

Inversión a fondo

elEconomista.es

VARIACIÓN EN BOLSA EN EL AÑO

ATRYS

46%

GREENALIA

50%

GIGAS

25%

PROEDUCA

100%

KOMPUESTOS

-8%

LA 'HORMONA DEL CRECIMIENTO' DE BME GROWTH: POR QUÉ SUBE UN 40% EN 2020

El antiguo MAB se reinventa tras obtener el sello europeo de 'SME Growth Market'. Descubrimos quién es quién en este desconocido mercado

Inversión a fondo

elEconomista.es



Valores de pequeña capitalización | P6

Atrys, Greenalia... descubrimos qué hay detrás del nombre de BME Growth

Sigue siendo un gran desconocido, pero este volátil mercado, el antiguo MAB, cuenta con valores con gran potencial, como Atrys Health, Greenalia, Gigas o Proeduca.



Galardones | P26

Entregados los 'VI Premios Inversión a Fondo'

El Hotel Palace acogió la VI Edición de los Premios Inversión a Fondo de elEconomista. En la imagen, Sebastián Albella, presidente de la CNMV, en la apertura del acto.

Estilos de inversión | P30

La lenta recuperación de la inversión valor

En la última década, la inversión en empresas de crecimiento (*growth*) ha sido la dominante, pero el *value* empieza a hacerse un sitio en las carteras.

Escuela de inversión | P12

Qué es un chiringuito financiero y cómo evitar que le estafe

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha identificado este año más de 280 entidades que actuaban sin autorización en España. Explicamos cómo puede el inversor reconocerlos y evitarlos.



Entrevista | P16

Joaquín Garralda, presidente de Spainsif

El presidente de la plataforma que promueve la inversión sostenible en España repasa los principales datos revelados en su informe anual, que se presentó el 29 de octubre.



Elecciones EEUU | P34

La mitad del Ibx se juega el 20% de sus ingresos en EEUU

Una victoria demócrata impulsaría a firmas de renovables como Iberdrola o Siemens Gamesa, y a farmacéuticas como Grifols.

Edita: Editorial Ecoprensa S.A.

Presidente Editor: Gregorio Peña Vicepresidente: Raúl Beyruti Sánchez

Directora de Relaciones Institucionales: Pilar Rodríguez Director de Marca y Eventos: Juan Carlos Serrano

Director de elEconomista: Amador G. Ayora Coordinadora de Revistas Digitales: Virginia Gonzalvo Directora de elEconomista Inversión a fondo: María Domínguez Coordinadora de Bolsa e Inversión: Isabel Blanco Subcoordinadora de Bolsa e Inversión: Cristina García Diseño: Pedro Vicente y Cristina Fernández Celis Infografía: Clemente Ortega Fotografía: Pepo García Redacción: Ángel Alonso, Víctor Blanco Moro, Cristina Cándido y Laura de la Quintana



¿Por qué es necesario ser rico para poder invertir en las compañías más pequeñas?

España cuenta con buenos fondos de *small caps*, pero destinan una ínfima parte de su patrimonio a posicionarse en *micro caps*, en las compañías más pequeñas, como las que cotizan en BME Growth, el mercado de las pymes (el antiguo Mercado Alternativo Bursátil). El problema es que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) les impone, para proteger a los inversores, limitaciones para lo que denomina "activos de reducida liquidez". Es cierto que las *microcaps* no destacan precisamente por su elevada liquidez. De los 119 valores que cotizan en BME Growth, solo 15 (entre ellos Atrys Health, Gigas o Proeduca, de las que hablamos en este número de *Inversión a Fondo*) se negocian en mercado abierto, lo que implica que han logrado el reto de aumentar su liquidez. El resto de valores se negocian en *fixing* (es decir, que concentran las órdenes de compra y venta en 2 momentos puntuales del día).

Ese excesivo paternalismo por parte de la CNMV impide que un inversor de a pie pueda participar de las historias de éxito de *start ups* desde que capitalizan 10 millones hasta que, en el mejor de los casos, saltan al Ibex 35. Que, por 1.000 euros, el particular pueda embolsarse la rentabilidad que a largo plazo arrojan esos proyectos. Estas inversiones (al igual que la inversión en deuda privada, que tan necesaria va a ser dada la *glaciación* de la rentabilidad que sufre la renta fija) están, al menos por ahora, reservadas a los institucionales, o a quienes cuenten con una inversión mínima de 100.000 euros (al menos, este *ticket* medio ya se ha reducido por iniciativa de varias entidades; hace no mucho no bajaba de los 200.000). No es así en todas partes; otros países, como por ejemplo Francia, no veta estas compañías al minorista.

Para permitir que más flujos lleguen hacia esas compañías en fases iniciales que necesitan financiación, sería útil la creación de fondos cerrados o semicerrados de *micro caps*, donde el reembolso no fuese automático, sino a través de ventanas de liquidez. Solo sería necesario explicar al particular que, probablemente, no contará con una ventana de salida para su inversión hasta que transcurran, pongamos por caso, cuatro o cinco años. En realidad, este enfoque encaja precisamente con aquello que se intenta inculcar a los inversores: que la inversión debe ser, por definición, a largo plazo.

Este número de *Inversión a Fondo* hemos querido dedicárselo a las empresas de BME Growth que más recorrido tienen en opinión de gestores y analistas, y que tan desconocidas son para el inversor *normal*. Estas compañías ofrecen lo que todavía le falta al Ibex 35: las hay que están implicadas en la fabricación de test rápidos de Covid-19 con saliva; otras prestan servicios de conexión remota en un año en el que todos hemos trabajado remotamente; también las hay que fabrican plásticos biodegradables, o que ofrecen educación a distancia. Ojalá pronto estén al alcance de todos.

■
El excesivo paternalismo del regulador impide que el inversor de a pie pueda beneficiarse de estas historias de éxito



Inversión a fondo

elEconomista.es

El mapamundi de la inversión en el año

Fuente: Bloomberg.
(*) Datos a media sesión.

Los países marcados en rojo tienen a sus índices de referencia en negativo en el año. Datos a 27 de octubre

EEUU
DOW JONES*
VAR. AÑO **-3,8%**
INTERÉS BONO **0,77%**

EEUU
NASDAQ 100*
VAR. AÑO **32,8%**
INTERÉS BONO **0,77%**

EEUU
S&P 500*
VAR. AÑO **4,9%**
INTERÉS BONO **0,77%**

Argentina
MERVAL*
VAR. AÑO **12,1%**
INTERÉS BONO **-**

México
MEXBOL*
VAR. AÑO **-12,7%**
INTERÉS BONO **6,15%**

Brasil
BOVESPA*
VAR. AÑO **-13,9%**
INTERÉS BONO **-**

Eurozona
EUROSTOXX
VAR. AÑO **-18,0%**
INTERÉS BONO **-**

Francia
CAC
VAR. AÑO **-20,9%**
INTERÉS BONO **-0,33%**

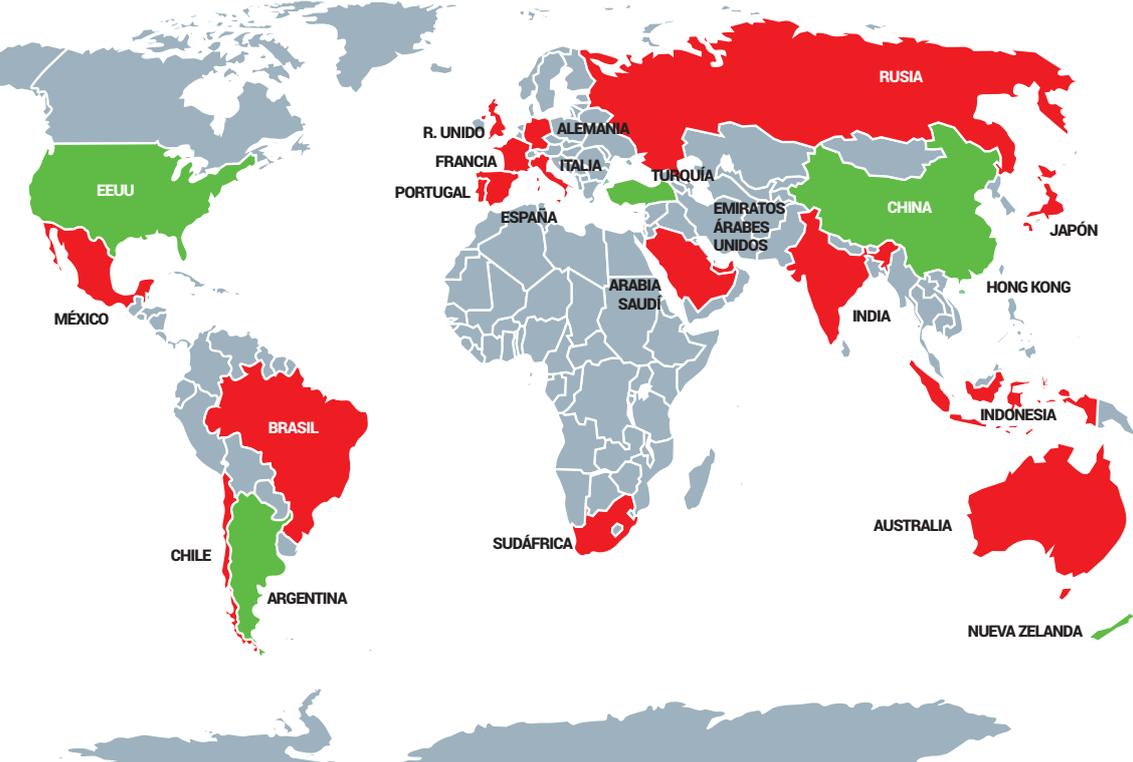
Alemania
DAX
VAR. AÑO **-8,9%**
INTERÉS BONO **-0,62%**

Italia
FTSE MIB
VAR. AÑO **-20,6%**
INTERÉS BONO **0,70%**

R. Unido
FTSE 100
VAR. AÑO **-24,0%**
INTERÉS BONO **0,23%**

España
IBEX 35
VAR. AÑO **-30,3%**
INTERÉS BONO **0,16%**

Portugal
PSI GENERAL
VAR. AÑO **-23,7%**
INTERÉS BONO **0,13%**



Rusia
RTS
VAR. AÑO **-27,0%**
INTERÉS BONO **6,27%**

Japón
NIKKEI
VAR. AÑO **-0,7%**
INTERÉS BONO **0,03%**

China
CSI
VAR. AÑO **14,7%**
INTERÉS BONO **3,25%**

Hong Kong
HANG SENG
VAR. AÑO **-12,1%**
INTERÉS BONO **0,78%**

India
SENSEX
VAR. AÑO **-1,8%**
INTERÉS BONO **-**

Chile
S. MARKET*
VAR. AÑO **-20,8%**
INTERÉS BONO **-**

Sudáfrica
JSE AFRICA TOP 40
VAR. AÑO **-2,5%**
INTERÉS BONO **9,24%**

N. Zelanda
NZX 50 FF GROSS
VAR. AÑO **6,6%**
INTERÉS BONO **0,55%**

Australia
S&P/ASX 200
VAR. AÑO **-9,5%**
INTERÉS BONO **0,80%**

Turquía
ISE 100
VAR. AÑO **0,7%**
INTERÉS BONO **12,8%**

E. Arabes U.
DFM GENERAL
VAR. AÑO **-20,7%**
INTERÉS BONO **-**

Arabia Saudí
TADAWUL ALL S.
VAR. AÑO **-2,3%**
INTERÉS BONO **-**

Indonesia
JAKARTA LQ-45
VAR. AÑO **-18,6%**
INTERÉS BONO **6,61%**

Qué hacen en 2020

Divisas

Euro/Dólar
1,18\$

5,1%

Euro/Yen
123,11¥

1,1%

Euro/Libra
0,90£

6,9%

Kiwi/Dólar
0,67\$

-0,5%

Materias primas

Oro
1907,40\$

25,2%

Plata
24,47\$

36,5%

Platino
882,10\$

-9,2%

Paladio
2.344,50\$

22,8%

iberCaja
Empresas



NUEVA IBERCAJA EMPRESAS

DE EXPERTO A EXPERTO

Porque cada empresa es única y experta en algo,
en Ibercaja te damos lo que mejor sabemos hacer:
trato exclusivo y gestión especializada.

ibercaja.es/empresas



EL BANCO
DEL

Vamos



iStock

Descubra qué valores impulsan a BME Growth un 40% en 2020

El antiguo MAB es volátil, pero también rico en todo lo que le falta al Ibex: biotecnología, digitalización y renovables. Tiene un reto pendiente, acercarse al inversor. Y la creación de fondos cerrados que invirtiesen en 'micro caps' sería clave

Cristina Cándido y María Domínguez

En un 2020 en el que el Ibex 35 se hunde en torno a un 31%, su *hermano pequeño*, el Ibex Growth Market 15 -que reúne a los 15 valores más líquidos del segmento de BME Growth- se dispara en torno a un 40%. Es cierto que el dato hay que tomarlo con prudencia: puede dar *bandazos*, ya

que se trata de un mercado de pequeños valores, con una liquidez limitada. Un puñado de inversores deseando salir pueden causar una caída abrupta.

El antiguo MAB (Mercado Alternativo Bursátil) cambió su nombre en septiembre por BME Growth, tras

Inversión a fondo

elEconomista.es



Investigadoras en un laboratorio de Atrys Health. EE

obtener el sello de *SME Growth Market* europeo. Sería, en español, el Mercado de Crecimiento europeo para las pymes (SME viene de *Small and Medium-Sized Enterprises*). Con esta modificación se aspira a facilitar el acceso a la financiación de las pequeñas empresas, con una menor documentación -lo que implica tiempo y costes que muchas no pueden asumir- y con un sello respaldado por la UE.

¿Qué motor lleva a estos valores a subir -aún con bandazos- a ritmo de doble dígito en un año como éste? Lo resume el director gerente de BME Growth, Jesús González Nieto: "El abanico de compañías que ofrece este mercado es diferente al que encontramos en la bolsa tradicional, y particularmente en el Ibex 35, aún muy centrado en finanzas y *utilities*". BME Growth cuenta "con un conjunto de empresas posicionadas en tres sectores totalmente *de moda*: el de las renovables, el de la salud y el de la digitalización, incluyendo la educación *online*", explica. Más allá de las 15 que recoge el índice, este segmento aglutina a un total de 119 empresas en España. "Lo que ha ocurrido este año es que varias de ellas lo han hecho bien en términos fundamentales; es decir, que lejos de reducir su facturación y su ebitda [resultado bruto de explotación] en el primer semestre, lo han incrementado", apunta González Nieto.

Precisamente de esos tres sectores está "huérfana" la bolsa española, señala Diego Jiménez-Albarracín, director de renta variable del Centro de Inversiones de Deutsche Bank, que considera que BME Growth ofrece "la oportunidad de poner en valor muchas

compañías que pueden hacerlo muy bien". Le llaman la atención Proeduca, dedicada a la educación a distancia, que tiene acuerdos con universidades de todo el mundo; Lleida.net, o la firma de diagnósticos de precisión Atrys Health, entre otras.

