps**, que parecen ofrecer un mejor momentum que las small-caps, que recientemente han registrado un rendimiento superior en un entorno en el que su potencial de revisión nos parece más limitado.

Las small caps de la zona euro han tenido un buen rendimiento en el primer trimestre frente al conjunto de la renta variable pero están teniendo un rendimiento inferior al de las large caps en abril. La tendencia descendente que vimos en el primer trimestre de 2018 ha tenido más impacto en las large caps. La caída de los mercados, incluso cuando los beneficios empresariales fueron casi estables en todas las regiones, se refleja en unas valoraciones más bajas, que ahora han vuelto por debajo de la media de 5 años en todas las zonas, incluyendo EEUU. En la zona euro, el precio/beneficio (P/E) para las large caps sigue siendo casi 14 veces el beneficio pronosticado para 2018. Este nivel fue alcanzado por última vez en marzo de 2016 en un entorno económico menos favorable para las compañías europeas. Por otra parte, el actual P/E de las small caps de la zona euro (en torno a 17x) está en línea con la media histórica. Sin embargo, si miramos al valor de empresa /EBITDA (que podría ser más relevante ya que hay diferencias estructurales en el peso de los sectores entre estos dos segmentos, por ejemplo, hay menos financieras y utilities en el mercado de small caps, sectores que resultan menos caros cuando utilizamos un enfoque P/E), la conclusión es más moderada y la valoración

relativa de las small caps de la zona euro frente a las large caps está en línea con las medias históricas.

Es probable que los resultados de las compañías cotizadas sirvan de impulso a un rally (o no) en los mercados de renta variable. La temporada de presentación de resultados del primer trimestre comenzó a mediados de abril y parece en general bastante positiva, con el consenso esperando un 8% para las large caps de la zona euro frente al 26% para las small caps de la zona euro. Creemos que el potencial de revisión podría sorprender al alza para las large caps y es más limitado para las small caps.

Esperamos que el entorno de la renta variable siga siendo desafiante. No olvidamos el riesgo de una espiral bajista en las acciones tecnológicas. La reciente volatilidad, que esperamos que persista, hará que, en conjunto, los inversores sean más demandantes e impulsará las primas de riesgo durante fases de turbulencias, lo que podría favorecer a las large caps frente a las small caps.

Somos una gestora bottom-up enfocada en el stock-picking y que continuamos buscando buenas oportunidades de inversión en todos los segmentos de capitalización. A través de nuestro análisis fundamental, somos capaces de encontrar buenas oportunidades en el mercado. Esto es especialmente cierto para las small y micro-cap, simplemente porque siempre hay compañías menos conocidas con muy buenos fundamentales donde es posible beneficiarse de las ineficiencias en el precio de sus acciones.

Álvaro de Liniers Peletier, Business Development Manager Iberia & Latam, Groupama

Cada vez más gestores toman posiciones en Small & Mid — Caps; algunos espoleados por los mejores resultados recientes frente a las Large Caps, otros por criterios de diversificación. Sea cual fuere el caso, en Groupama AM seguimos apostando fuerte por este tipo de compañías con una mentalidad de medio y largo plazo. Los hechos son que en términos de rentabilidad, los números han sido en general muy favorables para las Small frente a las Large Caps a 5 y 10 años (tomando como muestra índices de referencia Europeos*), si bien es conveniente aclarar el aspecto relativo al riesgo del tipo de activo.

Si analizamos niveles de volatilidad, no es cierto el mito de que las Small (y Mid Caps) sean estructuralmente más volátiles; de nuevo si miramos el periodo de 5 y 10 años en Europa, nos encontramos con que en ambos casos la volatilidad de las compañías de mayor capitalización no sólo es similar al de las de pequeña capitalización, sino inclusive ligeramente mayor. Es cierto no obstante que las Small & Mid caps no están exentas



SMALL CAPS VS LARGE CAPS

de riesgos en periodos de corto plazo: existen momentos determinados en los que este tipo de activo sufre más (2007-2008 / 2010-2011) frente a compañías de mayor tamaño. No todo vale, es clave dar con un buen gestor y selector de compañías que además cuente con el apoyo de una firma gestora alineada con los intereses de los partícipes y que le permita reflejar sus mejores ideas inversoras en la cartera final para que éstas vayan cristalizando; en nuestro caso contamos con el equipo liderado por Cyrille Carrière, quien además de gestor lleva analizando el universo invertible desde 1998.

En nuestra gama de fondos Fondos “Avenir”, invertimos en negocios que en muchos casos se encuentran en fase de expansión o subsectores menos maduros, y que por lo tanto no necesitan de forma imperiosa un entorno Macro boyante para poder aumentar sus ventas, al contrario que el conjunto de las Large Caps. La cartera del Fondo G Fund Avenir Europe cuenta con muchas compañías que operan en sectores nicho (Eurofins Scientific), innovadoras y con importantes niveles de crecimiento (Sartorius Stedim Biotech), internacionales (Teleperformance) y que en muchas ocasiones pertenecen a grupos familiares (Nemetscheck) que, de nuevo, apoyan modelos de negocio ganadores que funcionan con visión de largo plazo. En estas carteras Carrière no toma decisiones de inversión según los indicadores macroeconómicos, tampoco hay gran rotación de cartera; el equipo emplea la mayor parte de su tiempo revisitando los casos de inversión en los que apuesta, comprobando que sus compañías cumplan con lo prometido y sigan bien posicionadas en términos de mercado y producto, pudiendo así crecer estructuralmente más rápido que sus competidores según el plan establecido por los diferentes equipos directivos.

Guillaume Puech, gestor de La Financière de l'Echiquier

El universo de pequeñas y medianas empresas europeas es un conjunto de oportunidades especialmente propicio para la gestión activa, un grupo en el que es posible encontrar valores con un fuerte potencial de crecimiento siempre que la gestión sea ágil y selectiva.

Esta clase de activo registró un mejor rendimiento que las grandes empresas después de dos años en Europa. Este es un universo que ofrece más proyectos e independientemente del ciclo. Sin embargo, el crecimiento de los beneficios es para nosotros el principal catalizador de la rentabilidad bursátil. Las pequeñas y medianas empresas son también menos volátiles, especialmente en los últimos años: son generalmente menos sensibles a los movimientos de flujo de capital que afectan a las grandes compañías y están poco expuestas a los países emergentes, don-

de la actividad puede ser más volátil.

Las fortalezas de este universo son numerosas: un universo amplio donde la renovación está alimentada por las salidas a bolsa, exposición a la reactivación del crecimiento europeo y un importante impulsor de la rentabilidad a través de la actividad de fusiones y adquisiciones de los últimos años. Nuestro fondo Echiquier Agenor, dedicado exclusivamente a valores medianos, se benefició a comienzos de 2018 de las compras de NETS, una empresa danesa de servicios de pago, de YOOX NAP, sociedad italiana de distribución textil por internet o COM HEM, un operador de cable sueco.

Gracias a su exposición local y a su posicionamiento de nicho, las empresas de este grupo de inversión pueden captar una parte importante de la mejora de la coyuntura económica europea. Una tendencia que ilustra las buenas publicaciones de los valores en cartera, especialmente las del proveedor de automóvil, NORMA, el fabricante de envases de vidrio VIDRALA, o el líder mundial del mercado de navegación BENETEAU.

Como estamos convencidos de que el rendimiento a largo plazo de los mercados está impulsado por la capacidad de una empresa de generar una mejora sostenible de sus resultados, viajamos por Europa en busca de los mejores proyectos de crecimiento. OCADO, especialista británico de distribución alimentaria on line y de la automatización de depósitos es un buen ejemplo.

Las pequeñas y medianas empresas europeas representan una buena alternativa a la gestión de compañías de gran capitalización, cuyas muchas ventajas justifican exponerse a ellas diversificando las carteras.



SMALL CAPS JAPON VS LARGE CAPS JAPON

SYZ AM | Unigestion

Yoko Otsuka, Oyster Japanese Opportunities

La buena evolución registrada por el mercado bursátil japonés ha propiciado que en términos generales sea complicado encontrar compañías que coticen con descuento respecto a su valor razonable. Una situación que es más evidente entre las compañías japonesas de pequeña y mediana capitalización con sesgo growth, que actualmente están caras.

De hecho, en términos de capitalización bursátil, el hecho más destacable desde el fin de la crisis financiera mundial es el rendimiento del 235% que han registrado las medianas empresas niponas, que supera con creces el 172% y el 126% de las grandes y mega caps, respectivamente. Además, las empresas de mediana capitalización «ocultas», otra características de la bolsa nipona, están desapareciendo, y prácticamente ninguna cotiza por debajo del valor contable.

En el fondo Oyster Japanese Opportunities, no tenemos ninguna limitación por capitalización de mercado, pero actualmente, no tenemos small caps en cartera, las mid caps representan alrededor del 25% de los activos, y el resto son large y mega caps.

En nuestra opinión, es primordial tener un enfoque de inversión disciplinado que se centre en las compañías que se venden con descuento respecto a su valor razonable en vez de perseguir el momentum de los beneficios. Actualmente, el ciclo del mercado japonés es positivo, pero es muy difícil acertar con el timing de cuándo puede cambiar la situación.

Por eso, tratamos de conseguir un equilibrio entre los que denominamos anchor stocks y macro sensitive stocks, que además nos permite reducir la volatilidad de la cartera.

Las anchor stocks son compañías que cuentan con modelos de negocio sostenibles a largo plazo, menos dependientes del ciclo económico, y con sólidos fundamentales. En este grupo se enmarcan principalmente las medianas y grandes empresas domésticas.

Entre las sensitive stocks figuran las large y mega caps, en su mayoría empresas exportadoras y que, por tanto, están muy expuestas al ciclo económico, su principal catalizador son valoraciones y ofrecen una liquidez y una beta mayor. Pero como tienen una mayor dependencia de las condiciones del mercado, suelen ser para nosotros inversiones más oportunistas, más tácticas.

Alexandre Marquis, Head of Investment Specialists, Equities at Unigestion

Las tres flechas lanzadas por el Abenomics que se inició hace 5 años por el Primer Ministro Shinzo Abe, tenían por ob-

jetivo mejorar los fundamentales de la economía en un proceso formado por 3 pasos. En primer lugar, el debilitamiento del yen ayudó a impulsar a los exportadores. Estos son compañías mayoritariamente de gran capitalización, las cuales tuvieron un muy buen comportamiento en 2013. El segundo paso fue la transmisión, a través de negociaciones salariales, de los beneficios recogidos de las compañías exportadoras al resto de la economía, empresas mucho más domésticas, de pequeña capitalización, o incluso no cotizadas. El tercer paso fue la mejora de la estructura de la economía optimizando los presupuestos, leyes salariales y de inmigración y el gobierno corporativo.

El primer paso fue llevado a cabo rápidamente. El yen se debilitó, los beneficios de los exportadores mejoraron, y los salarios han incrementado en las compañías internacionales. El segundo está en curso, con las negociaciones salariales en las pequeñas compañías y el crecimiento esperado del salario real, que finalmente podría materializarse y apoyar a la economía doméstica.

Actualmente, los sectores domésticos son menos rentables que los internacionales. Por el contrario, las empresas exportadoras están ya al mismo nivel que sus competidores. Esto supone que las empresas domésticas cuentan con un mayor margen de mejora. Es probable que esto sea reforzado con la apertura de las negociaciones del TPP (Trans-Pacific Partnership) bajo el mandato de Trump. El gobierno japonés probablemente quiera impulsar los sectores domésticos a través de una mayor actividad M&A, que debería servir de apoyo a las small y mid caps. Por otro lado, es probable que Trump se haya dado cuenta de que no sería beneficioso para EEUU dejar un gran vacío en el área de Asia Pacífico, que China estaría encantada de rellenar.

No obstante, más allá de las buenas oportunidades para las empresas japonesas de pequeña y mediana capitalización, creemos que una gestión activa del riesgo es algo fundamental. La dependencia de la economía japonesa de las negociaciones con China es aún grande y un debilitamiento en la demanda de este país podría perjudicar mucho a Japón. Mientras tanto, la situación política de Shinzo Abe después del escándalo podría desacelerar el buen comportamiento de la política gubernamental. El último riesgo podría ser un fallo en la implementación del tercer punto del Abenomics, lo que no ayudaría a la mejora de la estructura de la economía doméstica. Dada la incertidumbre que hay hoy en los mercados y los riesgos geopolíticos, teniendo en cuenta unas buenas perspectivas económicas, creemos que una estrategia basada en la gestión del riesgo podría ser óptima.

AFRICA VS LATAM VS ASIA VS EUROPA ESTE

Degroof Petercam AM

Carl Vermassen, gestor de Degroof Petercam Asset Management

La economía china se ha calmado de los temores pasados de un aterrizaje forzoso. La incertidumbre sobre la política económica se ha reducido pero esperamos que el crecimiento frene en 2018 ya que la recuperación económica impulsada por el crédito ha finalizado y las políticas monetarias siguen siendo bastante duras. China sigue siendo uno de los mayores riesgos para la economía global. Una economía china en desaceleración tendrá algún impacto en el resto del mundo, dando lugar a volúmenes de comerciales y precios de las materias primas más bajos. Sin embargo, las preocupaciones sobre un impacto fuertemente negativo en el resto del mundo siguen siendo moderadas por el momento.

La regla de oro es que una caída del 1% en el crecimiento de China supone una caída del 0,25% en el crecimiento económico global. En el resto del mundo emergente, la actividad económica está aguantando bien. La inflación de los mercados emergentes tocó su mínimo de ocho años a mediados de 2017 pero es improbable que esta tendencia continúe este año. Por ello, los ciclos de flexibilización de la política monetaria presenciados en muchos de los países emergentes han llegado a su fin. Hay muchos procesos electorales programados: en

mayo, Colombia celebrará elecciones presidenciales e Indonesia ha planeado elecciones locales en junio. Además, habrá elecciones parlamentarias en México (julio), Malasia (agosto), Brasil (octubre) y Tailandia (noviembre). Las elecciones de México y Brasil en particular atraerán una gran atención. Mientras tanto, Sudáfrica se prepara para elecciones presidenciales en 2019. El calendario político aumenta la incertidumbre en economías clave como México, Brasil y Turquía.

La fortaleza del dólar ha enmascarado el estupendo rendimiento de los bonos de mercados emergentes en divisa local impulsados por una continua compresión de los diferenciales de rendimiento. Necesariamente esto despierta la duda de cuánto camino se ha recorrido hasta ahora. El diferencial de la deuda sigue estando por debajo de las medias a largo plazo. Teniendo en cuenta el repentino aumento en los rendimientos de los bonos de mercados desarrollados, parece aconsejable actuar con cautela.

Entre el universo de los países emergentes, las principales apuestas de nuestro fondo DPAM L Bonds Emerging Markets Sustainable, que invierte en deuda soberana de mercados emergentes aplicando nuestro modelo propio de sostenibilidad, son Sudáfrica, México, Polonia, Brasil y Chile, creando una exposición diversificada a distintas regiones.



VALUE VS GROWTH

Key Capital | Seilern | La Financière de l’Echiquier | Carmignac | Natixis

Key Capital, Alfredo Alvarez-Pickman

La industria y los medios financieros suelen utilizar los términos inversión en “valor” e inversión en “crecimiento” como ideas opuestas.

La inversión en valor consiste en comprar empresas a un precio de mercado por debajo de su valor intrínseco. Según Warren Buffett, esta es la única forma de invertir de verdad, ya que pagar un precio por encima del valor estimado, generalmente con la esperanza de venderlo por un precio aún más alto, debe considerarse una especulación. La Real Academia de la Lengua en dos de sus acepciones define especulación como: “Hacer conjeturas sobre algo sin conocimiento suficiente” o bien “Efectuar operaciones comerciales o financieras con la esperanza de obtener beneficios aprovechando las variaciones de los precios o de los cambios.”

Las empresas que cotizan con múltiplos de valoración bajos suelen denominarse acciones de valor, mientras que las que tienen tasas de crecimiento y valoraciones superiores a la media generalmente se consideran compañías de crecimiento.

Es cierto que estos dos conceptos conviven durante el proceso de análisis y selección de los componentes de una cartera. Cuando tratamos de calcular el valor intrínseco de una compañía, el crecimiento es una de las variables que debemos considerar. El crecimiento puede constituir una parte importante del valor de la compañía o un factor menos crucial, dependiendo del tipo de negocio que estemos analizando. El crecimiento podría incluso ser negativo en términos de creación de valor cuando una empresa invierte por ejemplo en iniciativas de crecimiento que finalmente no son rentables.

Invertir es una tarea ardua que incluye analizar los estados financieros y otros informes de la compañía, estudiar la competencia de una empresa, reunirse con su equipo gestor, y realizar modelos financieros. Puede llevar semanas, meses o más tiempo analizar adecuadamente una empresa antes de incorporarla a nuestra cartera. Para conseguir retornos extraordinarios, debemos ver algo distinto en una inversión. Si simplemente sabemos lo que todos los demás saben sobre una empresa, no hay oportunidades y el juicio colectivo del mercado ya estará reflejado en el precio de sus acciones.

Olvidémonos de la falsa dicotomía de valor frente a crecimiento. El valor intrínseco de una empresa depende de múltiples variables, entre ellas, las tasas de crecimiento futuro. Los inversores deben incorporar las expectativas de crecimiento en ese valor intrínseco, tomando una decisión de compra cuando el valor estimado es muy superior al precio de mercado.

Debemos centrarnos ante todo en empresas de alta calidad que aumentan su valor con el tiempo. En Key Capital nos gustan los negocios simples, predecibles, generadores de caja, sólidos y sostenibles con oportunidades de crecimiento de sus beneficios. El tipo de negocio que Warren Buffett define como “negocios protegidos por un foso alrededor”.

El crecimiento es simplemente un componente, generalmente positivo, a veces negativo, en la ecuación del valor. No queremos confiar en la aparición de un ingenuo para ganar dinero, nuestro objetivo es comprar algo por mucho menos de lo que vale intrínsecamente y venderlo a un precio que refleje su verdadero valor, o superior. ¿Concuerda eso con la definición de valor? Es posible, aunque nosotros pensamos que se asemeja más a la de sentido común.

Raphael Pitoun, gestor de Stryx World Growth y Stryx America

Existe un sin fin de opiniones sobre los fondos value y growth y en cuáles invertir dependiendo del entorno del mercado. A continuación, nos gustaría explicar cuáles son los fallos de este razonamiento y por qué puede resultar perjudicial para los inversores. Creemos que elegir correctamente la inversión a largo plazo no debe ser algo circunstancial, sino que debe basarse en los fundamentales de la empresa y en su capacidad de generar beneficios altos y predecibles durante varios años. La clave reside en la calidad y crecimiento, por lo que la combinación de ambos debería ser beneficioso para los inversores que buscan retornos sostenibles.

En primer lugar, un buen track record es clave para el inversor y evita realizar actos de fe en la gestión empresarial y en el modelo de negocio. Se trata de un indicador que muestra cómo el éxito puede generar éxito. En segundo lugar, el inversor buscará un negocio con balance sólido y no endeudado. La calidad del balance reflejará cómo lograr el crecimiento de manera orgánica a través de un financiamiento interno que evite recurrir al mercado de deuda. Y lo que es más importante, ayudará a mantener los ratings de una empresa durante periodos de tensión en lo que a tipos de interés se refiere. En tercer lugar, la contabilidad también es un indicador que refleja la calidad de la empresa: una contabilidad simple, clara y consistente. Por último, un gobierno corporativo en buen estado es un punto diferenciador. Aunque los directivos de una compañía cambian de manera inevitable, el éxito de una empresa a largo plazo depende del modo en que esté organizada, supervisada e incentivada.

Los inversores value expondrán que buscan seguridad y pro-

VALUE VS GROWTH

tección y que miran al largo plazo. Su idea sobre los fundamentales de una empresa se basa en la salud económica general y el uso eficiente de su balance. Pero este uso eficiente podría llevar a un apalancamiento para poder encontrar valor, para mejorar el retorno sobre el capital invertido. Por su parte, el inversor en crecimiento puro solo se centrará en la evolución de los beneficios para los siguientes dos o tres años como máximo. Empresas como Fitbit o Gopro formarán parte de su universo de inversión, pero ignorarán el poder de fijación de precios y la sostenibilidad de la ventaja competitiva.

Para los inversores en crecimiento de calidad debería existir un poder de fijación de precios en sus empresas elegidas, lo que facilitaría su capacidad de generar un crecimiento superior a la media, desde una posición en una industria que ha tardado años en alzarse y que ha estado protegida por un gran número de factores. Estos factores incluyen una ventaja de ser el primero, capacidad para retrasar el poder de fijación de precios y altas barreras de entrada.

El enfoque de crecimiento de calidad no es ni un estilo ni una moda. No depende del ciclo económico y es una aplicación práctica de la teoría de la preservación y de la mejora del capital a largo plazo. Por suerte, la combinación de value y growth continúa ofreciendo una ventana de oportunidad que se debería aprovechar.

La Financiere, Damien Mariette y Maxime Lefebvre, gestores de Echiquier Value

La política monetaria acomodaticia de los bancos centrales durante los últimos 10 años se ha caracterizado por una rentabilidad superior de los valores de crecimiento en comparación con el estilo de gestión value (+78,5% vs. +36,0% para Europa). De hecho, los inversores perciben que los valores de crecimiento son más resistentes a los cambios de ciclo y por lo tanto tienen un perfil de flujo de caja regular, comparable más a los bonos que a los valores con descuento. El descenso de los tipos de interés fue, por tanto, perjudicial para el rendimiento relativo del estilo de gestión value. La próxima normalización de los bancos centrales y el repunte que se producirá de los tipos de interés deberían, en nuestra opinión, ser favorables a la gestión value, favoreciendo el stock picking de los valores con descuento.