Historias de éxito: de Ibercom a MásMóvil

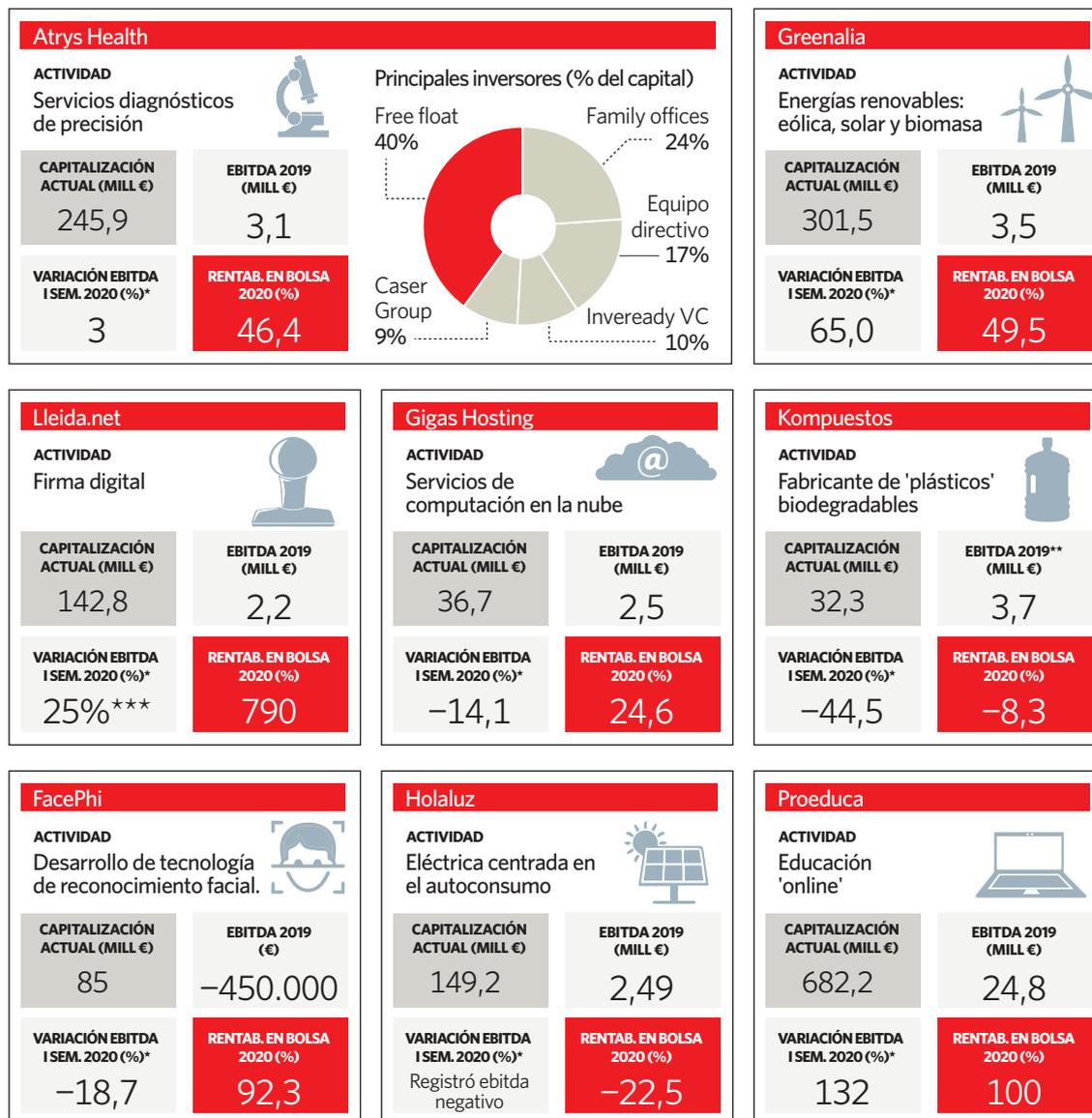
Icíar Puell, especialista en bolsa española de Bankia AM, se confiesa una apasionada de las *microcaps* -véanse las capitalizaciones de este tipo de empresas en el gráfico de la página siguiente-. En el MAB, hoy *Growth*, "hemos encontrado auténticas joyas y, desde Bankia hemos acompañado, por ejemplo, a Ibercom, que después fue MásMóvil, que más tarde se fue al Continuo y que finalmente acabó siendo adquirida por el capital riesgo. Nos hemos beneficiado de toda su historia de éxito", explica. Invertir en compañías en estadios iniciales, añade, "es muchas veces una mezcla entre el capital riesgo y el mercado abierto [por su escasa liquidez]; debes permanecer junto a ellas con paciencia durante muchos años". Para Puell, apostar por medicina y por tecnología es clave: "Traumatólogos que cubren, desde Latinoamérica, los turnos de noche de Madrid, o tecnología de rayos para quimio..., en definitiva, tecnología médica en una sociedad que envejece".

David Tomás, especialista de renta variable de Andbank, explica que una de las grandes apuestas de la entidad es precisamente "dar a nuestros inversores de banca privada acceso a historias de crecimiento". Acompañar a una empresa "desde que capitaliza 15 millones hasta que entra al Ibex te *llena* de

Inversión a fondo

elEconomista.es

Los valores de BME Growth que más gustan a los analistas



(*) Respecto al mismo periodo de 2019. (**) Normalizado. No incluye gastos extraordinarios no asociados al negocio recurrente de la compañía. (***) Estimación. Nota: Datos a 28 de octubre.

Fuente: BME Growth, Bloomberg y las compañías.

elEconomista

dinero, pero también de satisfacción", afirma. Andbank ha colocado a muchas compañías de este segmento, y también en muchas tiene participaciones incluso superiores al 5% (como en Atrys o en Greenalia). "Y nos parece que Agile Content [que ofrece televisión de pago a MásMóvil] es una de esas historias. La sacamos a bolsa cuando valía 15 millones, ha cuadruplicado en dos años y medio y mantenemos en ella una posición dominante", relata.

La ventaja de estas compañías, resume Virginia Pérez, directora de renta variable de Tressis, es que "se dedican a unos nichos de negocio de muy fuerte crecimiento, tienen un peso importante en mercados de alto crecimiento o están en unos segmen-

tos, por pequeños que sean, que tienen elevados márgenes". Las posibles operaciones de fusiones son un valor añadido del que carecen los grandes valores, añade Pérez. En este maremágnum de más de 100 compañías, repasamos las preferidas por gestores y analistas:

Atrys Health, diagnóstico de precisión

Acaba de presentar resultados: en el primer semestre de 2020, su ebitda ascendió a 1,4 millones de euros, un 3% más que en el mismo periodo del año anterior. Atrys cotiza en este mercado desde 2016 y se anota en 2020 un 46%. La firma brinda servicios de diagnóstico y tratamiento médico de precisión y es pionera en telemedicina y radioterapia. Con

La necesidad de fondos cerrados que inviertan en 'micro caps'

El mercado español cuenta con "unos magníficos fondos de *small caps*, pero "carece de fondos específicamente dedicados a *micro caps*", lamenta Jesús González Nieto, director gerente de BME Growth. Además, dentro de los fondos de 'small caps', el peso de los valores más pequeños está limitado por la CNMV, que impone restricciones para los activos de *reducida liquidez*. En España, varias entidades no destinan, dentro de sus fondos de pequeñas compañías, más de un 10% a las empresas del segmento de BME Growth.

González Nieto cree que ayudaría a mejorar el acceso de los inversores a este mercado "que se creasen fondos cerrados o semicerrados de *micro caps*, donde el reembolso no fuese automático, sino que se estableciesen ventanas de liquidez". Y lamenta que un particular no pueda invertir en fondos de capital riesgo (se necesita un *ticket* mínimo de unos 100.000 euros, o ser cualificado). ¿No debería poder, un minorista, comprar un fondo de capital riesgo, siendo consciente de que no podrá recuperar su dinero en, como mínimo, 4 o 5 años? Virginia Pérez, de Tressis, lo ve difícil: "A día de hoy, la cultura del inversor es la inmediatez", algo "incompatible" con ese enfoque de largo plazo, afirma.

Inversión a fondo

elEconomista.es



Parque eólico de Greenalia en Vimianzo (La Coruña). EE

la adquisición de ICM (Instituto de Estudios Celulares y Moleculares), fabricante de test para detectar el coronavirus, Atrys acaba de reforzarse en el ámbito clave en la lucha contra la pandemia. Desde Renta 4 destacan que en 2020 ha iniciado “una fase de adquisiciones de mayor envergadura con el fin de liderar la telemedicina en habla castellana”. De las operaciones en las que está involucrada, la firma de análisis considera la de ITMS (especializada en diagnóstico *online* con presencia en Latinoamérica) la más avanzada. “Le permitirá casi duplicar la cifra de negocios en 2020”, afirman.

Greenalia o cómo elevar el ebitda un 65%

Greenalia es un productor independiente de energía renovable, que utiliza el viento, el sol y la biomasa forestal. También acaba de presentar sus cuentas de la primera mitad del año: obtuvo un ebitda de 2,7 millones de euros, un 65% superior al del mismo periodo de 2019. En estos seis meses ha invertido 40 millones en proyectos de renovables (eólica y biomasa), con los que ha movilizado unos 200 empleos. Está apostando por el despegue de la eólica marina flotante en las costas españolas y ha presentado proyectos en Canarias, que suman 250 megavatios en la fase inicial de tramitación.

Gigas: el año en que todos conocimos las VPN

Gigas, que repunta un 25% este año, comercializa redes privadas virtuales (VPN, cuyo uso se ha disparado en un 2020 en el que el trabajo remoto ha sido lo habitual), *firewall* y redes de área local virtuales (VLAN). En su próxima junta de accionistas prevé

aprobar dos ampliaciones de capital para realizar dos compras. 2019 fue para el grupo el primer año con beneficios netos: incrementó la cifra de negocio un 18% respecto a 2018, gracias a la combinación del crecimiento orgánico y la adquisición del negocio de AHP, en Portugal.

Lleida.net, el negocio de la firma digital

Esta empresa de servicios tecnológicos es otra de las beneficiadas de las restricciones por la pandemia. Fundada en 1995, se ha convertido en los últimos años en uno de los principales actores europeos en el campo de la firma digital. “La respuesta está, en parte, en la crisis del Covid, que ha generado una verdadera estampida empresarial hacia la digitalización. No esperamos una marcha atrás”, apunta Guillermo Serrano, analista de Checkpoint.

Proeduca supera el reto de la liquidez

Proeduca, matriz de la Universidad Internacional de La Rioja (UNIR), es una de las mayores empresas *del Growth* por capitalización -ronda los 700 millones de euros-, tras haber duplicado su precio este año en el parqué. En las últimas semanas, precisamente por el aumento de su liquidez, sus acciones han pasado a negociarse en el mercado abierto de BME Growth, es decir, que ya se pueden contratar a lo largo de toda la sesión bursátil. Hasta ahora se negociaban en *fixing*, con dos subastas (a las 12:00 y a las 17:00) que concentraban las operaciones de todo el día. Capitalizar más de 500 millones durante seis meses es el pasaporte (no la obligación de saltar) al Continuo.

Los efectos de las nuevas restricciones en el crecimiento

1

El mayor riesgo que en este momento afrontan los mercados es la pandemia, y los efectos de la nueva ola de restricciones y confinamientos que se están produciendo en Europa, explica Rosa Duce, economista Jefe de Deutsche Bank España. Estas medidas pueden provocar “una fuerte rebaja del crecimiento económico, tras un tercer trimestre de recuperación”, explica; y será preciso, por tanto, “estar muy pendientes de los datos económicos, sobre

todo de los de confianza, especialmente en Europa, donde se están produciendo estas restricciones”.

El principal riesgo a corto plazo es “que el resurgir del virus que se ha producido en Europa se *contagie*, nunca mejor dicho, a Estados Unidos, y que se tengan que tomar medidas parecidas a las adoptadas en el Viejo Continente”, apunta Víctor Alvargonzález, socio fundador de Nextep Finance.

El resultado de las elecciones en EEUU

2

Susana Felpeto, directora de renta variable de atI Capital, señala que, más que el resultado de las elecciones estadounidenses del próximo 3 de noviembre, el riesgo está en que Trump no asuma, de producirse, una victoria del candidato demócrata a la presidencia, Joe Biden. El actual presidente de EEUU ya ha afirmado en varias ocasiones que no le pondría fácil el traspaso, lo que provocaría volatilidad en los mercados, advierte Felpeto.

Rosa Duce añade que, conocido el ganador, la clave es cuándo llegarán los estímulos fiscales: “Si gana Biden, esos estímulos serán teóricamente mayores, pero tardarán más en llegar” (habrá que esperar a que la nueva Administración esté a pleno rendimiento). “Si gana Trump pueden llegar antes, pero el monto sería inferior. Todo ello asumiendo que el ganador logre controlar ambas Cámaras”; con un Congreso dividido, los estímulos tardarán más.

Las negociaciones en torno al ‘Brexit’

3

En relación con el *Brexit*, las negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido siguen adelante, aunque siguen existiendo sustanciales diferencias entre ambas partes, especialmente en la igualdad de condiciones de competencia y la pesca.

Respecto a esta cuestión, los inversores están, de momento, relativamente “tranquilos”, ya que esperan, en palabras de Rosa Duce, que, “en ausencia de

acuerdo, se produzca una extensión de un año más en el periodo de transición. Y esto parece lógico”. No obstante, añade la economista jefe de Deutsche Bank en España, “a medida que nos acerquemos a final de año, puede aumentar el nerviosismo” si no se llega a ese entendimiento. Susana Felpeto añade que lo peor es la incertidumbre: “Que, al no producirse un desenlace, no sepamos a qué nos tenemos que enfrentar”.



Qué vigilar
en
noviembre

Espíritu de innovación

con fondos temáticos de
futuro y una metodología
de análisis ASG



Los 'chiringuitos' o cómo reconocer sus métodos de estafa

La CNMV ha identificado a 283 entidades que actuaban sin autorización en España en lo que va de año. El regulador advierte que en épocas de crisis aumenta el riesgo de que un inversor sea estafado, aunque el año pasado nuestro país fue el primero en la lucha contra estos fraudes de toda Europa

Laura de la Quintana. Fotos: iStock

Asabiendas de que lo lógico es pensar que uno está a salvo de una estafa porque es lo suficientemente inteligente como para darse cuenta, no se crean... hay inversores altamente cualificados que han sido engañados por lo que se denominan *chiringuitos financieros*. ¿Recuerdan el caso Madoff en EEUU? La estafa, basada en un esquema de Ponzi, alcanzó los 50.000 millones de dólares y, hasta la fecha, los medios estadounidenses calculan que ha sido la mayor de la historia. También se supo, años después, que la mitad del patrimonio que manejaba la firma Madoff Securities provenía de grandes *hedge funds* e inversores institucionales. Su método consistía, básicamente, en un esquema piramidal por el cual distribuía entre los antiguos inversores -a modo de rentabilidad- el dinero de quien ingresaba nuevo. Hasta que estalló la crisis financiera de 2008, hubo una avalancha de peticiones de

reembolso y la trama se desenmascaró al no poder hacer frente a esta situación.

La moraleja de esta historia es que Bernard Madoff, que manejaba una enorme fortuna, comparte rasgos y un *modus operandi* de manual con cualquier otro *chiringuito* financiero, sea cual sea su tamaño y su origen. Pero ¿qué son exactamente? La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) los define como empresas que se dedican a gestionar



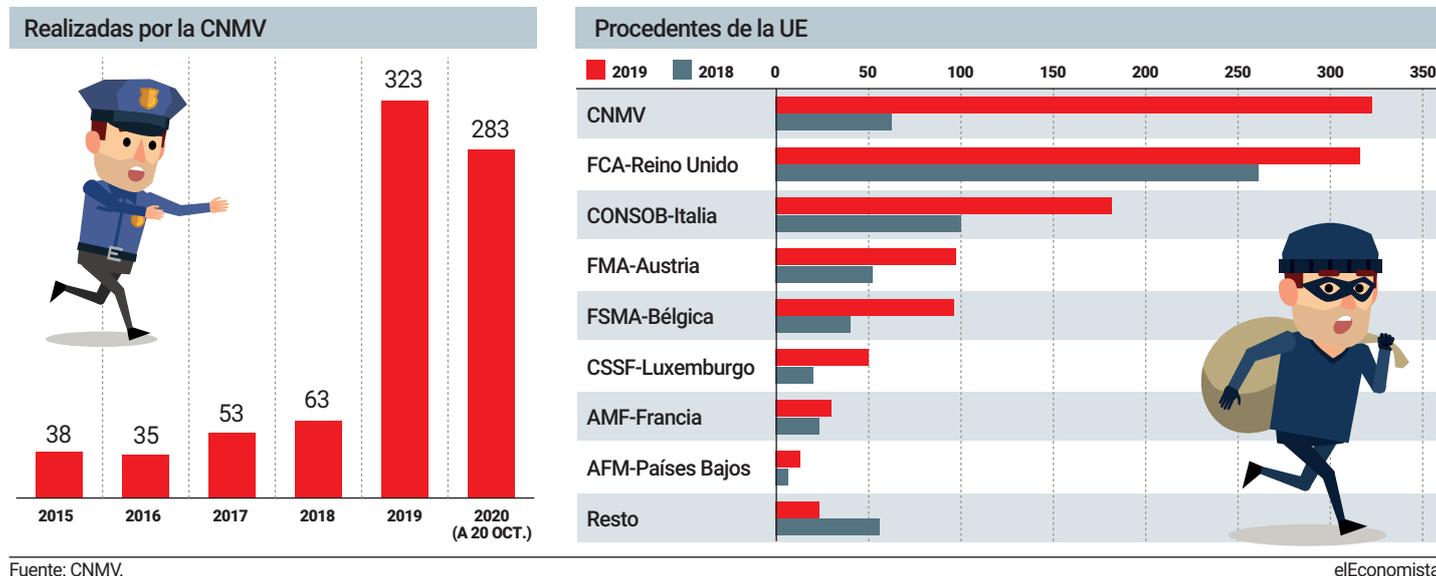
'Chiringuito' playero.

Inversión a fondo

elEconomista.es

La CNMV intensifica su cruzada contra los estafadores

Número de advertencias sobre entidades no registradas



dinero sin estar autorizadas por el regulador. Ni más ni menos, aunque en muchos casos utilicen el sello de la CNMV de manera fraudulenta, así que cuidado.

¿Cómo se les identifica? Según el regulador nacional se debe desconfiar si, para empezar, contactan con usted sin que lo haya pedido a través de llamadas o correos electrónicos. Sus comerciales suelen apelar a la confianza personal; pueden, incluso, ejercer cierta presión psicológica, tienen prisa para que invierta dinero y es posible que ofrezcan dar bonificaciones de entrada, algo raro en el mundo de la inversión. Además, existe una norma básica que no se debe perder de vista: altas rentabilidades sin riesgo no existen. *Nadie da duros a cuatro pesetas*, que se decía en el siglo pasado. Y esto es aplicable tanto a inversiones en bolsa como en todo aquello que le es ajeno (en filatelia, por ejemplo, o si no recuerden lo que sucedió con Fórum en 2006). Además, pueden no enviarle ningún documento físico sobre el que, a posteriori, pudiera reclamar. Las comisiones no suelen ser claras ni tampoco los gastos que cobran a los inversores. La CNMV recomienda "asegurarse" asimismo de que "los productos o acciones que ofrecen existen" y "no seguir realizando aportaciones si no logra recuperar el dinero inicial" en caso de que haya solicitado un reembolso. El organismo supervisor tiene abiertos canales directos para denunciar este tipo de prácticas.

Cruzada contra el 'chiringuito'

La CNMV ha aumentado significativamente la presión sobre los *chiringuitos* financieros en el último año y medio. Sólo en 2019 el regulador nacional mul-

tiplicó por cinco las advertencias sobre estas firmas de carácter fraudulento frente a 2018. En total, solo el año pasado, la CNMV realizó 323 advertencias, frente a las 63 de 2018. En lo que va de 2020 – a día 20 de octubre –, acumula ya 283, camino de superar las del año previo.

De hecho, España destaca entre el resto de países europeos por su persecución a los *chiringuitos* con el acelerón que ha dado desde el año pasado. Prueba de ello es que en 2019 la mitad de todas las advertencias que se produjeron en los grandes mercados europeos provinieron de dos países: España, en primera posición, y Reino Unido (ver gráfico).

El presidente del máximo órgano regulador, Sebastián Albella, reconoció a comienzos del mes de octubre, con motivo de la celebración del *Día de la educación financiera* que, además, las crisis son caldo de cultivo para el surgimiento de los estafadores. "En estos tiempos una parte importante de la población está experimentando dificultades financieras. Por ello, hay que reconocer que la probabilidad de sufrir fraudes o estafas seguramente es algo mayor", afirmó Albella.

La tecnología también facilita su proliferación. "En los últimos diez años, el creciente desarrollo de las tecnologías y los canales de comunicación digitales ha facilitado la aparición de nuevos métodos de fraude a través de Internet y las redes sociales. Estos canales ofrecen fácil acceso a eventuales víctimas y facilidades de difusión a bajo coste", reconoce la CNMV en su Informe Anual 2019.



Inversión a fondo

elEconomista.es



Nombramiento

Javier Escribano, nuevo director general de March AM

March Asset Management, gestora del Grupo Banca March, ha nombrado a Javier Escribano nuevo director general en sustitución de José María Ortega, que deja la entidad al jubilarse. Con un patrimonio de 5.086 millones de euros a cierre de junio, la firma de inversión es una pieza fundamental en la estrategia del Grupo Banca March. La gestora ocupa el cuarto puesto del mercado español por volumen de sicavs, con 2.226 millones gestionados en este tipo

de instrumento a finales de junio. Los fondos temáticos son la especialidad March Asset Management, que cuenta con varios productos: *The Family Businesses Fund*, que invierte en empresas familiares cotizadas internacionales, *Vini Catena*, que lo hace en empresas de la cadena de valor del vino, y *Mediterranean Fund*, que invierte en empresas cuyas actividades utilizan los recursos del mar o tienen lugar en él.

Innovación

Bankia AM se apoya en Bloomberg para su transformación digital

La transformación de Bankia Asset Management realizada en los últimos dos años ha tenido una importante dimensión tecnológica. Para renovar los sistemas de gestoras de fondos y pensiones, y mejorar la seguridad, la gestora española ha confiado en Bloomberg. La firma ha adoptado una herramienta del grupo, AIM (Asset & Investment Manager), para la gestión de órdenes.

“La implementación de AIM marca un hito en la transformación tecnológica y operativa que está llevando a cabo Bankia, centralizando nuestros datos y permitiéndonos gestionar todas las operaciones desde una única solución”, algo que “nos ayuda a ser más eficientes y reducir riesgos”, entre otras cuestiones, explica Sebastián Redondo, *Chief Investment Officer* de Bankia AM.

Lanzamiento

Ve la luz el primer fondo de infraestructuras de Bestinver



Bestinver ha anunciado el lanzamiento de *Bestinver Infra FCR*, su primer fondo de infraestructuras, con un objetivo de captación inicial de 300 millones de euros. Está dirigido a inversores cualificados, tanto minoristas como institucionales. El nuevo producto invertirá principalmente en proyectos maduros (*brownfield*) y en avanzada etapa de desarrollo (*yellowfield*) en energía, transporte, infraestructuras

sociales, telecomunicaciones y agua. Su cartera estará geográficamente diversificada en Europa, América del Norte y América Latina. *Bestinver Infra FCR* aplicará criterios de exclusión, descartando aquellos activos que no cumplan con los criterios ASG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo). El objetivo de Bestinver es alcanzar los 1.500 millones en sus fondos de infraestructuras.

Acuerdo

Banco Alcalá comercializa un fondo de capital riesgo de 4Founders

Banco Alcalá, entidad de banca privada perteneciente al Grupo Crèdit Andorrà, ha alcanzado un acuerdo con 4Founders Capital para comercializar *4Founders Capital II*, fondo de capital riesgo que invierte en compañías tecnológicas con previsiones de alto crecimiento y enfocadas a la generación de valor.

Este fondo, que cuenta con un tamaño objetivo de

40 millones de euros, prevé invertir en 25 o 30 tecnológicas que operen en mercados globales. Está enfocado a inversores institucionales y *family offices*. 4Founders Capital, la gestora del fondo, es una sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Está asociada a SeedRocket, la primera aceleradora de *start ups* TIC en España, fundada en 2008.



Nombramiento

Matt Christensen impulsará la inversión de impacto en Allianz GI

La firma de gestión activa Allianz Global Investors ha anunciado el nombramiento de de Matt Christensen como responsable global Inversiones Sostenibles y de Impacto. En este puesto, explicó la entidad en un comunicado, "acelerará el crecimiento de la inversión de impacto como parte de la creciente oferta de inversión en mercados no cotizados de la compañía; liderará la integración continua de factores ASG en la gama existente de productos de Allianz

GI, incluidas las actividades de tutela corporativa; y apoyará el desarrollo de nuevos productos ISR".

Christensen, que releva a Beatrix Anton-Groenemeyer, procede de AXA Investment Managers, donde ha sido director global de inversión responsable y estrategia de impacto desde 2011. Previamente, fue director ejecutivo y fundador del *think-tank* Eurosif (Foro Europeo de Inversiones Sostenibles).

Marcas

Vigeo Eiris cambia su nombre a 'V.E, una filial de Moody's'

Vigeo Eiris ha modificado su marca y ha pasado a denominarse *V.E, an Affiliate of Moody's*. Este cambio se produce más de un año después de que la agencia de *rating* crediticio Moody's adquiriese una participación mayoritaria en este proveedor de *rating* sostenible (la compra se anunció en abril de 2019).

Los orígenes de Vigeo Eiris se remontan a décadas

atrás, aunque con esa denominación la conocíamos desde 2015, el año en que se fusionaron dos agencias especializadas en calificación ASG: la francesa Vigeo, que había sido fundada en 2002, y la británica Ethical Investment Research and Information Service (Eiris), nacida en 1983. En España, el nombre de Vigeo Eiris ha sonado por ser la verificadora de los bonos verdes de Iberdrola.



Nombramiento

Alex Hctor-Duncan, responsable global de Aberdeen SI

Alex Hctor-Duncan ha sido nombrado responsable Global de Aberdeen Standard Investments (ASI). Desde este puesto dirigirá la dirección global de distribución de activos enfocada a clientes y reportará directamente a Stephen Bird, CEO de Standard Life Aberdeen. Hctor-Duncan se incorporó a la empresa en septiembre del año 2018 como director global de ventas, después de haber ocupado

varios puestos de responsabilidad en el área de distribución minorista de Blackrock.

ASI gestiona 501.200 millones de euros en activos en nombre de gobiernos, fondos de pensiones, compañías de seguros, empresas, entidades sin ánimo de lucro, fundaciones y personas individuales en 80 países, a 30 de junio de 2020.

Lanzamientos

Amundi amplía su gama de fondos cotizados sostenibles

Amundi ha anunciado el lanzamiento de dos nuevos ETF (fondos cotizados) con criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno).

Amundi MSCI Emerging ESG Universal UCITS ETF cotiza en Xetra y ofrece exposición a valores de gran y mediana capitalización de 26 países emergentes. Replica un índice que realiza un *screening* para eli-

minar la exposición al carbón térmico y las controversias ASG. Por su parte, el *Amundi MSCI World Climate Paris Aligned PAB UCITS ETF* cotiza en Euronext París y replica índices alineados con el Acuerdo de París, es decir, que tienen el objetivo de reducir la intensidad de carbono en un 50% en comparación con el universo invertible (es decir, con la del total de empresas en que es posible invertir).

JOAQUÍN GARRALDA

Presidente de Spainsif



“En 2021 todos los bancos españoles ofrecerán más productos ASG y habrán aprendido a venderlos”

El 29 de octubre, Spainsif presentó su Estudio anual sobre Inversión Sostenible en España, que revela que los activos ‘responsables’ bajo gestión crecieron un 36% en 2019. El presidente de esta plataforma sin ánimo de lucro, Joaquín Garralda, reflexiona sobre los nuevos datos y sobre los retos pendientes

Por María Domínguez. Fotos: Alberto Martín Escudero

El 29 de octubre, Spainsif -plataforma que promueve la inversión responsable- presentaba su informe anual, que revelaba que los activos gestionados en base a criterios ASG -ambientales, sociales y de gobernanza- crecieron un 36% en 2019 en España. El estudio -apoyado por Bankia y Edmond de Rothschild- da una buena aproximación al estado de salud de la sostenibilidad en este país. Spainsif ha recabado los datos a tra-

vés de consultas a 21 entidades españolas -representativas del 76% del total nacional-, y a 12 gestores y propietarios de activos internacionales -que representan el 43% del internacional comercializado en este país-.

La inversión sostenible alcanzó los 285.454 millones de euros gestionados en 2019. De esa cantidad, más de 207.000 millones corresponden a activos gestionados por

Inversión a fondo

elEconomista.es

entidades nacionales, y el resto a gestoras extranjeras. Pero ese crecimiento del 36% lo han provocado sobre todo estas últimas, que cuadruplicaron sus activos bajo gestión. Los de las españolas solo crecieron un 8,5%. ¿Es decepcionante?

Eso se debe en gran medida a que este año respondieron a nuestras consultas muchas más gestoras internacionales, pero también a que esas firmas tienen más y mejores productos que las españolas.

¿Les están 'comiendo' el terreno?

Sí, pero las entidades españolas argumentan que el inversor no demanda estos productos. El problema es que las personas que comercializan estos fondos en las oficinas no los conocen. No les han formado.

Y en ASG, ¿seguirán ganando cuota las gestoras extranjeras frente a las españolas?

No, no lo creo. Creo que, el año que viene, todos los bancos españoles responderán

De las novedades que prepara la Comisión Europea dentro de su Plan de Acción para las Finanzas Sostenibles, ¿qué es lo más urgente? ¿Una taxonomía social?

La taxonomía social es urgente, pero es algo difícilísimo, hay muchas dimensiones que medir, y tan complejas como la corrupción o los derechos humanos. Se hará, pero llevará más tiempo, porque entran cuestiones políticas. Las toneladas de CO2 son las mismas aquí que en cualquier país, pero con los derechos humanos no ocurre así.

Entonces, ¿lo siguiente será el estándar de bono verde?