Para beneficiarnos de esto, en Echiquier Value invertimos en diferentes compartimentos de la gestión value: situaciones de transición, deep value o de valor relativo. Implementamos en nuestro enfoque de gestión de selección de valores puros, siendo nuestra ponderación sectorial el espejo para la selección

de títulos. Con este fin, el fondo se centra en compañías del sector del automóvil con posiciones significativas en PEUGEOT, VOLKSWAGEN, SCHAEFFLER y FAURECIA. El sector de los viajes y el ocio también es rico en empresas con descuento, entre las que destaca la cadena hotelera MELIA o la pequeña sociedad francesa PIERRE et VACANCES. Nos hemos beneficiado en este sector de la buena rentabilidad de LUFTHANSA en 2017, título que hemos vendido tras alcanzar su precio objetivo. Echiquier Value ha reforzado recientemente su posición en el sector de la distribución alimentaria incluyendo en la cartera a CARREFOUR y METRO, que sufrieron bastante en el contexto deflacionario. El perfil actual de la cartera favorece las situaciones de cambio frente al deep value o el valor relativo. Teniendo en cuenta que el nivel de mercado es más elevado que en el pasado, en efecto, preferimos favorecer los casos de recuperaciones más independientes, a pesar de que nuestro escenario continúa siendo la tendencia positiva del ciclo económico en Europa, lo que debería favorecer la parte cíclica de la cartera.

Carmignac, Didier Saint-Georges, miembro del Comité de Inversión de Carmignac

Actualmente, se está generando una enorme confusión en torno al crecimiento y el valor, dado que, durante mucho tiempo, no ha existido un ciclo económico como tal del que se pudiera hablar. En un contexto caracterizado por varios años de crecimiento anémico, después de la gran crisis financiera, los valores de crecimiento, como era de esperar, registraron una rentabilidad superior. Y, al mismo tiempo, se trataba de un periodo en el que las firmas tecnológicas empezaban a generar una disrupción significativa en numerosos sectores, haciéndose poco a poco con la cuota de mercado de las empresas de la vieja economía, lo que hizo que el tecnológico se alzara como el sector de mayor crecimiento. La ventaja estructural de muchas empresas de este universo era tal que, incluso en el periodo de 2016/2017, cuando la recuperación económica a escala global por fin cobró fuerza, los títulos de valor despegaron, pero no lograron superar a los tecnológicos, que seguían avanzando gracias a sus puntos fuertes estructurales. Como consecuencia de ello, muchos analistas consideran que los valores tecnológicos han acumulado tantos años de sólida rentabilidad que, con toda seguridad, sus precios son ahora demasiado elevados y ha llegado el momento de cambiar a los títulos de valor.

En nuestra opinión, esta opinión es errónea por dos motivos: En primer lugar, la ventaja estructural de muchos valores tecnológicos seguirá creciendo. La base de los modelos de «el ganador se lo lleva todo» es generar una ventaja exponencial.

VALUE VS GROWTH

Las empresas basadas en redes más importantes se benefician de su envergadura a la hora de ofrecer el mejor valor a sus usuarios, lo que les permite crecer aún más. Paradójicamente, la adopción de unas normativas más estrictas penalizará a los actores más pequeños recién constituidos más que a las redes que ya cuentan con ingentes cantidades de suscriptores que, en su mayoría, accederán a compartir sus datos personales a cambio de un servicio de calidad superior. Por tanto, los ganadores probablemente salgan incluso más beneficiados en términos relativos, dado que los comercializadores seguirán concentrando sus inversiones en las redes que les brinden las mejores rentabilidades. Por tanto, los valores de crecimiento en el sector tecnológico seguirán arrojando un sólido crecimiento de los beneficios, lo que apuntalará su rentabilidad. En segundo lugar, a esta ventaja estructural probablemente se le añada ahora un componente cíclico. Los indicadores económicos adelantados están empezando a teñirse de ámbar en Europa, Japón e incluso Estados Unidos. China sigue creciendo a un ritmo elevado, pero el Gobierno del país mantiene su determinación de controlar el aumento de la concesión de crédito y se sentiría cómodo si el crecimiento fuera ligeramente más lento en adelante. En otras palabras, ya no estamos en 2016.

Nos acercamos al punto álgido del ciclo, lo que apunta a que, sin duda alguna, es demasiado tarde para adquirir títulos de valor, que lógicamente registran un comportamiento positivo cuando el ciclo se acelera y, por el contrario, se ven perjudicados en fases de ralentización.

En conclusión, el ciclo pronto se sumará a los factores estructurales que juegan a favor de los valores de crecimiento. Los factores a muy largo plazo, como el endeudamiento global, las tendencias demográficas y la escasez de inversión en los últimos años han reducido en fechas recientes el potencial de crecimiento económico en el mundo occidental. En este sentido, las mismas causas producen los mismos efectos; se trata nada menos que de una «niponización» de Occidente: un crecimiento escaso con una inflación anémica y miniciclos intermedios. En este contexto, los valores de calidad, caracterizados por un sólido crecimiento de los beneficios, capacidad de fijación de precios y férreos balances serán los ganadores estructurales y registrarán una rentabilidad aún más marcadamente superior en periodos de ralentizaciones cíclicas como la que se atisba en el horizonte.

Natixis, Daniel Nicholas, gestor de fondos de Harris Associates (afiliada a Natixis IM)

Después de la recuperación del mercado americano, encon-

trar acciones baratas se ha convertido en una tarea especialmente complicada. Algunos gestores value todavía se fijan en datos tradicionales, como un bajo ratio de precio/beneficio o precio/valor contable. El número de acciones que siguen un criterio value es más bajo de lo normal. Es cierto que las de crecimiento han tenido un mejor comportamiento durante la última década que las de valor. ¿Se recuperarán o están baratas por una razón válida?

Warren Buffett ha escrito que la diferencia entre crecimiento y valor se basa en una premisa falsa. Compartimos ese punto de vista y creemos que los estilos “growth” y “value” crean confusión, más que aclarar ideas. Después de todo, el crecimiento es un prerequisite, mientras que un bajo ratio precio/beneficios no lo es. Si la empresa no crece podría convertirse en una trampa de valor. La mayoría de los gestores value descartarían Alphabet como consecuencia de sus elevados múltiplos. Sin embargo, los activos que Alphabet investiga debilitan los informes de beneficios. Después de este ajuste, el inversor incluso no está pagando lo que debería por su posición dominante en el mercado. Esta manera de definir el value (buscar compañías con bajo crecimiento, alto crecimiento e intermedias), ofrece flexibilidad que es esencial para tener un buen comportamiento a pesar de las condiciones de mercado que se den.



Con fines promocionales

Un enfoque selectivo sobre diversificación

Por Andrew Mulliner, gestor de carteras de renta fija en Janus Henderson Investors

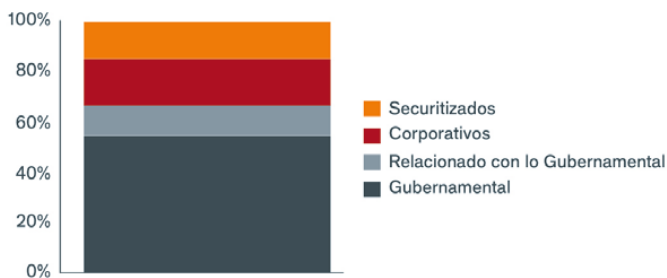
Se podría presuponer que un índice de referencia como el Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, que invierte en distintos tipos de renta fija de diversas partes del mundo, ofrecería un alto grado de diversificación. Es cierto que alberga numerosas participaciones (más de 21.000 a fecha de 28 de febrero de 2018).

Más que un mero número

Sin embargo, los números por sí mismos no son necesariamente sinónimo de diversificación. Existen diversos problemas que comparten los índices de renta fija. El primero es que presentan un sesgo hacia el emisor, y no hacia el inversor. Normalmente, cuanto mayor es el emisor, mayor es el porcentaje que representa en el índice.

En segundo lugar, los índices de renta fija se enfrentan a la alteración en la composición que refleja el pasado, en vez de fijarse en lo que resulta necesariamente relevante para el futuro. Por ejemplo, actualmente la deuda pública y otros valores del Estado comprenden más del 60% del Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, como muestra la Figura 1.

Figura 1: Composición del Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, % de ponderación



Fuente: Bloomberg, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index (LEGATRUU), dólares estadounidenses, a 28 de febrero de 2018.

En consecuencia, este índice de bonos que es objeto de un amplio seguimiento, presenta una altísima correlación con los bonos del Estado (véase la Figura 2), lo cual podría ser útil si sólo se pretende diversificar el riesgo asociado a la renta variable; no obstante, esto implica que la exposición de los inversores a otras áreas de renta fija es inferior a lo que cabría desear. Por otro lado, al representar los mercados desarrollados un gran porcentaje de este índice y haber alcanzado la deuda pública de esta región rentabilidades mínimas históricas en los últimos años, los inversores se exponen a un alto grado de riesgo de duración (sensibilidad a variaciones de los tipos de interés).

Figura 2: Matriz de correlación para distintas clases de activos, dic. 1997 a dic. 2017

	A	B	C	D	E
(A) Agregado Global	1.00				
(B) Bonos del Estado Globales	0.98	1.00			
(C) Bonos Corporativos IG Globales	0.90	0.81	1.00		
(D) Bonos Corporativos HY Globales	0.33	0.18	0.59	1.00	
(E) Renta Variable Global	0.23	0.12	0.45	0.71	1.00

Fuente: Thomson Reuters Datastream, del 31 de diciembre de 1997 al 31 de diciembre de 2017, Agregado global = Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; Bonos del estado globales = ICE BAML Global Government Bond Index; IG global = ICE BAML Global Corporate Index; HY global = ICE BAML Global High Yield Index; renta variable global = MSCI World Index; toda la rentabilidad total en USD.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

Las subclases de activos se comportan de un modo distinto

Afortunadamente, la renta fija no es una clase de activos homogénea. Los distintos segmentos que la componen se comportan de distinto modo, lo cual puede ser valioso para los inversores activos que carecen de restricciones y tienen la libertad de asignar selectivamente entre distintas áreas del mercado y títulos específicos.