Ya existe un marco, unos *Green Bond Principles*, pero Europa lo pondrá más claro. Ahora existe una gran discusión sobre este asunto en el seno de la UE. Los bonos tienen la peculiaridad de que son finalistas: financian un proyecto, por ejemplo, un parque eólico de una eléctrica. Pero los medioambientalistas defienden que si la empresa va a levantar

“Las gestoras extranjeras que ofrecen productos sostenibles cuentan con más y mejores fondos que las españolas”

“Está abierto el debate de si una eléctrica puede emitir un bono verde para un parque eólico si tiene además una central de carbón”



ofreciendo productos que antes no ofrecían y, sobre todo, los comercializarán adecuadamente. Sabrán venderlos.

De los inversores en ASG, solo el 19% son minoristas en España. En Europa, un 31%.

Y Francia está ya en el 35%. ¿Por qué? En primer lugar, el Gobierno francés ha insistido mucho en educar en cuestiones de ahorro, y es un gran impulsor del tema medioambiental. En segundo lugar, y en relación con lo que comentábamos, la banca francesa sabe vender estos productos, y aquí hasta hace muy poco no sabía en absoluto. Al cliente que va a un banco con sus 10.000 euros y pregunta qué fondo le recomiendan, el gestor le habla de rentabilidad y riesgo o, si es un poco sofisticado, también de liquidez, pero el tema medioambiental no lo ha estudiado. Tiene ese fondo ASG en un rincón, y varias decenas más de fondos para vender.

tar ese parque tiene también plantas de carbón, no puede considerarse que su bono, aunque vaya a financiar molinos, sea verde. No creo que el estándar vaya a incluir esta restricción, creo que los bonos verdes seguirán siendo finalistas, pero el debate está ahí.

Se habla a menudo de la 'materialidad' de la inversión responsable. ¿A qué se refiere?

A la forma en que impacta cualquier riesgo -entre ellos, los riesgos ASG- en la cuenta de resultados. Te pondré un ejemplo. Piensa en una empresa química, que emite CO2 y otros gases, por lo que condiciona al medio ambiente. Ese riesgo es material porque puede ocurrir que el regulador le exija que rebaje sus emisiones un 40%, obligándole a cambiar sus procesos, realizar inversiones para reducirlas, etc. Hay una regla no escrita, que afirma que si un riesgo puede condicionar un 5% de tu beneficio es material.

**Chris Fidler**

CFA, senior director, Global Industry Standards, en CFA Institute

Luis Buceta

CFA, vicpdte. CFA Society Spain, dtor. de Inversiones de G. Banco Alcalá

Estándares ASG: la transparencia necesaria para los inversores

El 19 de agosto de 2020, CFA Institute publicó un documento de consulta sobre el desarrollo de los Estándares de Divulgación ASG para Productos de Inversión. El alcance, los principios y la estructura propuestos en el documento de consulta pretenden proporcionar la transparencia y comparabilidad necesarias para los inversores al permitir que los gestores de activos informen mejor sobre la naturaleza y las características de los fondos y las estrategias de inversión centrados en los criterios ASG. El documento de consulta fue elaborado con la aportación de un grupo de trabajo compuesto por profesionales voluntarios procedentes de toda la industria de inversiones internacional.

¿Qué ha motivado el desarrollo de este Estándar? Hay dos razones principales. En primer lugar, está la creciente concienciación sobre los asuntos ASG entre los inversores, así como la mayor disponibilidad de datos e información ASG que se pueden utilizar en la toma de decisiones de inversión. Pero también el hecho de que la incoherencia y la heterogeneidad de la terminología utilizada y los enfoques de inversión relacionados con la ASG contribuyen a la confusión y los malentendidos dentro de la profesión de gestión de inversiones.

Existe ya un amplio abanico de estándares y regulaciones relacionados con la ASG. Por ejemplo; *Principles for Responsible Investing (PRI)*, *Sustainability Accounting Standards Board (SASB) Standards*, *Global Reporting Initiative (GRI) Standards* y, por supuesto, la taxonomía de la UE.

Sin embargo, los Estándares de Divulgación ASG para Productos de Inversión de CFA Institute se diferenciarán de otros estándares e iniciativas de la industria en varios aspectos importantes. Nuestro Estándar se centrará en la divulgación de información sobre estrategias de inversión y fondos ofrecidos por firmas de gestión de inversiones, en lugar de la divulgación de datos ASG por parte de empresas o emisores.

El Estándar propiciará la divulgación de información sobre cómo los gestores de activos incorporan los criterios ASG en los objetivos, políticas, restricciones y estrategias de sus productos, en lugar de divulgar los impactos ambientales y



sociales, como es el enfoque principal del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR por sus siglas en inglés) de la UE. También contará con procedimientos para que terceros independientes examinen la divulgación de los productos, de forma que los inversores puedan tener un adecuado nivel de seguridad de que las divulgaciones facilitadas son una justa representación del producto. Los inversores deben tener transparencia en el diseño de un producto de inversión para que puedan determinar si el producto se alinea con sus necesidades. Este tipo de información es útil incluso cuando el producto lleva una etiqueta que requiere que aquel cumpla con ciertos estándares mínimos.

Es importante que identifiquemos quién utilizará los Estándares de Divulgación ASG para Productos de Inversión y cómo se beneficiarán. Ayudará a los inversores a identificar y comunicar las necesidades ASG, identificar los productos que cumplirán con esos criterios ASG, comprender y comparar mejor entre productos con características ASG y dar seguridad de que las divulgaciones facilitadas son una justa representación del producto, siempre que el producto se haya sometido a un examen independiente por parte de un tercero.

Los gestores también se beneficiarán. Deben informar sobre las características de los productos ASG, podrán comercializar fácilmente productos en diferentes mercados, ahorrarán tiempo y esfuerzo respondiendo a cuestionarios y solicitudes de diligencia debida, y demostrarán un compromiso con las mejores prácticas éticas. Además, beneficiará a los consultores y asesores, ya que deben analizar las necesidades y las características ASG con los clientes. Tendrán una mayor seguridad de que sus recomendaciones se ajustan mejor a la política de inversión del cliente. Y podrá identificar y comparar productos que se originan en diferentes regiones geográficas, ahorrando tiempo y esfuerzo en búsquedas. El Documento de Consulta de CFA Institute define las características ASG como componentes de productos de inversión que se pueden combinar de diferentes formas para satisfacer las necesidades de los inversores. Y propone definiciones para seis características ASG, que enumeramos brevemente. Se espera que estas características sirvan como columna vertebral de la Norma, ya que son un mecanismo para conectar las necesidades de los inversores y los requisitos de divulgación.



■
El estándar de CFA Institute no se centra en la información que divulgan las empresas y emisores, sino las gestoras
 ■

1. Integración ASG: Considera explícitamente los factores relacionados con ASG que son importantes para el riesgo y el retorno de la inversión, junto con los factores financieros tradicionales, al tomar decisiones de inversión.

2. Exclusiones: Excluye valores, emisores o empresas en función de ciertas actividades, prácticas comerciales o segmentos comerciales relacionados con ASG.

3. Best-in-Class: Tiene como objetivo invertir en empresas y emisores que cumplan mejor que sus pares en una o más métricas relacionadas con criterios ASG.

4. Enfoque temático: Invertir en sectores, industrias o empresas que se espera se beneficien de las tendencias relacionadas con ASG a largo plazo.

5. Objetivo de impacto: Busca generar un impacto social o ambiental positivo y medible junto con un retorno financiero.

6. Voto delegado, compromiso y supervisión: Utiliza los derechos y la posición de propiedad para influir en las actividades o comportamientos de los emisores o empresas.

Los Estándares de Divulgación ASG para Productos de Inversión se sumarán a la actual oferta de estándares globales de CFA Institute, incluidos los Global Investment Performance Standards (GIPS®) y el Asset Manager Code™.

La gran demanda de fondos pasivos sostenibles procederá de EEUU

Europa domina por ahora el mercado de los indexados 'responsables', pero gigantes estadounidenses como BlackRock ya han puesto el foco en la inversión ASG

María Domínguez. Fotos: iStock

En 2020, los índices bursátiles sostenibles batieron a los tradicionales, especialmente en Europa. Mientras el MSCI Europe se deja en torno a un 19% en el año (con datos a 29 de octubre), su versión *verde*, el MSCI Europe ESG Leaders Index, también cae pero mucho menos, cerca de un 11%. También lo hacen mejor, aunque con diferen-



Inversión a fondo

elEconomista.es

Los fondos activos frente a los índices en el año

Rentabilidad en 2020(%)*



Los mejores fondos sostenibles* en 2020...

NOMBRE DEL FONDO	RATING MORNINGSTAR	TAMAÑO DEL FONDO (MILL. €)	COMISIÓN MÁX. DE GESTIÓN (%)	RENTAB. ANUALIZADA A 5 AÑOS (%)	RENTABILIDAD EN 2020 (%)
Quaero Cap. Accessible Clean Energy A-EUR	★★★★★	84,2	1,50	-	58,4
Schroder ISF Global Energy Transition B Acc. EUR H.	★★★★★	203,2	1,50	-	45,8
MS INV F Global Opportunity AH EUR	★★★★★	15.181,8	1,60	20,0	41,8
AB International Technology C Acc	★★★★★	797,7	2,45	23,6	39,4
Guinness Sustainable Energy C EUR Acc	★★★★★	162,1	1,50	8,4	38,7

...Y los mejores fondos sostenibles* a 5 años

NOMBRE DEL FONDO	RATING MORNINGSTAR	TAMAÑO DEL FONDO (MILL. €)	COMISIÓN MÁX. DE GESTIÓN (%)	RENTABILIDAD EN 2020 (%)	RENTAB. ANUALIZADA A 5 AÑOS (%)
AB Sustainable Global Thematic CX Acc	★★★★★	1.050,1	2,15	21,7	80,1
AB International Health Care C Acc	★★★★★	1.212,4	2,25	7,5	59,5
AB International Technology C Acc	★★★★★	797,7	2,45	39,4	23,6
MS INV F Global Opportunity AH EUR	★★★★★	15.181,8	1,60	41,8	20,0
Artisan Global Opportunities I EUR Acc	★★★★★	1.159,3	0,90	26,3	17,2

(*) Fondos disponibles para su venta en España, en euros, con rating de sostenibilidad de Morningstar superior a la media.

Fuente: Morningstar y Bloomberg. Nota: Datos a 16 de octubre.

elEconomista

cias mucho más tenues, las versiones *responsables* del MSCI World y del S&P 500. A éstos y a otros índices sostenibles están referenciados varios centenares de fondos que este año han atraído al inversor como nunca lo habían hecho.

El Viejo Continente domina, al menos por ahora, el mercado de la inversión pasiva ASG (la que aplica criterios ambientales, sociales y de buen gobierno). Más de la mitad de los fondos sostenibles gestionados de forma pasiva están domiciliados en la región, según el informe *Passive Sustainable Funds: The Global Landscape 2020*, elaborado por Morningstar. ¿Qué países generan actualmente la mayor demanda de productos sostenibles pasivos? Según Kenneth Lamont, analista *senior* de fondos pasivos de Morningstar, "es difícil saber exactamente de dónde vienen los flujos, porque los fondos están domiciliados en Irlanda y Luxemburgo", y desde allí reciben dinero de toda Europa. Hay, eso sí lo aclara, "mucho dinero institucional procedente de Francia y del norte de Europa: los países nórdicos y Holanda son grandes inversores institucionales en ASG".

Estados Unidos, por su parte, ha sido durante años más reacio a entrar en el campo de la inversión res-

ponsable, pero eso está cambiando: gigantes de la gestión pasiva como BlackRock ya han colocado públicamente la sostenibilidad como un objetivo clave. La cuota de EEUU en los fondos pasivos sostenibles ha aumentado del 13% al 20% en los últimos tres años. Los activos bajo gestión en este tipo de estrategias se han multiplicado por 2,3 veces en Europa en tres años, un dato llamativo, pero en EEUU se han cuadruplicado. Y el mercado estadounidense seguirá creciendo, según los expertos. En opinión de Kenneth Lamont, "probablemente, a futuro, la mayor parte de la demanda de ETF sostenibles venga de Estados Unidos, que es el mayor mercado global de fondos cotizados".

En manos activas

Pese al crecimiento que está experimentando el universo de fondos pasivos ASG, lo cierto es que la sostenibilidad sigue estando fundamentalmente en manos de gestores activos. A nivel mundial, los fondos sostenibles pasivos representan solo el 12% del universo de fondos sostenibles (en los productos tradicionales, el porcentaje es del 24%). Según Sara Silano, editora jefe de Morningstar Italia y especialista en inversiones ASG, esto implica un gran potencial de crecimiento para estos productos.

Amundi: "La clave es detectar a los líderes ASG del futuro"

El enfoque creciente hacia la inversión sostenible en las carteras implica el riesgo potencial de generar una burbuja en los activos ASG, según advierten los expertos de Amundi en su informe *Buscando las joyas ASG escondidas*. Una forma de mitigar ese riesgo sería, según los expertos de esta firma, invertir en aquellas compañías que aún no son líderes en materias ASG, pero que sí pueden ser los del mañana. "La implementación de las tendencias ASG tiende a encuadrarse en una dinámica lenta", lo que hace posible que los inversores extraigan valor de compañías que han emprendido ese largo camino.

Estos expertos aluden a lo que denominan los *ESG improvers*, es decir, a las compañías que están mejorando en las cuestiones ambientales sociales y de gobernanza, que también deben identificarse y tener presencia en las carteras, a la espera de que sus valoraciones se ajusten al alza. "Desde nuestra perspectiva, identificar a las compañías en un estadio temprano de la transición de su calificación ASG será una fuente de valor para los inversores". La cartera óptima, añaden, debería contar con la presencia de esas *joyas futuras* y la de aquellas compañías que ya son actualmente líderes en sostenibilidad.

Inversión a fondo

elEcono



En España, el porcentaje es aún menor: de los 553 fondos sostenibles a la venta en este país, en euros, solo un 5,4% (unos 30 productos) son considerados como indexados por Morningstar. Por otro lado, si echamos un vistazo a las rentabilidades, esos 30 indexados se dejan, de media, un 0,5% en 2020, mientras que el 94,6% restante de productos—los *no indexados*— sube, de media, un 2,4% (con datos de Morningstar hasta el 16 de octubre).

Esas pérdidas en los fondos pegados a índices resultan difíciles de entender si se tiene en cuenta que los principales selectivos ASG suben un 3,6% (en el caso del MSCI World ESG Leaders Index) y un 3,1% (el Dow Jones Sustainability World Composite Index) en ese mismo periodo. Sí que cae, como se señaló al inicio de este reportaje, el MSCI Europe ESG Leaders, que cae un 4% (ver gráfico en página anterior).

La gran ventaja de la gestión pasiva está clara: su coste. Lo resume Alex Bryan, director de estrategias pasivas en Morningstar Research: “Las comisiones son uno de los mejores indicadores de rentabilidad. Cuanto menos pagas, mejor retorno obtienes”, sintetiza. Pero también destaca los puntos débiles de la gestión pasiva. “Hay más de 500 indexados sostenibles a nivel global”, explica, lo que hace difícil elegir en este universo. Bryan también pone de relieve la falta de estandarización para los datos ASG: “No es fácil comparar *manzanas con manzanas* cuando hablamos de ASG; diferentes proveedores de *rating* de sostenibilidad a menudo llegan a conclusiones distintas en relación con una misma compañía, porque ponderan de forma distinta cada criterio”, explica. Mientras que los gestores activos son mucho más “flexibles” para adaptarse a las circunstancias, y pueden adoptar un fuerte *engagement* (compromiso) para llevar a las compañías hacia la dirección correcta”, añade.