Figura 3: Rendimientos anuales en distintas áreas de renta fija

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	14.0%	60.7%	15.3%	14.1%	18.9%	9.0%	7.7%	3.6%	16.2%	12.7%
	3.8%	47.5%	14.0%	9.8%	17.1%	7.1%	6.0%	0.8%	10.4%	8.0%
	-1.1%	25.9%	10.8%	5.0%	10.8%	4.4%	4.5%	0.3%	8.0%	5.8%
	-4.8%	16.3%	8.8%	3.2%	10.8%	0.3%	3.3%	-0.1%	6.1%	5.3%
	-8.6%	12.4%	7.4%	2.8%	10.4%	0.1%	2.5%	-0.2%	4.8%	3.3%
	-22.2%	10.0%	6.3%	0.3%	7.3%	-3.4%	2.1%	-1.7%	1.6%	2.4%
	-27.0%	1.0%	5.9%	-0.8%	2.2%	-7.1%	0.9%	-2.0%	1.1%	1.4%
	-29.6%	-3.7%	0.3%	-1.5%	0.5%	-9.4%	0.3%	-6.6%	0.7%	1.1%
Diferencia entre los títulos con mejores y peores resultados										
	43.6%	64.4%	15.0%	15.6%	18.4%	18.4%	7.4%	10.2%	15.5%	11.6%
Effectivo	Deuda de los mercados emergentes			Títulos con respaldo de activos						
Bonos del Tesoro EE. UU.	Bonos corporativos globales con calificación de investment-grade			Préstamos garantizados						
Bonos del Tesoro EE. UU. vinculados a la inflación	High Yield global									

Fuente: ICE BAML, Credit Suisse, JPMorgan, Barclays, a 31 de diciembre de 2017
Nota: Índices ICE BAML en USD: ICE BAML US Treasury Master; ICE BAML Global Broad Market Corporates cubiertos frente al USD; ICE BAML Global High Yield cubierto frente al USD; ICE BAML US Libor con vencimiento constante a 3 meses; préstamos apalancados de Europa occidental Credit Suisse cubiertos frente al USD; Barclays pan European 50/50 AAA/AA ABS FRN Composite Index (EUR); deuda de mercados emergentes es un híbrido 50/50 compuesto por JPM GBI EM local currency index en USD y el JPM EMBI Global Diversified Index.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras.

Al construir una cartera diversa y ajustar de forma dinámica las exposiciones, los gestores activos que carecen de restricciones pueden tratar de generar rendimientos y contribuir a mitigar los riesgos en un mercado en constante evolución.

Los puntos de vista presentados aquí corresponden a los del gestor en el momento de la publicación. La información contenida en el presente artículo no constituye una recomendación de inversión. El valor de las inversiones y las rentas que puedan aportar puede disminuir o aumentar y es posible que los inversores no recuperen la cantidad que invirtieron en un principio.

Para obtener información acerca de la oferta de productos de renta fija flexibles de Janus Henderson, visite www.janushenderson.com/flexible



FAANG

► Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google (que pertenece a Alphabet), conocidos en Wall Street en conjunto como FAANG, tuvieron una rentabilidad superior a la del S&P500 en 2017 que fue del 19%.



Paul Wick

.....
Gestor de Threadneedle (Lux) Global Technology Fund

Los inversores miran hacia estas compañías como una apuesta conjunta sobre la nueva economía y la fortaleza del negocio digital como e-commerce, vídeos online, publicidad en el móvil y aplicaciones móviles. Estas cinco acciones, representaron aproximadamente el 20% de la rentabilidad del S&P500 en 2017 y más del 30% de la rentabilidad de los índices con los que se comparan nuestras carteras (S&P North American Technology Index y MSCI World Information Technology Index). Si bien es cierto que son buenas compañías, también lo es que son empresas muy seguidas. A finales de año teníamos a Facebook, Apple y Alphabet, pero en un porcentaje menor de lo que están en los índices tecnológicos. Estas tres acciones contribuyeron en algo más del 10% a la rentabilidad obtenida por nuestras carteras en 2017, dado que teníamos otras tecnológicas que tuvieron un buen comportamiento en el mismo periodo.

Encontramos divergencias entre los beneficios y los flujos de caja del sector de las FAANG, tan dominante como las compañías. Existen empresas con flujos de caja bajos o negativos, y que suponen un riesgo dentro del conjunto de las FAANG; mientras que aquellas con flujos de caja positivos y balances atractivos, con una reinversión tecnológica y un crecimiento saludable en esta nueva economía digital, representaron buenas oportunidades de inversión.

A día de hoy, Facebook sigue teniendo varias de las redes sociales más exitosas del mundo, con Facebook, Instagram y WhatsApp. Sin embargo, el reciente descubrimiento acerca del uso no autorizado de datos de miles de usuarios puede originar un endurecimiento de la regulación así como de la desconfianza entre sus usuarios lo que puede perjudicar a la compañía. Si bien existe incertidumbre a corto plazo, el negocio de publicidad digital en Facebook sigue siendo fuerte, gracias a sus dos mil millones de usuarios y el aumento de publicidad en Instagram.

Esto ha ayudado a tener un sólido crecimiento de los ingresos y un free cash flow de 17.000 millones de dólares en 2017.

Seguimos confiando en Alphabet (Google). La compañía sigue siendo referente en el sector de Internet, con un crecimiento acelerado de su negocio de publicidad en 2017. La cuota de mercado en la búsqueda online, vídeo, aplicaciones móviles y publicidad digital se complementa con el crecimiento en áreas como Cloud, en los vehículos autónomos Waymo y en Inteligencia Artificial. Esto se traduce en unos altos flujos de caja libre, incluso con una elevada inversión en tecnología de cara al futuro.

Mantenemos una visión optimista con Apple, como consecuencia de la trayectoria de su tecnología establecida, elevada fidelización del cliente con un 96% de tasa de retención, el crecimiento de servicios como App Store y Apple Music, un buen margen bruto gracias a la reducción de los costes directos y un aumento de los servicios, con una valoración razonable y grandes beneficios de repatriación de efectivo en el extranjero con más de 30 dólares netos por acción.

No tenemos a Netflix en cartera: la plataforma de streaming informó que gastaron alrededor de 2.000 millones de dólares en 2017 y recientemente aumentaron sus previsiones de contenido y gasto en marketing para 2018, niveles que probablemente generarán un free cash flow negativo de entre 3.000 y 4.000 millones de dólares. Durante varios años han tenido un free cash flow negativo y tienen que seguir endeudándose a medida que el contenido aumenta. Preferimos comprar empresas que sean rentables y generen niveles atractivos de free cash flows.

Tampoco tenemos Amazon. Analizando los beneficios de Amazon, preferimos buscar compañías del sector de Internet con un crecimiento de beneficios comparable y la valoración sea menos exigente. Considerando unos niveles de free cash flows de 6.000 a 7.000 millones de dólares en 2017, la capitalización de la



amazon

NETFLIX



compañía de 700.000 millones de dólares supone un margen pequeño teniendo en cuenta su valoración. En comparación, Google tuvo 25.000 millones de dólares de free cash flow con un crecimiento de los beneficios y una capitalización similares. Además, el Servicio Postal de Estados Unidos ha reevaluado sus tarifas, lo que puede perjudicar a los beneficios de la compañía.

Nos sentimos cómodos con nuestro actual posicionamiento en estas acciones y hemos creado carteras en las que nuestro análisis ha identificado empresas cuyas valoraciones y perspectivas de crecimiento son muy atractivas y que el mercado, en nuestra opinión, no termina de valorar adecuadamente.

Google

¿Hemos de tener en cuenta la inflación para este año? ¿Será un peligro?

► Hemos vivido un año 2017 muy tranquilo desde el punto de vista del riesgo percibido por los inversores: baja volatilidad, subidas elevadas de los mercados bursátiles, crecimiento económico, etc.



Joaquín López Abellán

.....
Departamento de Inversiones y Análisis, Aspain 11

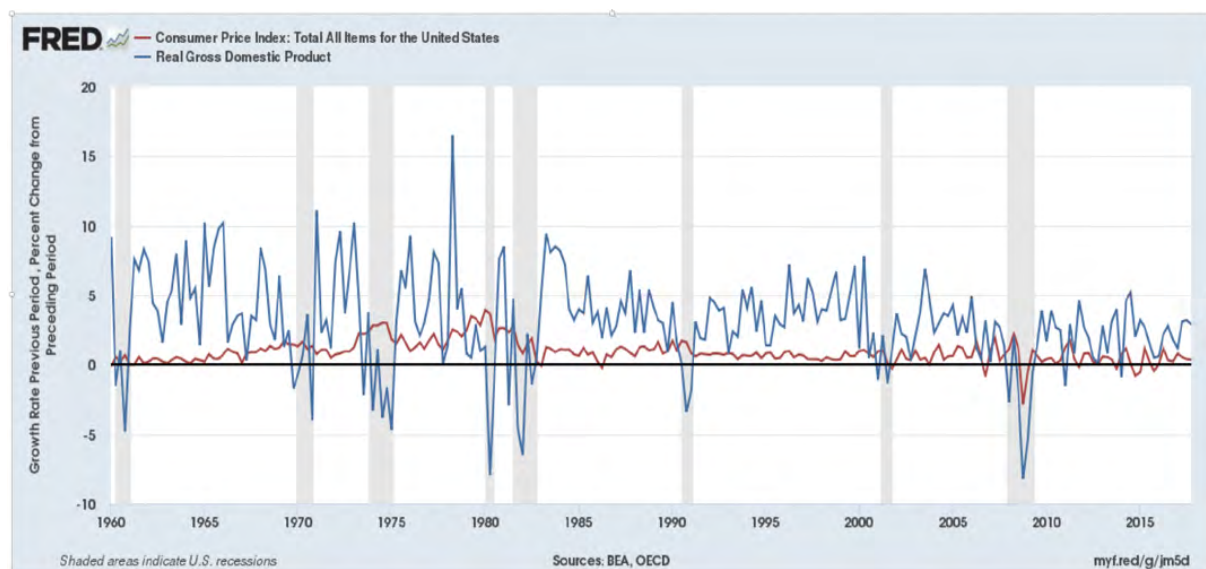
Pero parece que iniciado 2018 se acabó la fiesta, volviendo la volatilidad a los niveles medios históricos (15-25 puntos del VIX) y además hemos visto en las últimas semanas como el miedo a la inflación ha hecho aparición.

Parece paradójico que en el 2015 a lo que se tenía miedo era a la deflación y ahora el enemigo es la inflación. Lo que si es cierto, es que nos encontramos con un riesgo ante la posibilidad de que la inflación se pueda disparar en este 2018.

Recordemos qué ocurrió en el año 2007, cuando el estallido de la gran recesión se ha puesto como principal foco en la quiebra de Lehman Brothers pero el verdadero problema fue la elevada inflación. Niveles de inflación en torno a 3.80% en EEUU condicionó la subida de tipos de interés para intentar enfriar la

economía. Esto unido al gran nivel de endeudamiento privado que existía en la economía, hizo que el sector privado redujera tanto su renta disponible al crecer el valor de la deuda existente que le resultaba imposible hacer frente a la misma.

El problema reside en que una elevada inflación, por encima del crecimiento del PIB real, podría acarrear graves consecuencias para la economía. Las subidas de tipos de interés excesivas para intentar frenar lo más rápido posible ese calentamiento de la economía supondrían un frenazo a la actividad económica. Caería el consumo, se reduciría la inversión y las exportaciones se verían afectadas también, por lo que, se podría imponer una mayor presión sobre la caída del PIB real y de la actividad económica.



De momento el riesgo inflacionario parece estar controlado por la FED pero repuntes cerca del 2,5% interanual podría suponer un efecto crítico en su política. De suceder esto, las expectativas posiblemente pasarían de esperar cuatro subidas de tipos en 2018 a cinco o incluso seis. No debemos olvidarnos además del gran volumen de deuda que mantiene tanto la FED como el BCE en sus respectivos balances y que deben ir paulatinamente vendiendo lo que podría añadir más peso sobre la tendencia alcista de los tipos de interés.

En el marco europeo la inflación actual está en el 1,40% interanual y de momento esos riesgos inflacionistas no han aparecido en escena. Pero dada la gran correlación entre mercado americano y europeo, el riesgo al otro lado del charco es un riesgo de manera indirecta en el continente europeo.

El caso es que el ciclo expansivo americano ya dura 10 años y existe cierta incertidumbre acerca de cuanto más tiempo podrá alargarse esta tendencia de color de rosa. Sí es cierto que el mercado ha ido enfocando las expectativas hacia que el cambio de ciclo vendrá más pronto que tarde, y eso se comprueba en como la curva de tipos ha ido poco a poco aplanándose.



Ahora mismo el spread entre el bono a 10 años y 2 años se sitúa solo en el 0,47%, pero una subida inesperada de la inflación y la correspondiente respuesta por la FED, podría hacer que este spread se redujera a valores muy próximos a cero o incluso negativos. Esto supondría un grave problema para el devenir económico, ya que como se observa, ha tenido históricamente cierta capacidad predictiva de recesión económica.

Además de que una curva de tipos con pendiente descendente, tiene la explicación subyacente de que, el mercado está descontando que una recesión económica viene en camino y que en un futuro cercano habrá una bajada de los tipos de interés para fomentar la actividad económica. Por lo tanto, un incremento de la inflación por encima de lo esperado y controlable por parte de la FED podría adelantar el final del ciclo expansivo americano.

Ahora bien, ante este miedo a la inflación, ¿cuáles podrían ser las estrategias llevadas a cabo para este 2018?

Consideramos primordial varios puntos en el mercado de renta fija:

- *Reducir la duración:* Ante un escenario de subidas de tipos y con la inflación como riesgo, reducir lo máximo posible la exposición a las variaciones del mercado es importante.
- *Horizonte temporal superior a la duración:* Hay que ser pacientes en nuestras carteras. El objetivo es reducir la exposición al riesgo de mercado y aumentar la exposición al riesgo de reinversión ante escenarios de subidas de tipos.
- *Estrategias basadas en el spread:* Si existe la posibilidad de que

ante subidas de tipos de interés el spread del bono a 10 años y el de 2 años se reduzca, el apostar a esa bajada podría ser una buena medida.

Por el lado de la renta variable y aunque teóricamente la inflación no le debería ir mal al mercado en general, dado que subidas del nivel de precios supone alegría para las ventas y beneficios empresariales, existen ciertos sectores que podrían tener un mejor comportamiento.

- *Financiero:* Riesgos inflacionarios hacen que se incrementen las posibilidades de subidas de tipos oficiales, justo el escenario donde los bancos se encuentran mejor y les facilita unos mejores márgenes
- *Inmobiliario y construcción:* El efecto inflación afecta positivamente en el valor de las viviendas, además de que, está menos correlacionado con la bolsa que otros sectores más ofensivos.
- *Materias primas:* Históricamente siempre se ha dicho que cuando estamos en escenarios inflacionarios, la inversión ideal son las commodities. Aunque su volatilidad es parecida a la bolsa en general, invertir en empresas que basen su negocio en ellas puede ser una buena decisión.

Para finalizar consideramos que sería una buena idea reducir peso en renta variable y aumentar la liquidez de las carteras debido al panorama de incertidumbre y volatilidad que existe y permanecerá en todo el 2018, y así aprovechar oportunidades que pudieran aparecer en el mercado.

Entrevista a Víctor de la Morena

► El ciclo expansivo de la economía norteamericana está siendo uno de los más largos de la historia por lo que es lógico que exista inquietud acerca de su finalización.



Víctor de la Morena

Chief Investment Officer en AMUNDI Iberia

Tras el cambio de escenario que hemos visto este primer trimestre, ¿qué perspectivas tienes para los mercados en este 2018?

En 2017 los mercados ignoraron cualquier tensión o ruido y acogieron de forma muy positiva la mejora del crecimiento económico y del comercio mundial. Este año 2018, a pesar de tener un entorno económico similar, hemos visto aflorar viejos fantasmas que han despertado las dudas y por tanto la volatilidad del mercado. La evolución de las políticas monetarias tanto por parte del Banco Central Europeo (BCE) como de la Reserva Federal norteamericana seguirán marcando el rumbo de los mercados en este 2018. Sin embargo se ha perdido cierta visibilidad a medio plazo y cualquier dato macroeconómico que pueda desviarse de la expectativa vuelve a poner en duda el próximo movimiento de Powell o Draghi. Así mismo, los niveles de valoración de algunos activos, tras el fulgurante inicio de año, eran sumamente exigentes, dejando poco margen positivo que descontar, por lo que el entorno estaba preparado para fuertes correcciones de mercado, como hemos vistos en el primer trimestre del año.

Nuestra visión macroeconómica apenas ha cambiado este año. Seguimos viendo un tono positivo en el ritmo de crecimiento global, tanto en emergentes como desarrollados, incluso con cierta aceleración en algunas regiones, y una inflación algo mayor que en 2017 pero controlada.

Se están empezando a plantear dudas acerca de las posibilidades de continuidad del ciclo económico ¿en qué momento del ciclo crees que

se encuentra la economía? ¿qué problemas se plantean con el escenario de tipos en Europa si en EEUU se iniciase otra recesión?

El ciclo expansivo de la economía norteamericana está siendo uno de los más largos de la historia por lo que es lógico que exista inquietud acerca de su finalización. No cabe duda de que algunos indicadores muestran madurez, como un mercado de trabajo en pleno empleo. Sin embargo hay otros indicadores que nos dicen que aún queda recorrido y más aún si el gobierno opta, como ha anunciado, por políticas de estímulo fiscal que podrían alargar algo más el ciclo de crecimiento antes de entrar en una recesión. En Europa nos encontramos en una fase de crecimiento mucho menos madura y con indicadores que nos siguen adelantando crecimiento a medio plazo sin tensiones inflacionistas de una forma bastante homogénea en las principales economías.

Para 2018 nuestras estimaciones auguran un crecimiento próximo al 3% (2,9%) en EEUU, impulsado principalmente por la reforma fiscal implementada por la administración Trump. En Europa, las estimaciones son del 2,3%, gracias a una sólida demanda interna, a un comercio robusto en la mayoría de los países y a un incremento en la confianza empresarial. Aun así, consideramos al continente Europeo más sensible que EEUU a impactos externos como la subida del petróleo o las tensiones geopolíticas.

Nuestra perspectiva es que la Fed suba tipos tres veces este año con una subida adicional en el caso de que se sigan acelerando los precios al consumo por encima de lo esperado. Respec-



to al BCE, habrá que esperar a junio o julio para ver la decisión sobre el programa de compra de activos cuyo fin está programado para septiembre. Entonces tendremos visibilidad para estimar la primera subida de tipos, que pensamos que no ocurrirá hasta bien entrado 2019, siempre que no cambien el escenario de crecimiento económico, desempleo y la inflación que se publiquen hasta entonces.

La posible guerra comercial, la inestabilidad geopolítica ¿cómo afectan a los mercados y qué visión tienes al respecto?

Las tensiones geopolíticas son un factor constante de incertidumbre en el mercado y un generador de volatilidad a corto plazo. Sin embargo, no suelen alterar los propios fundamentales de la economía global por lo que conviene mantener siempre una visión de fondo para no perder la perspectiva de lo que puede ser un simple shock de mercado en un sector o un cambio estructural. Un claro ejemplo actual es Estados Unidos, con sus tensiones con Corea del Norte, Siria o Rusia, han impactado con fuerza algunos mercados pero probablemente su efecto se diluya rápidamente sin demasiadas consecuencias. Por el contrario, la posible escalada proteccionista o guerra comercial, que podría derivar de la aplicación de políticas arancelarias por parte de China y EEUU, podría afectar al comercio internacional y a las estimaciones de crecimiento e inflación a largo plazo. Este año estas tensiones se han visto reflejadas en episodios de volatilidad (subidas y bajadas de mercado) y en la entrada de un mayor flujo de dinero hacia activos considerados refugio.

Nuestra visión es que este año podríamos tener un mercado más sensible a estas tensiones geopolíticas que podrían derivar en repuntes de volatilidad, pero aún no está suficientemente claro que pueda ser un factor determinante sobre nuestro escenario económico y por tanto no cambia nuestro posicionamiento estratégico. Sin embargo, como gestores, debemos identificar estos riesgos y evaluar su impacto sobre los mercados aplicando las coberturas pertinentes. Actualmente es interesante utilizar oro,

bonos soberanos ligados a la inflación ciertas divisas o energía para cubrir los actuales riesgos de mercado.

Áreas geográficas/sectores/temáticas con mayor potencial para este 2018

Respecto a la renta variable somos constructivos, particularmente en la Eurozona ya que los sólidos fundamentales apenas han cambiado, de tener valoraciones atractivas y de encontrarse en un ciclo económico intermedio, lo que le da recorrido. Por sectores nos parecen atractivos energía, bancos y seguros y el mayor riesgo lo vemos en el impacto de una potencial escalada proteccionista o una mayor fortaleza del euro. Somos positivos también en Japón por el potencial doméstico y las reformas en curso siendo su principal riesgo una revalorización del yen fruto de una crisis internacional. EEUU es la región más segura en un entorno de tensión geopolítica y comercial, debido a la fortaleza de su mercado doméstico y sus estímulos fiscales. Cotiza a ratios algo más exigentes pero podemos encontrar oportunidades en energía, financieras y tecnología. Los emergentes mantienen su potencial y su atractiva valoración, en especial somos positivos en Brasil, selectivamente en Rusia y en China.

En lo que respecta a la renta fija somos menos positivos en general, vemos poco atractivo en gobiernos desarrollados, con la excepción de países periféricos europeos. Preferimos bonos a tipo variable y ligados a la inflación. Moderadamente positivos en crédito. También somos positivos respecto a la deuda emergente por su atractiva valoración y mejora de los fundamentales, vigilando el riesgo de tipos de cambio.

¿Qué tipo de fondos de inversión crees que pueden tener un mejor comportamiento en el escenario actual?