En ese otro lado, el de la gestión activa, se encuentran firmas como, por ejemplo, Candriam o Amundi, y *boutiques* como La Financière de l'Échiquier (firma francesa de *stock picking* o selección de valores, la antítesis de la gestión pasiva).

Desde Candriam, David Czupryna, responsable de Desarrollo ASG, explicaba, en una entrevista a *e/Economista* a finales de 2019, que los índices sostenibles “son necesarios porque orientan a los inversores, pero la gestión activa va más allá”. Un índice,

Solo el 12% de los fondos sostenibles a nivel mundial son pasivos. En España, solo el 5%

señalaba, “se elabora con datos cuantitativos; unos se fijan en un solo factor, como puede ser el nivel de emisiones, mientras que otros combinan un centenar de datos. Pero no pueden medir, por ejemplo, el grado de compromiso de una empresa. La ASG es mucho más que cifras”, resumía. Por su parte, Mathias Blandin, responsable para Iberia de LFDE, afirma que “la inversión responsable no tiene una sola forma de ser. Muchas gestoras están desarrollando su propia filosofía al gestionar la ISR y obteniendo buenos resultados con ello; esa es una de las principales ventajas de la gestión activa”.

Partes del
cuerpo
imprimibles.

¿En serio?

En serio.

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

www.fondosfidelity.es/megatendencias



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DDI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente (FIL Luxembourg) S.A. 25, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1043



Masja Zandbergen

Directora de Integración de Criterios ASG en Robeco

Anouk in 't Veld

Especialista en Compromiso y Propiedad Activa de Robeco

MOSTRANDO EL CAMINO DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE (4/9)

El sector de la salud precisa de una ética intachable para combatir el abuso de opioides

El sector de la salud suele considerarse una buena opción de inversión, tanto por sus resultados financieros como de impacto. Sin embargo, debe enfrentar problemas importantes como el significativo uso y abuso de opioides.

Si bien el opio y sus derivados se utilizan desde hace siglos, los recientes avances en medicina paliativa han tenido, como efecto colateral, una crisis sanitaria de gran impacto social y económico. El lanzamiento de nuevos fármacos opioides ha dado lugar a su uso excesivo, ocasionando más de 200.000 fallecimientos por sobredosis en un período de ocho años solo en Estados Unidos. Este hecho ha generado desconfianza hacia la industria farmacéutica, y la necesidad de replantearnos el papel de los organismos de salud pública para evitar tragedias de este tipo.

El impacto de la crisis de los opioides

Aunque el propósito de la industria médica es mejorar la salud de los pacientes, en la práctica, a veces sucede lo contrario. El uso indebido de opioides —medicamentos concebidos para que la vida de personas muy enfermas sea más llevadera— ha provocado un gran número de muertes y elevados costes económicos.

En 2017, había 53,4 millones de consumidores de opioides en todo el mundo, el 80% en Estados Unidos. Se calcula que más de dos millones sufren trastornos por su abuso. La crisis de los opioides en Estados Unidos costó 696.000 millones de dólares en 2018 —el 3,4% del PIB—, y más de 2,5 billones de dólares entre 2015 y 2018 [1]. Estas cifras incluyen el valor de la pérdida de vidas y el aumento del gasto en atención sanitaria y tratamientos, así como el coste de los procesos penales y la reducción de la productividad asociados a este fenómeno.

La epidemia de opioides se ha convertido en un obstáculo para alcanzar el Objetivo de Desarrollo Sostenible nº 3 (salud y bienestar), y en particular su meta 3.5, relativa a la prevención y el tratamiento del abuso de sustancias adictivas y el uso indebido de estupefacientes. Debido a prácticas de comercialización irregulares y cuestiones de ética empresarial, muchas farmacéuticas no cumplen con el Pacto Mun-



dial, ni con las Directrices de la OCDE. Para los inversores, la crisis de los opioides ha originado volatilidad por el aumento de la incertidumbre y las probabilidades de que las farmacéuticas tengan que pagar importantes sumas para liquidar los procedimientos legales incoados por miles de demandantes.

En los dos últimos siglos, el opio y sus derivados han ganado popularidad en el mundo occidental y se utilizan en cantidades cada vez más concentradas, tanto legal como ilegalmente. Hoy los opioides se recetan para reducir el dolor grave y crónico, como el de los pacientes con cáncer. Los ejemplos más comunes de opioides sujetos a receta son, entre otros, morfina, oxicodona e hidrocodona. Éstos se conocen como fármacos de la *Lista III*, que las autoridades sanitarias catalogan su potencial de dependencia física y psicológica como moderado. El tratamiento con analgésicos opioides durante un periodo de tiempo breve se considera seguro, pero los pacientes que los consumen durante periodos prolongados pueden sufrir efectos secundarios adversos. Entre 2013 y 2016, las muertes por opioides relacionadas con el fentanilo aumentaron alrededor de un 113% anual en EEUU [2].

Los inversores se han mostrado lentos a la hora de pedir que las farmacéuticas rindan cuentas sobre las prácticas de comercialización indebidas. La organización

Investors for Opioid Accountability no se creó hasta 2017, una vez que las controversias atrajeron la atención de los proveedores de datos, y esta información se puso a disposición de los inversores. Por nuestra parte, abogamos por un enfoque más holístico. En primer lugar, los gobiernos son claves en la aprobación y regulación de la distribución de medicamentos. Por ello, son propensos a verse influenciados por los grupos de presión y las organizaciones de pacientes con dolor crónico.



■
“Aunque el propósito de la industria médica es mejorar la salud de los pacientes, en la práctica, a veces sucede lo contrario”
 ■

En segundo lugar, los médicos de cabecera son esenciales en la prescripción de opioides. Las investigaciones muestran que los médicos que completaron su formación en una facultad de Medicina de primer nivel recetan anualmente una cantidad significativamente menor de opioides que los facultativos de universidades de menor rango, lo que pone de manifiesto la importancia de la formación continua [3]. Por último, debemos tener en cuenta que el sistema de salud de cada país es diferente: los precios, la regulación y las consideraciones culturales son factores decisivos que pueden influir en la gravedad de esta epidemia.

¿Hay luz al final del túnel?

Cabría preguntarse si sabemos lo suficiente sobre el coste real de la medicina. Es importante que las empresas apoyen iniciativas de responsabilidad que garanticen que los inversores puedan tomar decisiones bien fundamentadas. La ética empresarial es un problema en el sector de la salud. Ahora somos conscientes de que la crisis de los opioides ha dado lugar a una situación con vertientes desafortunadas. Un enfoque holístico permitiría realizar una evaluación detallada de los riesgos financieros, el impacto sobre los fundamentales y el valor relativo de los opioides para la sociedad.

La integración de criterios ASG en nuestro proceso para la toma de decisiones de inversión nos permite evaluar a las empresas del sector salud de acuerdo con su evolución en términos de ética empresarial, gobernanza e innovación. Las empresas con una ética y unas prácticas de gobierno sólidas, así como las que invierten en I+D, se ven recompensadas con valoraciones más elevadas.

Por último, necesitamos tener la certeza de que el ecosistema de la atención sanitaria tiene el genuino compromiso de actuar conforme a los mejores intereses de los pacientes y la sociedad.

[1] Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca (CEA), 2019.

[2] Centros para el Control y la Prevención de Enfermedades (CDC), 2019.

[3] Schnell y Currie (2018).



Sebastián Albella, presidente de la CNMV, en la apertura del acto de entrega de premios.

Entregados los galardones de los 'VI Premios Inversión a Fondo'

El pasado 27 de octubre, el madrileño Hotel Westin Palace acogió la gala de los 'Premios Inversión a Fondo', en la que 'elEconomista' reconoció a las mejores ideas de inversión y a los mejores productos de 2019. En total, se entregaron 22 premios en un certamen marcado por las medidas de seguridad.

Inversión a Fondo. Fotos: Alberto Martín y Nacho Martín

Las medidas de seguridad marcaron la que hasta ahora ha sido la más particular edición de los Premios Inversión a Fondo. Con este certamen -organizado con el apoyo de Abanca, Bankia, Caser Asesores Financieros, IG y Finanbest- elEconomista reconoce a los mejores productos e ideas de inversión del año (en este caso, los de 2019). El evento, que abrió Sebastián Albella, presidente de la CNMV, repartió estos 22 galardones:

Los mejores Fondos

Man GLG Iberian Opportunities recibió el premio al Mejor fondo de gestión activa de renta variable nacional. Por su parte, ERSTE WWF Stock Environment se hizo con el galardón al Mejor fondo de gestión activa de RV internacional. El premio al Mejor fondo de renta variable española recayó sobre Fidelity Iberia, y Trea Cajamar RF se alzó con el galardón al Mejor fondo de renta fija euro en España.

Inversión a fondo

elEconomista.es



Las 22 'campanas' que fueron entregadas el pasado 27 de octubre.

Los mejores Planes y sicavs

El reconocimiento al Mejor plan de pensiones de RV fue para *Naranja SP 500*. Por su parte, *Kutxabank Renta Fija PP* fue el Mejor plan de pensiones de RF. El premio al Mejor plan de empleo recayó en el de Nestlé, gestionado por VidaCaixa, y *Hercasol SICAV* fue reconocida como la Sicav más rentable.

Los mejores valores

Almirall fue el Valor que más mejoró su recomendación en 2019, mientras que Siemens Gamesa fue la compañía que más incrementó el seguimiento de los analistas. Iberdrola se hizo con la *campana* a la Emisión de deuda de menos de 5 años con el coste más bajo, mientras que Cellnex recibió el premio a la emisión de deuda a partir de 5 años más barata.

Grupo Sanjose recibió el galardón al Valor que más incrementó su negociación, y Lar España fue reconocida como el Dividendo más rentable *no Ibex*; en el Ibex, el dividendo premiado fue el de Endesa. El Mejor estreno en bolsa en 2019 se lo llevó Grenergy.

Estrategias de 'elEconomista'

Dentro de las estrategias e índices creados por *eEconomista*, el premio al Mejor Valor del Top 10 por fundamentales de Ecotrader fue para Airbus, que también fue el Mejor valor del índice global Eco30. Cellnex Telecom fue el Mejor Valor del índice español Eco10, mientras que Ferrovial recogió el galardón al Mejor Valor de *elMonitor*. CM Capital Markets resultó la Mejor Cartera de Consenso Eco10.

Por su parte, el Premio especial de *eEconomista* a la creación de Valor recayó sobre Viscofan.



Un instante de la intervención del presidente de la CNMV.



La periodista de 'elEconomista' Laura de la Quintana presentó el evento.

Inversión a fondo

elEconomista.es



Filipe Bergaña, gestor del 'Man GLG Iberian Opps'.



Jacobo Marín, Institut. Sales de Selinca.



Joaquín Gómez, director de Mercados de 'elEconomista'.



S. Velasco, resp. Spain & Portugal de Fidelity Inter.



Ascensión Gómez, gestora de Trea Cajamar.



Gloria Siso (ING) e I. Glez-Enciso (Renta 4).



Eduardo Ruiz de Gordejuela (Kutxabank).



Carlos Quero (VidaCaixa).



Fernando Vega, socio dir. de EDM de Hercasol.



Mike McClecan, CFO de Almirall.



Santiago de Juan (Siemens Gamesa).



Bosco López-Aranguren (Iberdrola).



Isard Serra (Cellnex Telecom).



José Luis González, c. delegado de G. Sanjose.



José Luis del Valle, presid. de Lar España.



Mar Martínez Carrasco, ditora. de RRII de Endesa.



Daniel Lozano Herrera, dtor. de RRII de Grenergy.



Javier Díez Huélamo (vpdte. Airbus Finanzas).



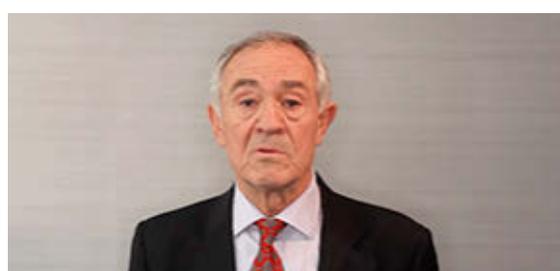
Javier Martínez-Pardo, dtor. financ. de Ferrovial.



Jorge Lage (CM Capital Markets Bolsa).



Juan José Gaitán, dtor. de RRII en Cellnex.



José Domingo de Ampuero y Osma, presidente de Viscofan, agradeció el Premio A la Creación de Valor.

MEJOR GESTORA ASSET ALLOCATION
MEJOR GESTORA NACIONAL **2019**
Expansión  allfunds



■ Confía en
■ un gran equipo
que juega
para ganar.

Bankia Asset Management, Mejor Gestora Nacional 2019.
Bankia Asset Management, Mejor Gestora de Asset Allocation 2019.

Bankia Asset Management te ofrece muy buenas soluciones de inversión.
Invierte con un gran equipo capaz de llevar tus ahorros a lo más alto.

Bankia / ASSET
MANAGEMENT

Inversión a fondo

elEconomista.es

El lento camino de la recuperación del 'value'

Las empresas de crecimiento han dominado la evolución de los mercados, pero la estrategia de valor comienza a abrirse un hueco en las carteras de los inversores

Ángel Alonso. Fotos: iStock

Comprar acciones de una compañía a un precio inferior a lo que considera un inversor que es su valor intrínseco con un margen de seguridad. Esta es la esencia del *value investing*, una estrategia que ha ganado muchos adeptos en España en los últimos años, gracias a los buenos resultados cosechados en el pasado por gestores como Francisco García Paramés y la aparición de nuevas firmas que siguen esta filosofía, como azValor, Magallanes Value Investors, True Value, Valentum, Horos AM... Han proliferado los cursos para aprender los entresijos de esta forma de invertir y existen incluso fondos de fondos que invierten en los principales productos de gestores de prestigio con esta forma de entender las inversiones. El único inconveniente es que los últimos doce años han estado dominados por su eterno rival, el *growth*, que ha ido fagocitando toda la rentabilidad de los mercados al calor de unos tipos de interés ultrabajos y el desarrollo de lo que muchos autores ya denominan la Cuarta Revolución Industrial, es decir, el auge de las compañías que han propiciado la digitalización de la sociedad. Esto se ha traducido en que el MSCI World Growth le saque al MSCI World Value 125 puntos de diferencia de revalorización, gracias al crecimiento de firmas como Google, Facebook, Amazon o Netflix, entre las más cono-

cidas. Aunque los gestores *value* piden paciencia para que la reversión que un cambio de ciclo debería propiciar muestre el potencial de este tipo de compañías, más cíclicas, hay inversores que ya empiezan a mostrar su inquietud por la persistencia de malos resultados de rentabilidad en esta clase de fondos, en un entorno en el que la gestión pasiva ha abierto una enorme competencia en las comisiones y en el que el reinado de las compañías tecnológicas, las reinas del *growth*, parece difícil de derribar.