Dentro de ese enfoque flexible, proponemos el Amundi Rendement Plus, un mixto conservador, con volatilidades bajas y una exposición a renta variable de alrededor de 15%, el cual nos permite defendernos mejor ante correcciones del mercado. En el apartado de renta variable, el Amundi European Equity Value es nuestro fondo estrella para tomar exposición a la renta variable europea, con sesgo value, 5 estrellas Morningstar (clase I a 23/04), defendiéndose muy bien en las caídas y aún mejor en mercados alcistas. Por último, destacar el Amundi Funds II — Emerging Market Bond Short Term. Opción idónea para acceder a yields atractivas (4%) aprovechando los sólidos fundamentales que presentan algunos países emergentes y reduciendo de manera significativa el riesgo, a través de una baja sensibilidad a tipos de interés. Duraciones del 1,5.

Las tecnológicas: un mar de posibilidades de inversión

► ¿Qué oportunidades de inversión ofrece el sector tecnológico? Henk Grootveld y Patrick Lemmens señalan las perspectivas que tienen para el sector y qué temáticas dentro del mismo destacarían: “Preferimos el crecimiento secular de los proveedores de software sobre los fabricantes de hardware”.



Henk Grootveld

Vice presidente y director de inversión en tendencias



Patrick Lemmens

Gestor principal del fondo Robeco
New World Financial Equities

Las tecnológicas han experimentado un gran crecimiento en los últimos años, ¿creéis que el cambio coyuntural puede suponer un obstáculo en su camino o se comportarán como valores anticíclicos?

Henk Grootveld: El crecimiento de la mayoría de las empresas tecnológicas es de naturaleza secular y menos dependiente del ciclo económico. Por ejemplo, el éxito de las empresas de tecnología que han proporcionado una plataforma de redes sociales como Facebook o Tencent, o el proveedor de vacaciones Airbnb, o los servicios de taxi Uber o Lyft, dependen de la popularidad de sus plataformas. Si aparece algún otro que se haga cargo de sus posiciones dominantes, esto dañará sus valoraciones de mercado sustancialmente.

El propio sector tecnológico ofrece un mar de posibilidades de inversión, ¿qué temáticas dentro del mismo destacarías?

Henk Grootveld: Preferimos el crecimiento secular de los proveedores de software sobre los fabricantes de hardware, como los semiconductores, que dependen más del crecimiento económico global o la introducción de nuevos teléfonos inteligentes. Dentro del software, podemos pensar en software de automatización industrial como PLM, o el software del Internet de las Cosas, o proveedores de ciberseguridad.

Por otra parte, la conjunción del mundo de las finanzas y la tecnología viene pisando fuerte. Respecto a las Fintech ¿cuáles pensáis que pueden ser las claves para el futuro o qué tiene el mayor potencial? (Big data, crowdfunding, blockchain, roboadvisors, e-trading ...)?

Patrick Lemmens:

1) Los métodos de pago en línea se convertirán en lo normal y la excepción será el efectivo: Eso significa que cada vez más los pagos deberán procesarse electrónicamente, lo que beneficia a todo tipo de empresas en el universo de pagos. Cuantos más pagos se procesen electrónicamente, mayores serán las ventajas de escala. Por el momento esta es una de las áreas más grandes en las que invertir dentro de Fintech en términos de firmas cotizadas. Las inversiones de capital de riesgo no están disponibles para la mayoría de las personas.

2) Las finanzas digitales abrirán el camino a 2 mil millones de personas que actualmente no gestionan sus asuntos financieros: La tecnología financiera tiene un enorme impacto en la capacidad de las empresas para prestar servicios a quienes antes no tenían acceso a los servicios financieros, o solo a un acceso limitado. Esto también incluye micro financiación / préstamos, inversión, compra de productos de seguros y obtención de asesoramiento (y Robo asesoramiento).

3) La cooperación es clave, ya que las empresas tradicionales necesitan la tecnología y las empresas de FinTech necesitan una base de clientes: No nos preocupa que bancos, aseguradoras y gestoras de patrimonio quiebren por las nuevas empresas de FinTech. Las empresas de nueva creación no tienen clientes, no tienen dinero y, a menudo, tienen un conocimiento limitado de la regulación. Es por eso que formarán equipo. Pero para que los bancos, las aseguradoras y gestoras de patrimonio puedan sobrevivir a más largo plazo y cooperar, deberán reemplazar sus antiguas plataformas de TI básicas con nuevas plataformas de TI. Con los datos organizados de tal manera que se pueden cortar y picar de todas las formas posibles. Las compañías de tecnología financiera ayudarán con la TI y la transformación de datos.

4) No disponer de una ciberseguridad adecuada en el mundo financiero significará cerrar el negocio: La seguridad cibernética es cada vez más importante para las finanzas ya que los costos de fraude, robo de datos, pero también multas si no informas incidentes o incluso cuando te piratean aumentan rápidamente. Por lo tanto, las financieras deben realizar importantes inversiones en ciberseguridad. Pero también el Cyber seguro aumentará en las primas. El Cyber seguro paga compensaciones monetarias acordadas si tiene daños por fraude, robo, piratería u otros problemas relacionados con la ciberseguridad.

5) China y la India se convertirán en los principales protagonistas de la lista FinTech que todo el resto del mundo: A largo plazo, China e India se convertirán en el hogar de muchas compañías de FinTech cotizadas respaldadas por capital riesgo o de empresas cotizadas propiedad de compañías FinTech. Estos dos países con una población de más de mil millones de habitantes ya se han adelantado a muchos mercados desarrollados en el uso de la tecnología financiera, ya que tienen poca o ninguna tecnología heredada. Por lo tanto, pueden avanzar más rápido y se convertirán en centros FinTech globales muy grandes.

Por lo que respecta a la ciber-delincuencia ¿creéis que puede representar un peligro para la privacidad de las personas?

Henk Grootveld: Me temo que el cibercrimen ya es un problema importante para la privacidad de los consumidores y para la propiedad intelectual de los fabricantes o para la continuidad de sus operaciones. Mire lo que sucedió con los perfiles de Facebook durante las elecciones estadounidenses o con la piratería de la compañía danesa MAERSK que necesitó cerrar sus terminales de contenedores en el puerto de Rotterdam.

¿Qué estrategias seguís a la hora de la búsqueda y selección de tendencias? Contadnos un poco vuestra experiencia con los fondos que tenéis actualmente?

Henk Grootveld: Utilizamos nuestras Jornadas Anuales sobre Tendencias para analizar en profundidad las tendencias actuales, así como nuevas posibles. Durante las mismas, nos sentamos para hablar en profundidad junto con expertos externos, como profesores universitarios, observadores de tendencias o sociólogos. Todas las nuevas tendencias se investigan primero minuciosamente y se analizan en profundidad y se publican los resultados en nuestros libros blancos, que también están disponibles para nuestros clientes y personas externas. Puedes consultar en robeco.com para acceder a una descripción general de nuestros libros blancos más recientes. Actualmente gestionamos 5 fondos de tendencias diferentes.

El primero cubre todo el espacio del consumidor y se llama Global Consumer Trends. Cubre las tendencias del consumidor digital, el consumidor emergente y las marcas fuertes. El segundo fondo de tendencia se llama New World Financials y cubre toda la gama de servicios financieros. Este fondo incluye las tendencias, el envejecimiento de las finanzas, las finanzas emergentes y las finanzas digitales. El tercer fondo de tendencia que administramos se llama Global Industrial Innovation y cubre toda la gama del lado de la fabricación de la economía. Este fondo ejecuta las siguientes tendencias: robótica, fabricación digital, transición energética y ciberseguridad. El fondo de cuarta tendencia se llama Global FinTech y cubre la digitalización de los servicios financieros. Esto incluye los siguientes tres segmentos: ganadores, retardados y habilitadores. El quinto y último fondo de tendencias que ofrecemos se llama Global Growth trends y es el fondo que reúne todas las mejores ideas de todos los fondos de tendencias que administramos.





Concurso carteras

► El pasado 1 de febrero iniciamos el Concurso Rankia de Carteras Modelo 2018.

En él, 12 profesionales de la gestión de activos a nivel nacional presentan sus carteras, cuyo horizonte temporal está fijado hasta el 31 de diciembre. Las carteras modelo, sin restricciones por tipo de producto ni clase de activos, podrán sufrir modificaciones a lo largo del año.

Además, en nuestra revista trimestral se publicarán comentarios sobre la evolución de las tres carteras con mejor comportamiento durante el periodo.

Los participantes del concurso de carteras modelo son: AFS Finance EAFI, AG Family Office, Norgestion Asset Growth EAFI, ATL Capital, Capitalia Familiar EAFI, EFE & ENE EAFI, Feelcapital, Finizens, KAU Markets EAFI, Liberbank Gestión, Orienta Capital, SDC Kapital, Indexa Capital y Abante Asesores.

Desde febrero, las carteras que han tenido un mejor comportamiento han sido las de AG Family Office EAFI, Kau Markets y Orienta Capital.

Orienta Capital, Samuel Álvarez, departamento de análisis Orienta Capital SGIC

El mes de marzo, tras un nuevo repunte de la volatilidad, cerró en negativo para la mayoría de las principales bolsas mundiales.

El segundo repunte de volatilidad del año se inició el 20 de marzo y ha estado vinculado a la caída bursátil de Facebook y sobre todo, al establecimiento de aranceles comerciales por parte de EEUU a las importaciones chinas, con las consiguientes represalias por parte del gobierno chino.

En concreto, la administración Trump anunció la intención de imponer aranceles del 25% y 10% a la importación de acero y aluminio a lo que posteriormente añadió la imposición de aranceles por valor de 60.000 millones de dólares a las importaciones chinas, avivando el temor del mercado a un incremento del proteccionismo a nivel global.

Por el lado macroeconómico, los datos publicados en EEUU continúan mostrando la fortaleza de la economía. Lo más destacable fue la reunión de la Fed y la primera conferencia del

nuevo presidente, Jerome Powell, donde tal y como se había descontado, el tipo de intervención se subió del 1,5% al 1,75%. En el caso de Europa, aunque si bien las previsiones de crecimiento continúan siendo positivas, los últimos datos publicados hasta la fecha apuntan a una ralentización. En este sentido, el índice Citi Economic Surprise para la eurozona ha caído hasta -65 desde +90 en noviembre, mientras que el indicador PMI compuesto cayó dos puntos en marzo, la mayor caída desde el año 2012, cuando la eurozona estaba en recesión. A pesar de esta caída, todos los índices PMI se sitúan muy por encima de 50, es decir, en plena expansión.

En este entorno, nuestra cartera cierra marzo con una rentabilidad acumulada en el año de -1,97% frente a -4,30% del MSCI Europe NR y un -2,99% del MSCI World NR.

Hemos aprovechado los repuntes de volatilidad de los últimos meses para incrementar el peso en renta variable. Deshacemos la parte más conservadora de la cartera, representada por el fondo Cartesio X e incorporamos un fondo de renta variable europea temático SRI/ESG, Sycomore Selección Responsable y un fondo de renta variable emergente global, Comgest Growth Emerging Markets, aprovechando la mala evolución en lo que llevamos de año del fondo como consecuencia, principalmente, de su peso en el sector asegurador chino.