“Nosotros tratamos de huir de etiquetas porque, en realidad, la esencia de la inversión es comprar algo por menos de lo que vale, independientemente del perfil de crecimiento que pueda tener el negocio. Sí es cierto que el mercado está favoreciendo, por la incertidumbre actual o por el escaso atractivo de la renta fija, a aquellas compañías de mayor tamaño y con estabilidad en sus beneficios o favorecidas por la dinámica actual de las economías, en detrimento de compañías de menor tamaño y con negocios de carácter más cíclico, encareciendo más y más a las primeras y abaratando a las segundas desde hace tiempo. Pero tenemos claro que la valoración, a largo plazo, es el principal determinante de la rentabilidad que podemos esperar como inversores. Además, en momentos como los actuales, pueden aparecer catalizadores que destapen ese valor, como programas más agresivos de recompras de acciones o movimientos corporativos, como la opa recientemente lanzada por la familia Azevedo sobre Sonae Capital”, explica Javier Ruiz, director de inversiones de Horos Asset Management.

Desde Hamco, firma que asesora el fondo 'Hamco Global Value Fund', subrayan que lo importante es la diferencia entre lo que pagas, el precio, y lo que recibes, el valor. “Actualmente, muchos inversores están comprando empresas que simplemente están subiendo, sin pensar cuánto están pagando por lo que reciben y eso creemos que es un error. Además, la línea entre el *value* y el *growth* no está clara



Inversión a fondo

elEconomista.es

en muchas ocasiones. El sector telecomunicaciones en África, el inmobiliario en países emergentes, el sector financiero en países en crecimiento o casinos y hoteles en Sudáfrica ¿son inversiones *growth* o son inversiones *value*? Estos ejemplos son cuatro áreas donde nuestro fondo está invirtiendo", señala John Tidd Kimball, asesor del fondo.

Precisamente el sector financiero ha sido uno de los más castigados en Europa por las inyecciones masivas de liquidez de los bancos centrales desde la crisis financiera, y uno en el que muchos gestores habían apostado por que mostrara un mejor comportamiento. Pero las consecuencias de la pandemia han terminado por relegar su recuperación, ante la persistencia de los tipos bajos durante mucho más tiempo, al igual que ha ocurrido con el de otros sectores cíclicos como el automovilístico, el turismo o el sector inmobiliario, que también se han visto afectados por el Covid 19.

"El entorno de tipos bajos puede aparentemente afectar al comportamiento de las compañías 'value', pero no debemos olvidar que los tipos están bajos porque el crecimiento esperado también es bajo. Las empresas *value* lo que tienen que hacer es seguir generando valor a la economía y los ciudadanos como han venido haciendo en el pasado", asegura Borja Aguiar, responsable de ventas de Amiral Gestión. "Nosotros entendemos el concepto valor como un proceso de inversión y no tanto como un tipo de compañía o una clase de activo. El objetivo en nuestro análisis es identificar buenos negocios, con balances sólidos, buenos equipos directivos y que nos ofrezcan un margen de seguridad a la hora de invertir. Pero esto no implica centrarse en un sector o un tipo de compañía concreta. Podemos encontrar valor en cualquier sitio, incluso en compañías que presenten altos crecimientos, pero a precios razonables. En Amiral nos estamos enfocando en compañías que cuentan con una posición de liderazgo en un nicho de mercado, que no se van a ver afectadas por una disrupción tecnológica en el corto

Una evolución desigual para el 'value' y el 'growth'

En puntos



Fuente: Bloomberg.

elEconomista

plazo, con lo que lo único que tienen que hacer es mantener el rumbo, seguir captando cuota de mercado y esperar hasta que los inversores vuelvan a fijarse en ellas, que lo harán", subraya.

Justamente en el debate sobre si es mejor apuntarse al carro de las compañías de crecimiento o mantener la fe en las firmas de valor se ha abierto esta tercera vía que trata de no identificar la etiqueta de *value* con renegar de las empresas que crecen. En la última conferencia anual de inversores de Bestinver, Jorge Fuentes, el nuevo gestor de renta variable que acompaña a Tomás Pintó como responsable de la cartera internacional, explicaba que el crecimiento es un



Inversión a fondo

elEconomista.es



atributo valioso a la hora de analizar las empresas. “Nosotros no somos dogmáticos. No tenemos ningún problema en comprar la acción de una compañía cuyo crecimiento es robusto, siempre que esté barata. No exigimos las mismas condiciones, pero tratamos de pagar un precio inferior al valor real de sus negocios. Y esto es lo que define el estilo valor”, apuntaba en su intervención.

Punto de inflexión

Las altas valoraciones que han alcanzado las compañías tecnológicas y cierta rotación de los inversores hacia compañías más cíclicas podrían representar un punto de inflexión. “La pandemia ha ayudado a encarecer el perfil de compañías con beneficios estables o con dinámicas que se ven favorecidas, como el comercio electrónico. No sabemos cuándo puede revertirse la situación. La narrativa es favorable para estas compañías, pero las valoraciones ya no. No podemos olvidar que compañías sin ese perfil de crecimiento, como puede ser Procter&Gamble, también cotizan hoy a niveles de valoración muy exigentes. Pero sí encontramos cierto componente especulativo en el comportamiento de algunas compañías tecnológicas. Empresas de enorme calidad como Microsoft cotizan a valoraciones no vistas en dos décadas. Y en agosto pudimos ver cómo el simple hecho de anunciar un *split* de acciones, hizo que la cotización de Tesla subiera un 85% en dos semanas o la de Apple cerca de un 50% en menos de un mes. No vamos a utilizar la etiqueta de burbuja para describir el entorno

actual, pero que empiezan a olvidarse los fundamentales es un hecho”, advierte Javier Ruiz.

“Parece que hay una burbuja en algunas empresas. Es cierto que podrían seguir subiendo, pero la reacción de los inversores a los resultados del tercer trimestre no está siendo buena y existen tres factores adversos en el horizonte: el retorno de las leyes *anti-trust* en Estados Unidos y otros países, una subida de impuestos a las empresas en EEUU y nuevos



Un cambio de entorno para las tecnológicas podría impulsar un mejor escenario para el ‘value’

impuestos digitales. Así que es probable que haya una rotación de lo que ha estado más de moda en los últimos años a aquello que ha quedado olvidado y está más infravalorado”, concluye John Tidd Kimball.

En un reciente informe de la gestora Amundi, Marco Pironcini, director de renta variable de Estados Unidos, y Alec Murray, gestor de carteras de renta variable, apuntaban también esta tesis. “La inflación, que ha estado latente durante años, puede aumentar como resultado de las medidas de estímulo. E históricamente, el ‘value’ se ha comportado mejor que el ‘growth’ durante los períodos inflacionistas”, aseguraban.

Creemos
con nuevas
oportunidades
de inversión



SOLUCIONES PARA NUESTROS CLIENTES

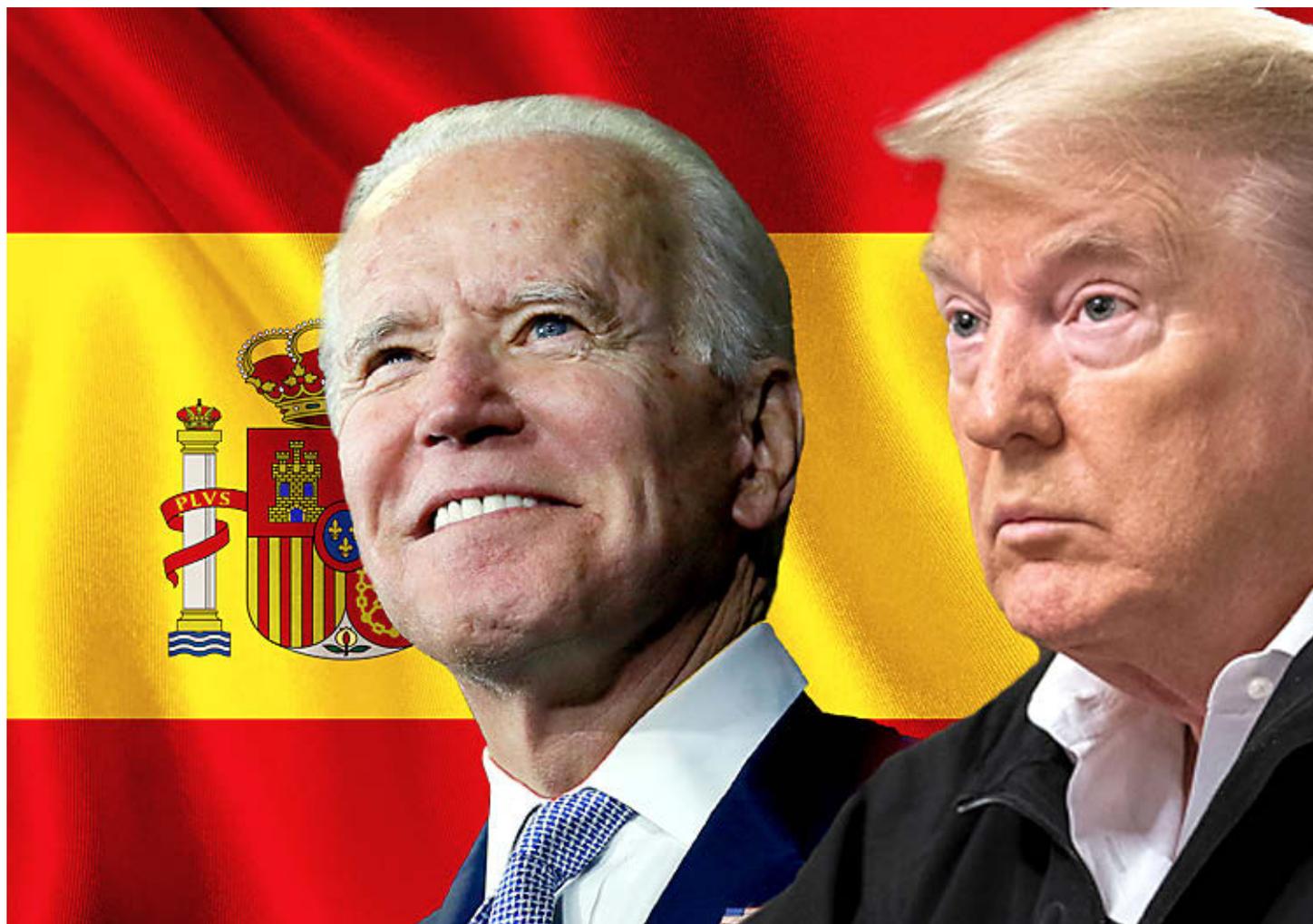
Productos exclusivos e innovadores:
Coinversión, Gestión de carteras y
nuevos fondos de impacto que invierten
en megatendencias que liderarán el futuro
como la sostenibilidad, las nuevas tecnologías
o la salud.

[crecerjuntos.com](https://www.crecerjuntos.com)

900 227 227

**Bienvenido a la nueva forma
de hacer banca, desde 1926.**

 **BancaMarch**
CRECER JUNTOS



Los dos candidatos a presidir Estados Unidos, Joe Biden y Donald Trump.

Con el foco en el 3-N: la mitad del Ibex se juega el 20% de sus ingresos en EEUU

La expectativa de una victoria demócrata trae esperanzas a firmas de renovables como Iberdrola, Siemens Gamesa, o farmacéuticas como Grifols, y aligera la presión sobre Meliá, Acerinox o CIE

C. Cándido/ D. Yebra/ L. de la Quintana / V. B. Moro. Foto: eE

Con la lección aprendida tras la derrota de Hillary Clinton en las elecciones de 2016, la ventaja de 8 puntos que reflejan los sondeos para el candidato demócrata no impide plantear un escenario en el que el actual presidente, Donald Trump, consiga revalidar su mandato en los comicios presidenciales del 3 de noviembre de EEUU. "La victoria de Biden probablemente sea positiva para las cotizadas europeas, ya que existe la opinión de

que sería más multilateralista que Trump y, por tanto, las relaciones entre los EEUU y Europa mejorarían en el futuro", reconoce Esty Dwek, estratega de Natixis IM. La expectativa del triunfo demócrata trae esperanzas para las firmas del Viejo Continente y en concreto, para 18 de los 35 componentes del Ibex 35, para quienes el mercado americano supone, de media, el 20% de sus ingresos. Es el caso de Grifols, ACS, Ferrovial, CIE Automotive o Siemens

Gamesa, para la que el gigante americano es su primer mercado por geografías (ver gráfico).

Ganadores...

La política energética estadounidense puede dar un giro radical hacia las renovables si el vencedor en las urnas es Biden. El candidato demócrata ha prometido un replanteamiento estratégico que vuelva a situar a la primera potencia mundial dentro del Acuerdo de París y asegura en su programa que prevé realizar una inversión federal de 1.700 millones de dólares en la próxima década, que, sumando las inversiones adicionales (estatales, locales y del sector privado), alcanzarán los 5.000 millones.

Iberdrola acaba de dar un nuevo salto en el país con la adquisición de PNM, uno de los grandes grupos eléctricos de Nuevo México y Texas en la mayor operación de los últimos 12 años. La combinación de su filial Avangrid y PNM Resources dará lugar a una empresa con activos de más de 33.700 millones de euros, fuerte presencia en los estados de Nueva York, Connecticut, Maine, Massachusetts, Nuevo México y Texas, y con un beneficio de 850 millones de dólares (717 millones de euros). Su ebitda aumentará cerca de 500 millones, y más de 120 millones el beneficio neto. El ebitda que procede de EEUU pasará del 17% actual al 20% en 2021.

Iberdrola acaba de dar un nuevo salto en EEUU con la adquisición de PNM Resources

Para Siemens Gamesa, una futurible victoria demócrata aportaría el sesgo verde que ya tiene el fondo de reconstrucción de la UE a la política de inversiones energéticas estadounidense. Los expertos sitúan a la firma entre los ganadores del sector de los fabricantes de aerogeneradores, junto a Vestas o General Electric. Las proyecciones apuntan a un crecimiento interanual de cerca del 20% hasta 2025 para los parques de molinos *offshore* (en el mar), segmento que lideran las turbinas de Siemens Gamesa, por lo que "será la mayor beneficiada", según JP Morgan. También resultaría favorecida Grifols en el caso de que un Gobierno demócrata decidiera recuperar el plan de sanidad implantado por Obama. Algo que por el momento no está sobre la mesa, pero que haría que las farmacéuticas tuvieran una mayor demanda de sus productos. En el sector turístico, Meliá cogería algo de aire sin la presión de Trump sobre sus hoteles de Cuba.

En cuanto al sector de infraestructuras, Ferrovial parece tener negocio asegurado en EEUU para décadas, ya que las concesiones que tiene allí son a largo plazo, por lo que el resultado de estas elecciones no parece ser crucial. "Creemos que va a haber oportu-

Las más expuestas al mercado estadounidense

COMPañIA	EXPOSICIÓN A EEUU POR INGRESOS (%)*	IMPORTANCIA DE EEUU EN SUS INGRESOS	VAR. BENEFICIOS 2019-2022 (%)	REC**
GRIFOLS Grifols	61,5	Primer mercado	44	C
ACS ACS	43,4	Primer mercado	-19	C
ferrovial Ferrovial	31,9	Primer mercado	-31	M
ArcelorMittal ArcelorMittal	21,6	Primer mercado	De pérdidas a ganancias	C
almirall Almirall	20	Segundo mercado	2	C
amadeus Amadeus	19,2	Primer mercado	-26	M
acciona Acciona	17,9	Segundo mercado	15	M
IAG IAG	17,2	Tercer mercado	-16	C
CIE Automotive CIE Automotive	17,0	Primer mercado	-4	C
Santander Banco Santander	14,9	Segundo mercado	-13	M
SIEMENS Gamesa Siemens Gamesa	14,8	Primer mercado	169	V
IBERDROLA Iberdrola	14,6	Tercer mercado	16	M
BBVA BBVA	13,1	Cuarto mercado	5	M
Viscofan Viscofan	12,5	Quinto mercado	24	V
MAPFRE Mapfre	12,3	Tercer mercado	17	M
indra Indra	10,8	Segundo mercado	20	C
Acerinox Acerinox	8,4	Segundo mercado	De pérdidas a ganancias	C
INDITEX Inditex	8,1	Tercer mercado	1	M

(**) Recomendación del consenso de mercado: Comprar Mantener Vender

Fuente: FactSet. (*) Datos de FactSet a cierre de 2019.

elEconomista

idades de inversión, independientemente de quién salga elegido, ya que los programas electorales contienen un importante plan de inversión en infraestructuras", señala Begoña Morenés, directora de relación con inversores de la compañía. Y ACS -más americana que española, si se atiende al porcentaje de su negocio que depende de EEUU- espera que el plan de infraestructuras que traiga uno u otro presidente suponga un empujón para la firma.

...Y perdedores

La victoria de Trump podría volver a acelerar las tensiones comerciales con China, presionando a valores como Acerinox. "Las firmas españolas que exportan a EEUU podrían verse penalizadas, como es el caso del sector de la alimentación (Viscofan), que de momento no están prestando mucha atención a las elecciones o el textil (Inditex)", afirma Sergio Ávila, analista de IG. La guerra arancelaria, esta vez contra Europa, tiene una lectura diferente para los fabricantes de coches como CIE Automotive. Trump mantiene su amenaza de elevar hasta el 25% los aranceles a los vehículos europeos. Se espera que Biden haga lo contrario y ayude a calmar las tensiones comerciales entre ambas regiones.

**Santiago Martínez Morando**

Responsable de Análisis Económico y Financiero de Ibercaja

Realidad y previsiones: Europa frente a EEUU

La pandemia ha afectado severamente tanto a Europa como a Estados Unidos, pero existen importantes diferencias entre ambas regiones. Desde un punto de vista sanitario, la tasa de mortalidad es mayor en EEUU que en la mayoría de los países europeos, en buena medida por la menor exigencia y duración de los confinamientos de primavera, pero, por esta misma razón, el desplome de la actividad fue más intenso en la Zona Euro (el PIB cayó un 14,7% interanual en el segundo trimestre) que en EEUU (-9,0%).

La mejora de la situación sanitaria y el levantamiento de las restricciones en Europa en verano permitió una rápida recuperación que nos ha llevado a presentar datos bastante similares a los de Estados Unidos e incluso algo mejores. En agosto, la producción industrial cedía un 7,7% interanual en EE.UU. y un 7,2% en la Zona Euro, y las ventas minoristas aumentaban un 2,6% y un 3,7% respectivamente.

Las políticas dirigidas al mercado laboral han sido muy distintas a ambos lados del Atlántico. En Europa se abogó por proteger la vinculación de los empleados con sus empresas mediante figuras como los ERTE (Expedientes de Regulación Temporal de Empleo), mientras que en Estados Unidos se optó por aplicar un generoso programa de cheques para sostener la renta de las familias sin tratar de impedir la destrucción de empleo. Esto llevó a un desplome sin precedentes de la ocupación, cercano al 15%. La intensa reactivación experimentada a lo largo de los últimos meses ha permitido que se recupere algo más de la mitad del empleo perdido y que la ocupación haya pasado a caer un 6,8% interanual en septiembre.

Si comparamos estas cifras con las de España, uno de los países de Europa con un comportamiento del mercado laboral más negativo, hay que señalar que la caída de la ocupación es más grave si consideramos que el número de afiliados a la seguridad social fue del -4,6%, y que se había reducido hasta el -2,3% en septiembre. Incluso si tomamos como desempleados a todos los trabajadores que todavía permanecen acogidos a un ERTE, la destrucción de empleo en España sería en septiembre del -6,7%.



Por lo tanto, las cifras de empleo, consumo y producción europeas no desmerecen a las norteamericanas, lo que choca con un sentimiento y unas expectativas mucho más benignas en Estados Unidos que en el Viejo Continente.

Hemos asistido a una revisión de las previsiones económicas por parte de los bancos centrales de ambas regiones y también por parte del Banco de España. Si la mejora es generalizada para 2020 (la caída no ha sido tan dura como se llegó a temer), el optimismo para 2021 y 2022 es mucho mayor en EEUU que en Europa, donde es particularmente negativo el sentimiento sobre España. Si tomamos el crecimiento acumulado de 2020 a 2022, en España, donde se partía de una peor expectativa, se ha revisado a la baja, hasta una caída del 2,1% en el PIB frente a una revisión al alza en los otros dos casos: a un -0,3% en la Zona Euro y un +3,2% en EE.UU. Con la tasa de paro en 2022 ha sucedido lo mismo: ha empeorado la previsión ya antes más negativa en España frente a la mejora en el resto de las áreas económicas. Algo similar se observa si atendemos a las proyecciones del FMI y de otras casas de análisis.

Entre los motivos que podrían justificar estas diferencias encontramos la llegada de la segunda ola de la pandemia a Europa, que está provocando nuevas restricciones a la actividad que podrían interrumpir la recuperación. Sin embargo, en EEUU también se está incrementando el número de casos, que había sido muy superior al europeo durante todo el verano, y algunas ciudades como Nueva York están restringiendo la movilidad.



■
Las previsiones para estos dos mercados podrían converger, bien porque mejoren en Europa, o empeoren en EEUU
 ■

La estructura productiva juega en contra de los países más dependientes del turismo, la restauración, el ocio y otros sectores afectados por las medidas de distanciamiento social, entre los que se encuentra España, pero no del conjunto de la Zona Euro si lo comparamos con EE.UU. Además, estas diferencias no serán tan relevantes cuando se controle la pandemia.

Si atendemos a los estímulos fiscales, estos han sido y van a ser más intensos en EEUU. Según las previsiones del FMI, el déficit público alcanzará este año el 18,7% del PIB y el 8,7% en 2021, mientras que se situará en el 10,1% y el 5,0% respectivamente en la Zona Euro. Aunque será clave la eficiencia de los estímulos, este parece uno de los principales factores que apoyan una recuperación más rápida de la economía norteamericana, si bien, a costa de provocar un fuerte incremento de la deuda pública, que alcanzaría el 134% del PIB en 2021 frente al 100% en la Zona Euro.

Los niveles de endeudamiento suponen una preocupación menor para los inversores en la actualidad, pero siguen constituyendo el principal riesgo para la estabilidad financiera mundial a largo plazo. A corto, seguirá siendo clave en su sostenibilidad la actuación de los bancos centrales y tanto el BCE como la Fed permanecen comprometidos con su política extremadamente laxa. A diferencia de lo sucedido durante la crisis del euro, la respuesta de la autoridad monetaria europea también ha sido inmediata y firme, y ha permitido mantener los tipos de interés en niveles muy bajos e incluso inferiores a los de EEUU, de forma que no hay grandes diferencias entre ambas regiones en lo referente al estímulo monetario.

En definitiva, hay factores que justifican unas previsiones económicas más favorables para Estados Unidos que para la Zona Euro, sobre todo la política fiscal y el potencial de crecimiento, pero ni los datos publicados en los últimos meses, ni la estructura productiva, ni la actividad de los bancos centrales, ni la evolución de la pandemia parecen explicar la gran diferencia de las expectativas. Por este motivo, podríamos asistir a cierta convergencia en las previsiones en los próximos meses. Que sea por una mejora de las europeas o por un empeoramiento de las norteamericanas dependerá en buena medida del último y más imprevisible de estos factores: la evolución de la pandemia.

En bonos ligados a la inflación, protege más EEUU que Europa

En 2020 la categoría más alcista en renta fija es la deuda ligada a la inflación y los expertos avisan del atractivo que sigue teniendo, pero aconsejan mirar a Estados Unidos

Víctor Blanco Moro. Fotos: iStock

La incertidumbre que hay en los mercados sigue siendo grande. La pandemia de coronavirus está contraatacando, con una segunda ola de contagios que está llevando a muchos inversores a buscar protección, tras la recuperación que se ha producido en las bolsas desde los mínimos que se tocaron en marzo. En este contexto, muchos expertos destacan el atractivo de la inversión en bonos ligados a la inflación, gracias a la subida que se está produciendo en las expectativas para la misma.

En lo que va de año estos bonos han vivido un *rally* que los ha llevado a mediados de octubre a conver-

tirse en la categoría de renta fija, entre las más destacables que recoge *Bloomberg*, que mejor se comporta en el año, con una subida del 8,65%, por encima del 8,29% que se consigue con la deuda pública estadounidense, la segunda categoría más alcista del ejercicio. Los retornos que están dejando los bonos ligados a la inflación, sin embargo, no están siendo homogéneos, y cambian en función de la región en la que se centren. Los bonos ligados a la inflación estadounidense se están comportando mejor que los que se centran en la europea.

El indicador de expectativas de inflación

El motivo es que, mientras los precios no terminan de repuntar en Europa, con el IPC en el terreno negativo en este momento, en el -0,3% durante el mes de septiembre, en Estados Unidos el mismo indicador está dando señales de más fortaleza. Muchos expertos avisan de que, a largo plazo, la liquidez masiva que han inyectado los bancos centrales terminará generando inflación, quizá más de la prevista.

Las expectativas de inflación a 10 años (el *swap* de inflación 5y5y, que indica cuánta inflación se descuenta para el lustro que empezará dentro de 5 años) han alcanzado el 2,2% en Estados Unidos, máximos desde marzo, mientras que, en Europa, si bien se ha producido una recuperación tras el peor momento del año, no están consiguiendo seguir el ritmo, y anticipan que la inflación no va a ser tan fuerte en el Viejo Continente como sí lo será en Estados Unidos.

En Europa las expectativas de inflación del mercado no siguen el ritmo de la estadounidense

Para Europa el indicador se mueve ahora en el 1,1% y en ningún momento ha llegado a tocar el 2%.

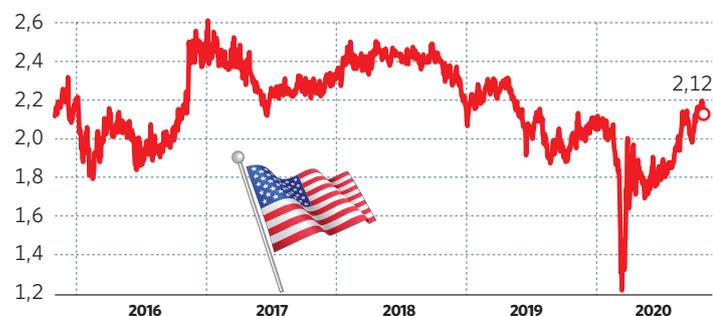
Los expertos creen que esta tendencia va a continuar en los próximos meses, y destacan el atractivo que presentan todavía los bonos ligados a la inflación estadounidense frente a la europea. "A largo plazo, los bonos vinculados a la inflación permiten a los inversores preservar el poder adquisitivo incluso cuando la inflación es alta y los precios al consumo comienzan a subir", explica Andrea Giannotta, gestor del *Eurizon Fund Bond Inflation Linked*. "En nuestra opinión, el valor añadido de una cartera de bonos vinculados a la inflación, además del rendimiento superior de una cartera de bonos nominales, representa una protección importante si se materializa el aumento de los precios", destaca el gestor.

"El riesgo de una mayor inflación llegará si la política fiscal sigue siendo expansiva después de la recuperación", explica Peder Beck-Friis, gestor de Pimco, y considera que "ese riesgo es mayor en Estados

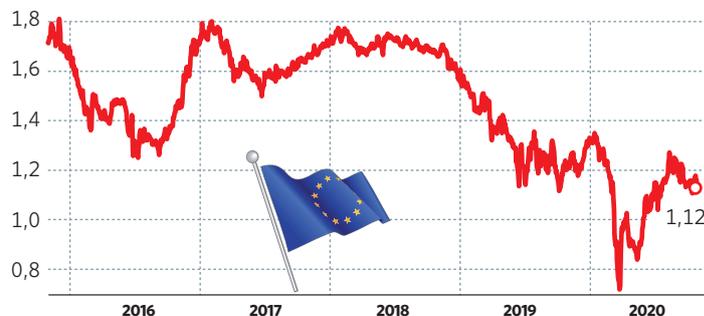


La categoría más alcista es la de bonos ligados a la inflación

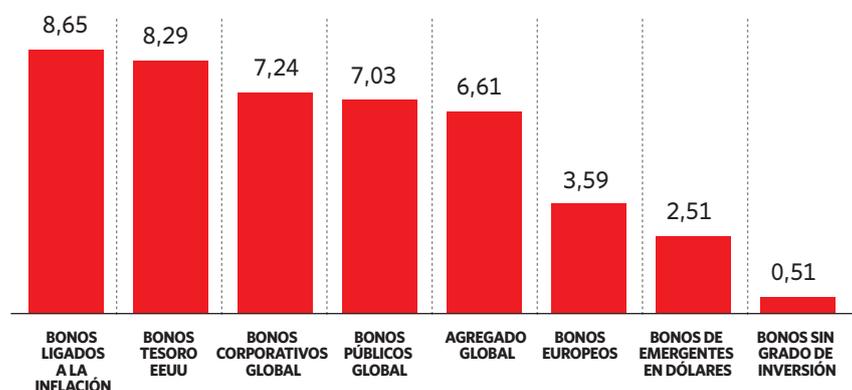
Expectativas de inflación a 10 años en EEUU (%)



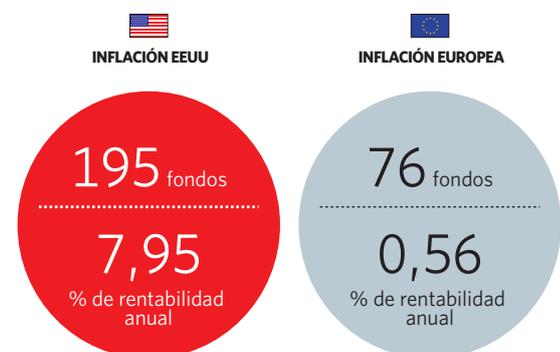
Expectativas de inflación a 10 años en la Eurozona (%)



Las mejores categorías de renta fija en 2020 (rentabilidad, %)



Rent. media de fondos que invierten en deuda ligada a....