Además, en Compás Equilibrado, hemos aumentado la exposición a renta variable, pasando del 39% al 42%.

En cuanto a nuestra previsión para los próximos meses, continuaremos apostando más por fondos que inviertan en empresas cíclicas, poco apalancadas o con caja neta, que se beneficien: i) del crecimiento económico y ii) de la progresiva normalización de las políticas monetarias de los Bancos Centrales.

Alexandre García Pinard, Director y asesor en AG Family Office, EAFI

La volatilidad en las acciones ha subido, pero no difiere en gran medida de su promedio de largo plazo. Gradualmente las acciones, los bonos y otros activos se han ido poniendo más baratos.

Hemos sufrido caídas en los mercados de renta variable, sobre todo en Europa y EEUU, los cuales cotizaban a unos múltiplos elevados. Eso produce inestabilidad, sí, pero no todo es malo, ya que puede abrir la puerta a nuevas oportunidades.

Nuestro mercado preferido, el Asiático (ponderado en >30%) así nuestra exposición a activos de riesgo en la cartera en un 6%. nos hizo generar unos buenos resultados los primeros meses del año, pero la guerra comercial entre EEUU y China les ha afectado directamente. Los inversores se sienten agitados y los de gatillo fácil huyen espantados. Pero eso no quita que veamos esos mercados lejanos como los únicos que ofrecen cierto atractivo entre lo que pagas (precio/riesgo) y lo que recibes (Retorno).

El posicionamiento de la cartera para el concurso de Rankia, el cual replica la cartera del fondo asesorado por nuestra EAFI (Gestión Bouique III, AG Selección Internacional) es claro; amplia diversificación y un enfoque cauto para un mercado que parece despertarse después de un largo invierno. ¿Nuestra gestión? Sencilla, con una baja rotación en cartera, 18 grandes mentes (Gestores FI) y una ponderación de activos planteada sobre una disciplinada hoja de ruta.

Hacemos hincapié en el inversor de largo plazo porque es imposible poseer la clarividencia para adivinar con regularidad lo que ocurrirá en el mercado en el corto plazo. Además, una visión a más largo plazo facilita un desapego emocional y crea el espacio intelectual necesario para tomar mejores decisiones.

Cambios, estamos bien posicionados, es por eso que durante el mes de marzo solo hemos efectuado un cambio en la cartera. Ante la oportunidad de compra hemos remplazado a un gestor de renta fija por otro de renta variable (Christopher Hart, Robeco Global Premium) a unos precios muy competitivos, e incrementando así nuestra exposición activos de riesgo en la cartera en un 6%.

¿Qué nos deparará el Mercado a partir de ahora?

Cuando me preguntan esto, siempre respondo lo mismo: "No lo sé". El mercado algunos días sube y algunos días baja y en la gran mayoría de veces no sabemos porqué. Pero lo que sí sabemos a ciencia cierta, es que el mercado de acciones produce un rendimiento positivo en el 55% de los días, en el 65% de los meses y en el 75% de los años. Esas probabilidades son las que fundamentan nuestro trabajo, nos ayudan a seguir invirtiendo y crean las condiciones necesarias para mantenerse cuerdo.

Simplemente, debemos aceptar las fluctuaciones de precio como una vía para proteger el capital y obtener unos retornos atractivos en el largo plazo.

José Iván García, CIO y Dtor. del comité de inversiones de Kau Markets EAFI

La cartera que hemos propuesto para el concurso de RankiaPro consiste en un portfolio de 20 acciones circunscrito al

mercado Americano. Un apuesta fuerte por la continuación de las ganancias en bolsa, pero no en cualquier acción o no necesariamente en los índices.

Para ello desarrollamos un modelo de Factor Investing que trata de replicar por vía cuantitativa los orígenes de la gestión de Buffett. En concreto empresas con altos retornos medios sobre capitales empleados que cotizan a bajas relaciones precio (incluyendo deuda neta)/ganancias operativas; y que tengan ventajas competitivas en valoración respecto de sus competidores. Además todas ellas cotizan por debajo del valor de sus activos netos corrientes (una fórmula muy al estilo Benjamin Graham).

El resultado es un modelo robusto que ya el año pasado obtuvo una rentabilidad del 28,44% y que podéis ver siguiendo el siguiente enlace: <https://www.rankia.com/blog/coaching-de-bolsa/3432594-experimento-screen-mr-buffett-para-ano-2017>

Algunas de las acciones de la cartera las hemos analizado también en Rankia, con el fin de dar algo más de cobertura sobre el sentido de ese tipo de empresas, ya sea Cirrus Logic, Applied Materials o Micron Technologies. Acciones que también tenemos compradas en Fonvalcem FI o en Fórmula KAU Tecnología FI.

Entendemos, porque tenemos una fuerte convicción en ello, que esta cartera al finalizar el año obtendrá un resultado extraordinario, y una de las ventajas que tiene es que no tiene que ejecutar modificaciones a lo largo del año. Mantendremos las mismas acciones a lo largo de todo el período y lo haremos con la convicción de que son apuestas ganadoras.

Respecto de cómo está el mercado actualmente la situación está cambiando y parece que tras un ciclo alcista (más lateral en los últimos dos años) que se inició en el 2009, nos encontramos ante un escenario que podría traernos escenarios bajistas de medio plazo; motivados por esa regla que dirige a los mercados conocida por reversión a la media.

Ante esta situación, y en realidad ante cualquier escenario, habría que tener un portfolio que seleccione acciones que están "muy fuera del mapa", acciones que nadie quiere o no han querido últimamente, que se encuentran muy deprimidas y cotizan irracionalmente baratas respecto de sus ganancias operativas. Esa filosofía de tipo Deep Value, es lo que hemos pretendido hacer con esta cartera propuesta.

Si la situación de inestabilidad en los mercados persiste, este tipo de carteras sufrirán con el resto, pero tendrán una mucho mayor capacidad de sobreponerse e incluso podrían descorrelacionarse totalmente y dar rentabilidad donde los Blue Chips de los mercados no hagan más que marcar el son que canta la multitud, las masas.

Mejor que no seamos una oveja más de un rebaño que no tienen pastor.

Concurso Amiral Gestion

Amiral Gestion

ENTREPRENEURS INVESTIS

► Conoce a Warren Buffett y Charlie Munger en Omaha 2018

Durante un mes los usuarios de Rankia tuvieron la oportunidad de participar en el sorteo “Conoce a Warren Buffett y Charlie Munger en Omaha 2018”, cuyas condiciones eran publicar una tesis de inversión de una compañía y ser seguidor de Amiral Gestion. En primer lugar, queremos dar las gracias a todos los participantes en este concurso. El objetivo del mismo era divulgar la inversión en valor, animar a inversores particulares y estudiantes a profundizar en el análisis fundamental y en llevar a la práctica los principios de la inversión inteligente.

Con un total de 17 tesis de inversión publicadas, se seleccionó el ganador en relación a los 10 comentarios del foro más votados.

- Tesis de inversión – S&U PLC (LON:SUS) con 93 me gusta.
- Tesis de inversión en LSI Software (WSE:LSI) con 78 me gusta.
- Tesis de inversión en Edding AG con 36 me gusta.
- Tesis de inversión en Green Plains Inc (GPRE) con 33 me gusta.
- Tesis de inversión en Teva Pharmaceuticals (TEVA) con 30 me gusta.
- Tesis de inversión en ION Geophysical (NYSE: IO) con 28 me gusta.
- Tesis de inversión de Safestyle UK PLC con 28 me gusta.
- Tesis de Inversión en Cambria Automobiles con 26 me gusta.
- Tesis de inversión – CIE Automotive con 23 me gusta.
- Tesis de inversión de Ryanair con 22 me gusta.

En opinión de Pablo Martínez Bernal de Amiral Gestion “creemos que este tipo de iniciativas son muy positivas y es por eso que queríamos premiar el esfuerzo y dedicación que cada tesis de inversión lleva, permitiendo al ganador poder conocer en persona a los dos máximos exponentes del value investing a nivel mundial, Warren Buffett y Charlie Munger”.

Ganador del viaje a Omaha en 2018: Tesis de inversión en LSI Software publicada por Jarg89.

Tras revisar las diferentes tesis de inversión varios miembros del equipo de gestión así como los responsables de Amiral Gestion en España, decidieron por unanimidad elegir como ganadora la tesis de inversión de LSI Software (WSE:LSI), presentada por el usuario de Rankia Jarg89 que ha sido el ganador del premio que consistió en un viaje a Omaha para asistir a la Berkshire Hathaway Annual Meeting que se celebró el 5 de mayo de 2018.





1-5
10-11

Eingang Süd
Entrance South

Eingang Ost
Entrance East

Eingang Nord
Entrance North

Eingang West
Entrance West

Staircases

Ausgang Ost, Süd, West
Exit East, South, West

Congress-Centrum Ost
Congress Centre East

Standort
Location



Rankia Funds Experience Santiago 2018



Después del éxito del evento Rankia Funds Experience en España (Valencia) y Portugal (Lisboa), aterrizamos a Chile. En concreto, el próximo 15 de noviembre organizaremos Rankia Funds Experience Santiago de Chile 2018, nuestro evento anual de referencia con gestoras de fondos y selectores de fondos de la plaza financiera.

El objetivo es potenciar la relación entre las gestoras y sus clientes actuales y potenciales en un día donde los asistentes podrán recoger diversas ideas de inversión en pequeñas reuniones. Adicionalmente, Rankia se ocupará de toda la difusión online para llegar al máximo público posible.

La experiencia contrastada de Rankia en la organización de eventos para profesionales, es clave para su desarrollo con éxito. Estos eventos anuales combinan con los que organizamos en distintas regiones de España a lo largo del año.



Inversiones Alternativas líquidas



Luca Fedele

Head of Alternative Investments en Banchile



Fernando Galdames

Portfolio Manager Inversiones Alternativas en Banchile Inversiones

Actualmente Banchile Inversiones ofrece entre sus propuestas de inversión las llamadas inversiones alternativas líquidas mediante una estrategia de fondos de "hedge funds", con un foco en vehículos UCITS alternativos.

Esta estrategia se les entrega a los clientes en diferentes vehículos locales: un fondo mutuo con series retail y APV y un fondo de inversión listado en la Bolsa de Comercio de Santiago.

El objetivo de la estrategia es obtener un retorno en pesos chilenos de entre 5% y 7% anual con una volatilidad de entre 2% y 5%. La correlación es por naturaleza baja con la renta fija chilena y por esto es un complemento óptimo para una cartera balanceada con foco local.

El fondo se expone a diferentes monedas, dólar, euro, peso chileno dichas exposiciones son sistemáticamente cubiertas con la finalidad de proteger a nuestros clientes de las fluctuaciones cambiarías.

La propuesta: Un fondo que invierte en diferentes estrategias "hedge funds" sin restricciones de peso mínimo o máximo por cada estrategia. Las estrategias en la cuales podemos invertir son: "Equity Long Short", "Event Driven", "Long Short Credit", "Relative Value Fixed Income", "Global Macro discretionary", "Global Macro systematic", "High Frequency CTAs", "Volatility Arbitrage", "Equity Market Neutral"

Desde el lanzamiento del fondo (Marzo 2016) hasta ahora, nuestra estrategia se ha enfocado principalmente en "Equity Long Short" y "Global Macro", tanto discrecional como sistemático.

La ponderación a cada estrategia y clase de activo viene de una decisión "top - down" donde estimamos cual es la clase de activo más atractiva y las regiones geográficas y sectores con mayor interés. Tenemos diferentes variables macro para nuestra decisión y en el proceso tenemos en cuenta también el "sen-

timent" del mercado a través de las reuniones con los mismos managers de los diferentes "hedge funds".

Luego viene el proceso de selección de managers que expresen nuestra opinión y que además tengan algunas características fundamentales:

- 1)** Managers que quieran generar más retornos que los índices accionarios
- 2)** Managers que sean flexibles en mover el "net exposure" para obtener retornos positivos en todos los escenarios de mercado o que puedan preservar el capital en los escenarios negativos y capturar buena parte de los retornos en los escenarios positivos
- 3)** Managers que tengan muy baja correlación, cero o negativa, entre ellos.

Alternamos managers que sean tácticos y de corto plazo en su trading con managers de más largo plazo y con posiciones estructurales. Además intentamos diversificar a nivel geográfico y sectorial, sobreponderando managers que tengan una view positiva o que se dedican a ciertos sectores que para nosotros puedan tener performance positiva en plazos de 12 / 24 meses.

En la parte de la estrategia Macro, buscamos gestores que sean capaces de generar retornos positivos e idealmente superiores al índice accionario global pero con una baja correlación al "equity". Preferimos managers que sean expertos en operaciones de monedas, renta fija, volatilidad, crédito y que con estas clases de activos puedan generar retornos en exceso al "Equity" complementando nuestro portfolio y ayudándonos a bajar nuestra correlación hacia los mercados accionarios.



Eventos Rankia

► **Rankia** organiza eventos en más de 20 ciudades en toda España para público profesional exclusivamente o para público retail con gestoras de fondos de inversión tanto nacionales como internacionales.



► En estos encuentros, las gestoras muestran su visión de los mercados y profundizan en algunas ideas de inversión para los próximos meses. Además, al finalizar la jornada, podrás tener una conversación amena con los representantes de las gestoras en un coctel que pone fin a la jornada. Estas son las fechas de nuestros próximos eventos en 2018:

Mayo | Junio | Septiembre

► *Lisboa: 24/05/2018 | Funds Experience*

► *Marbella: 29/05/2018*

► *Valencia 31/05/2018*

► *Vitoria: 5/06/2018*

► *Exclusivo para profesionales Bilbao: 6/06/2018*

► *Exclusivo para profesionales Valencia: 14/06/2018*

► *Exclusivo para profesionales Barcelona: 19/09/2018*

► *Exclusivo para profesionales Andorra: 20/09/2018*



CRÉDITOS

COLABORACIONES

- **Francisco Pardo**, Socio - Director de CoreCapital Finanzas A.V. S.A.
- **Patricia Gutiérrez**, Head of Fixed Income & Multi-Asset Funds and ETFs Analysis & Selection BBVA Quality Funds.
- **Xavier Guerrero Petit**, Socio ejecutivo en Diagonal Inversiones, A.V.
- **Pedro Coutinho**, Director Adjunto (DD) - Institutional Wealth Management.
- **Rosa Mateus**, Country Head Spain, Directora del CISI en España, Chartered Institute for Securities & Investment.
- **Francisco Louro**, Portfolio Manager en LYNX Asset Managers.
- **Paul Wick**, Gestor de Threadneedle (Lux) Global Technology Fund.
- **Joaquín López Abellán**, Departamento de Inversiones y Análisis, Aspain 11.
- **Víctor de la Morena**, Chief Investment Officer en AMUNDI Iberia.
- **Luca Fedele**, Head of Alternative Investments en Banchile.
- **Fernando Galdames**, Portfolio Manager Inversiones Alternativas en Banchile Inversiones

ESPECIAL TEMÁTICAS

- **Elmar Peters**, gestor del fondo Flossbach von Storch – Multi Asset - Defensiv.
- **Maya Bhandari**, Gestora de Threadneedle (Lux) Global Multi Asset Income.
- **Harald Berres**, Portfolio Manager de ETHENEA Independent Investors.
- **Florian Ielpo**, Unigestion, Head of Macroeconomic Research.
- **Harald Berres**, Portfolio Manager de ETHENEA Independent Investors.
- **Bernard Lalière**, gestor de Degroof Petercam Asset Management.
- **Gary Herbert**, gestor del fondo Legg Mason Brandywine Global Income Optimiser y responsable global de deuda corporativa en Brandywine Global, filial de Legg Mason.
- **Maud Minuit**, Responsable de Renta Fija en La Française.
- **Guillaume Rigeade**, gestor del fondo EdRF Bond Allocation en Edmond de Rothschild AM.
- **Nick Hayes**, gestor del AXA WF Global Strategic Bonds.
- **Jim Leaviss**, responsable de renta fija minorista de M&G y gestor del fondo M&G Global, Macro Bond.
- **Georges Farré**, Responsable de mercados de La Française.
- **Borja Fernández**, ejecutivo de cuentas de Schroders.
- **Natixis, Andrea DiCenso**, co-portfolio manager, Loomis, Sanyes & Co.
- **Hartwig Kos**, Co Cio y Co responsable de multiactivos de SYZ AM.
- **Sebastian Thomas**, Portfolio Manager Allianz Global Artificial Intelligence Fund at Allianz Global Investors.
- **Richard Clode**, gestor del fondo Janus Henderson Horizon Global Technology.
- **Jacques-Aurélien Marcireau**, gestor de EdR Fund Big Data.
- **Thomas Schaffner**, gestor del Vontobel Fund - mtx Sustainable Emerging Markets Leaders.
- **Nick Payne**, head of global emerging markets at Old Mutual Global Investors.
- **Emmanuel Chapuis**, gestor de ODDO BHF AM.
- **Álvaro de Liniers Peletier**, Business Development Manager Iberia & Latam.
- **Guillaume Puech**, gestor de La Financière de l'Echiquier.
- **Yoko Otsuka**, Oyster Japanese Opportunitities.
- **Alexandre Marquis**, Head of Investment Specialists, Equities at Unigestion.
- **Carl Vermassen**, gestor de Degroof Petercam Asset Management.
- **Key Capital, Alfredo Alvarez-Pickman**.
- **Raphael Pitoun**, gestor de Stryx World Growth y Stryx America.
- **La Financiere, Damien Mariette y Maxime Lefebvre**, gestores de Echiquier Value.
- **Carmignac, Didier Saint-Georges**, miembro del Comité de Inversión de Carmignac.
- **Natixis, Daniel Nicholas**, gestor de fondos de Harris Associates (afiliada a Natixis IM).

EQUIPO COMERCIAL



José Antonio Sánchez
Director Comercial
Tel. 629 122 275



Alejandro Ortolá
Sales Manager
Tel. 620 742 667

EQUIPO EDITORIAL



Miguel Arias
Editor



Aneliya Vasileva
Directora de RankiaPro



Ana Andrés
Desarrollo de negocio en RankiaPro



Amparo Sisternes
Responsable Área Fondos



Daniel Perez
Responsable Contenido Fondos



Enrique Roca
Colaborador en fondos de inversión en Rankia



Albert Espí
Diseño y Maquetación

Rankia Pro



(+34) 963 386 976

Rankia S.L.

C/Serpis 66, Entresuelo B | Edificio Arcade

46022 Valencia | Spain

www.rankiapro.com



IM&GINA

UN NUEVO HORIZONTE HACIA LA DIVERSIFICACIÓN

Diversificar una cartera de inversión de forma efectiva puede ser muy complejo. Sin embargo, existe una opción sencilla que permite combinar tus necesidades de inversión con los conocimientos y experiencia de nuestro equipo Multi-Activos, el cual lleva más de 15 años gestionando carteras dinámicas y diversificadas. Compaginando un enfoque de valoración y el análisis macroeconómico con principios de *behavioural finance*, el equipo ha creado una filosofía de inversión única y distintiva, que aplicamos en una gama de fondos multi-activos diseñados para satisfacer diferentes requisitos:

- **M&G (Lux) Conservative Allocation Fund** – Inversión prudente
- **M&G (Lux) Dynamic Allocation Fund** – En búsqueda de crecimiento
- **M&G (Lux) Income Allocation Fund** – Generando rentas

El valor de las inversiones fluctuará, por lo que el precio de los fondos puede subir o bajar, y es posible que no recupere la inversión inicial. El nivel de ingresos obtenido por los fondos puede fluctuar.

www.mandg.es/allocation

M&G
INVESTMENTS

Con fines promocionales

LA FUERZA DE LA FLEXIBILIDAD

**Janus Henderson
presenta sus fondos
de Renta Fija Flexible**

**Una gama diseñada para
las condiciones cambiantes
del mercado**

¿Provocarán las subidas del tipo de interés en EE.UU una corrección en los mercados?
¿Está controlada la inflación o se disparará?
¿Cuánto tiempo más durarán las condiciones favorables a escala mundial? Nadie tiene todas las respuestas, pero nuestra gama de fondos de Renta Fija Flexible, gestionada por equipos de inversión con amplia experiencia, está diseñada para adaptarse a las cambiantes condiciones de mercado. Al igual que las alas de un avión son flexibles para conseguir un vuelo menos movido, estos fondos no se ven sometidos a la rigidez que imponen las limitaciones de un índice de referencia y permiten acceder a todo el universo de la renta fija, así como ofrecer una alternativa potencialmente menos volátil para beneficiarse de las rentabilidades de esta clase de activos.

**Si desea obtener información
sobre el mercado y nuestra gama
de fondos flexibles visite**

janushenderson.com/es/flexible

Janus Henderson
— KNOWLEDGE. SHARED —

Solo para inversores profesionales. El valor de las inversiones y las rentas derivadas de las mismas puede disminuir o aumentar y es posible que los inversores no recuperen la cantidad invertida en un principio.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el que Janus Capital International Limited (número de registro: 3594615), Henderson Global Investors Limited (número de registro: 906355), Henderson Investment Funds Limited (número de registro: 2678531), AlphaGen Capital Limited (número de registro: 962757), Henderson Equity Partners Limited (número de registro: 2606646), (entidades constituidas y registradas en Inglaterra y Gales con domicilio social en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE) están autorizadas y reguladas por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido para comercializar productos y servicios de inversión. © 2018, Janus Henderson Investors. El nombre Janus Henderson Investors incluye HGI Group Limited, Henderson Global Investors (Brand Management) Sarl y Janus International Holding LLC.