Los mejores fondos de deuda ligada a la inflación estadounidense a la venta en España

FONDO	TAMAÑO DEL FONDO (€)	GESTORA	RENTABILIDAD ANUAL (%)	RENTABILIDAD EN 3 AÑOS (%)
DFA LTIP Institucional	299.792.696	Dimensional Fund	24,37	13,26
PIMCO Long-Term Real Return I-2	737.748.655	PIMCO	24,14	12,46
American Funds Inflation Linked Bd F3	7.872.677.780	American Funds	12,97	6,61

Los mejores fondos de deuda ligada a la inflación europea a la venta en España

FONDO	TAMAÑO DEL FONDO (€)	GESTORA	RENTABILIDAD ANUAL (%)	RENTABILIDAD EN 3 AÑOS (%)
Allianz Euro Inflationlinked Bond AT EUR	491.438.721	Allianz Global Investors	1,63	2,31
Amundi Fds Euro Inflation Bd A EUR C	96.636.689	Amundi Luxembourg	1,51	2,17
AXAWF Euro Inflation Bonds A Cap EUR	204.420.877	AXA Funds	1,35	1,97

Fuente: Bloomberg, Morningstar.

elEconomista

Unidos, dada la mayor voluntad fiscal y un banco central acomodaticio, cuyo nuevo mandato de inflación media debería dar cabida a cualquier futura relajación fiscal. Favorecemos los activos estadounidenses protegidos contra la inflación (TIPS) frente a sus pares en Reino Unido o en la eurozona", señala.

Erik Weisman, gestor de carteras de MFS Investment, considera que "entre las clases de activos que podrían beneficiarse de (o que han ayudado a compensar) un entorno de inflación moderadamente alta se incluyen las acciones de estilo *valor*, los valo-

res del Tesoro estadounidense protegidos contra la inflación (TIPS), los bonos de vencimiento limitado, los valores a tipo flotante, las materias primas y los activos físicos como los bienes inmuebles y el oro".

En fondos, los resultados son claros. De media, los 195 disponibles a la venta en España que invierten en bonos protegidos contra la inflación estadounidense consigue en el año una rentabilidad del 7,95%, acorde a lo que sube el índice de *Bloomberg*. Por su parte, los 76 fondos que invierten en estos bonos pero ligados a la inflación europea logran peores retornos, del 0,56% en el año, muy por debajo.

**Olivier de Berranger**

Director de Gestión de Activos de La Financière de l'Échiquier

¡Bienvenidos a la era de la ciberresiliencia!

El 27 de junio de 2017, un virus lanzó un extenso ataque contra un gran número de sitios web y de sistemas de información, en particular en Europa. El *ransomware* (tipo de *software* malicioso que secuestra los datos) NotPetya terminaría con un coste entorno a 10.000 millones de dólares según diversas fuentes. Al menos 2.000 empresas, entre ellas la Sociedad Nacional de Ferrocarriles de Francia, WPP o el laboratorio farmacéutico Merck, fueron víctimas del ataque. Saint-Gobain reconoció una pérdida de casi 250 millones de euros en su facturación, que se tradujo en 80 millones de euros menos en su resultado de explotación.

Recientemente, entidades como el Parlamento noruego, Tesla o la seguridad social italiana compartieron haber sido blanco de ciberataques. En el ciberespacio, la lucha a escala mundial por el control del *petróleo* de la economía digital, es decir, los datos, está en pleno apogeo, con variedad de ofensivas que abarcan desde el *phishing* (o robo de datos personales) hasta los *ransomwares*. Estos ataques se han intensificado este año, en particular, los dirigidos contra bancos, que se replicaron durante el confinamiento, según Moody's.

La seguridad digital, un activo estratégico para las empresas desde la aceleración de su digitalización y la generalización del teletrabajo con la Covid-19, es actualmente un mercado en plena efervescencia, con un valor estimado de 43 trillones de dólares, según Canalys. Se prevé que el gasto mundial en *software* y servicios de seguridad digital alcanzará \$125.000 millones este año y, crecerá anualmente a una media superior al 8% para superar los 170.000 millones en 2024, según IDC.

Se trata de una vigorosa tendencia estructural que nuestro equipo de gestión ha identificado, como evidencian por ejemplo nuestras inversiones en ZSCALER, líder en ciberseguridad en la nube, o en OKTA, líder de la nueva arquitectura denominada «Zero Trust Security». Junto con el cambio climático, el «riesgo cibernético» es uno de los grandes riesgos contra el que muchas empresas deben vacunarse y organizar sus defensas. Como siempre, nuevos riesgos implican nuevas oportunidades.

DISFRUTE DE LAS REVISTAS DIGITALES

de **elEconomista**.es

Digital 4.0 | Factoría & Tecnología

elEconomista.es

Franquicias | Pymes y Emprendedores

elEconomista.es

Comunitat **Valenciana**

elEconomista.es

País Vasco

elEconomista.es

Andalucía

elEconomista.es

Transporte

elEconomista.es

Seguros

elEconomista.es

Inversión a fondo

elEconomista.es

Pensiones

elEconomista.es

Turismo

elEconomista.es

Alimentación y Gran Consumo

elEconomista.es

Buen Gobierno | Iuris&lex y RSC

elEconomista.es

Agua y Medio Ambiente

elEconomista.es

Capital Privado

elEconomista.es

Energía

elEconomista.es

Catalunya

elEconomista.es

Inmobiliaria

elEconomista.es

Agro

elEconomista.es

Sanidad

elEconomista.es

Disponibles en todos
los dispositivos
electrónicos

Puede **acceder y descargar** la revista gratuita desde su
dispositivo en <https://revistas.eleconomista.es/>





Javier López Bernardo
Ph.D., CFA, Miembro de CFA Society Spain

Comercio internacional estable para sociedades más prósperas

Uno de los temas centrales en las elecciones estadounidenses está siendo la guerra comercial entre Estados Unidos y China, un tema que, por otra parte, ha sido de los pocos en los que existe cierto consenso entre demócratas y republicanos. Aunque hay varios motivos detrás del deterioro de las relaciones comerciales en los últimos años, es indudable que uno de ellos son las distorsiones que genera el comercio internacional en las condiciones económicas locales. Trump ya basó parte de su anterior campaña en revertir dichas dinámicas. Y, sin embargo, los déficits "sino-estadounidenses" no han decrecido durante su mandato, sino más bien lo contrario, manifestando que los determinantes del comercio internacional no son tan obvios como parecen.

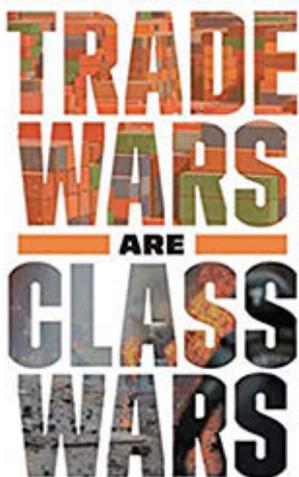
Matthew Klein y Michael Pettis abordan estos problemas en su último libro, *Trade Wars are Class Wars*. Su principal argumento es que la manera tradicional de analizar el comercio internacional, y los desajustes que crea entre países, es errónea. Se argumenta normalmente que los países *productivos* se ven beneficiados por superávits en sus cuentas exteriores, mientras que los que no lo son acumulan déficits perpetuos.

Para Klein y Pettis, son los primeros los que fuerzan déficits en sus socios comerciales, a través de políticas destinadas a la supresión del consumo local, como políticas redistributivas hacia las clases más privilegiadas. La lucha de clases no solo genera conflictos políticos a nivel local, sino guerras comerciales a nivel internacional.

Dichas desiguales distributivas han trazado un inquietante paralelismo con las de la década de 1920 -década que, al igual que ahora, finalizó con crecientes tensiones comerciales-.

China y Alemania, como países superavitarios, son los que más han inflado los desequilibrios globales. Aunque ambos presentan diferentes estrategias económicas (China sigue basando su crecimiento en una ingente cantidad de inversión, a diferencia de Alemania), ambos sustentan enormes disparidades en la distribución de la riqueza. Mientras que en China dichas desigualdades son

Matthew C. Klein and Michael Pettis



'Trade Wars are Class Wars: How Rising Inequality Distorts the Global Economy and Threatens International Peace'.
Matthew Klein & Michael Pettis. Editorial: Yale University Press, 2020, 288 páginas, tapa dura.

Inversión a fondo

elEconomista.es

fruto de la hegemonía del Partido Comunista y de las pocas protecciones y beneficios sociales de los trabajadores corrientes, en Alemania han sido el resultado de la protección del sector empresarial frente a la competencia de sus vecinos de Europa del Este, a través de la moderación salarial, trabajo a tiempo parcial y recortes de los beneficios sociales.

Estados Unidos presenta una casuística necesaria de explicar, ya que, a diferencia de China y Alemania, ha sido el principal consumidor del mundo en las últimas décadas, con enormes déficits en su cuenta corriente, y sin embargo ha compartido varias de las macro tendencias de estos países. Al igual que Alemania, tuvo una recuperación lenta después de la burbuja tecnológica, su distribución de la riqueza ha ido empeorando progresivamente, los recortes impositivos han sido constantes y muchas compañías han decidido deslocalizarse debido a los costes laborales. ¿Hay algo que pueda explicar el tan diferente desempeño estadounidense?

Esta recurrencia en los déficits exteriores viene principalmente explicada por el sistema internacional que surgió tras la caída de Bretton Woods. Aunque el patrón dólar-oro pasó a mejor vida, el dólar ha mantenido el estatus de moneda refugio, siendo la moneda por excelencia que eligen los países con superávits exteriores para reciclar sus ahorros. Dado que el peso de EEUU en la economía mundial ha ido disminuyendo gradualmente, cada vez le es más difícil absorber los ahorros del resto del mundo, produciendo desequilibrios internos, tales como mayores niveles de deuda (para satisfacer la demanda externa), mayores niveles de importaciones o menores niveles de ingreso – o una combinación de todos ellos. Es decir, la cuenta corriente estadounidense se ajusta hasta casar el superávit que tienen en la cuenta financiera, que les viene dado por las decisiones del resto del mundo.

■
“Los autores defienden que la forma tradicional de analizar el comercio tradicional es errónea”

■
 Para Klein y Pettis, la solución a dichos desequilibrios es sencilla teóricamente, pero difícil de coordinar globalmente. Al igual que la propuesta de Keynes en Bretton Woods (y que nunca fructificó), proponen que el proceso de ajuste internacional sea simétrico, no solo recayendo en los países con déficits a través de mayores niveles de paro y deuda. Ello implicaría a los países con superávits mejorar su distribución de la renta para fomentar el consumo, aumentar el gasto y la inversión pública y, en el caso de China, reformar el sistema *hukou* para que todos los ciudadanos puedan acceder a los beneficios sociales con independencia de donde vivan. A pesar de las dificultades que supongan inicialmente dichos cambios, para Klein y Pettis los beneficios potenciales los compensan holgadamente: no solo sociedades más prósperas e igualitarias a nivel nacional, sino un comercio más estable a nivel internacional.



iStock

Naturgy



Dividendo: 0,50€
Rentabilidad: 3,0%

Fecha de pago: 11 de noviembre
Fecha de corte: 9 de noviembre

Alantra

-

Dividendo: 0,18€
Rentabilidad: 1,8%

Fecha de pago: 11 de noviembre
Fecha de corte: 9 de noviembre

Ferrovial*



Dividendo: 0,34€
Rentabilidad: 1,8%

Fecha de pago: 19 de noviembre
Fecha de corte: 3 de noviembre

Acerinox*



Dividendo: 0,40€
Rentabilidad: 5,8%

Fecha de pago: 2 de diciembre
Fecha de corte: 30 de noviembre

Enagás*



Dividendo: 0,672€
Rentabilidad: 3,6%

Fecha de pago: 16 de diciembre
Fecha de corte: 14 de diciembre



Dividendos para calentar la cartera hasta Año Nuevo

Un puñado de valores permiten embolsarse interesantes rentabilidades en el mes de noviembre. Las dos primeras en pagar serán Naturgy -que ya ha confirmado su entrega- y Alantra Partners. La compañía presidida por Francisco Reynés retribuirá a sus accionistas el 11 de noviembre, y quien desee cobrar este pago deberá tener los títulos en cartera antes del día 9. El grupo repartirá 0,50 euros por acción, que ofrecen una rentabilidad del 3%. El valor se deja en torno a un 22% en el parqué en lo que llevamos de año.

Naturgy ofrece uno de los dividendos más sólidos y con mayor visibilidad del mercado español, aunque el mercado tiene los ojos puestos en la actualización del Plan Estratégico, que se espera entre noviembre y diciembre y

que incorporaría importantes novedades. "Esperamos que Naturgy revise su política de dividendos actual y presente una más conservadora", apuntan los analistas de Barclays, que añaden: "No esperaríamos que esa decisión se tome de forma negativa por el mercado, ya que el precio actual de la acción ya está descontando una revisión a la baja en la política de retribución".

Ya confirmado está también el de Alantra Partners, una firma que no cuenta todavía con el seguimiento de un consenso de analistas, que ofrece un retorno del 1,8% con su pago del 11 de noviembre. Entre los pagos más seguros está también el de Enagás, que permite atrapar un 3,6% con los 0,67 euros que se esperan en diciembre.

Telefónica*



Dividendo: 0,20€
Rentabilidad: 6,7%

Fecha de pago: 17 de diciembre
Fecha de corte: 15 de diciembre

Mapfre*



Dividendo: 0,045€
Rentabilidad: 3,5%

Fecha de pago: 21 de diciembre
Fecha de corte: 17 de diciembre

Viscofan*



Dividendo: 0,68€
Rentabilidad: 1,3%

Fecha de pago: 24 de diciembre
Fecha de corte: 22 de diciembre

Endesa*



Dividendo: 0,70€
Rentabilidad: 3,1%

Fecha de pago: 4 de enero
Fecha de corte: 30 de diciembre

Faes Farma*



Dividendo: 0,16€
Rentabilidad: 5,1%

Fecha de pago: 4 de enero
Fecha de corte: 9 de diciembre

ASML



Dividendo: 1,20€
Rentabilidad: 0,4%

Fecha de pago: 13 de noviembre
Fecha de corte: 2 de noviembre

AB-InBev*



Dividendo: 0,40€
Rentabilidad: 0,9%

Fecha de pago: 19 de noviembre
Fecha de corte: 17 de noviembre

LVMH



Dividendo: 2,00€
Rentabilidad: 0,5%

Fecha de pago: 3 de diciembre
Fecha de corte: 1 de diciembre

Total



Dividendo: 0,66€
Rentabilidad: 2,6%

Fecha de pago: 11 de enero
Fecha de corte: 4 de enero

Enel*



Dividendo: 0,18€
Rentabilidad: 2,6%

Fecha de pago: 20 de enero
Fecha de corte: 18 de enero



Repóker de consejos de compra de los analistas

Los pagos que vienen en Europa cuentan con el aval del consenso de analistas que recoge FactSet, que otorga a estos cinco valores una recomendación de compra. Es cierto que algunas rentabilidades no son espectaculares (ni ASML, ni AB-InBev, ni LVMH alcanzan el 1%), pero otras son más llamativas. Son la de la petrolera Total y la de la eléctrica italiana Enel, que en ambos casos se harán esperar hasta enero. La petrolera repartirá su segundo dividendo a cuenta, por un importe de 0,66 euros, que se suman a los 0,66 euros que ya había repartido en octubre. El importe es idéntico al entregado en los mismos pagos del año anterior. La compañía retribuye 4 veces al año (octubre, enero, abril y junio).



Rentabilidades de hasta el 2,8% en dividendos estadounidense

No es fácil encontrar dividendos estadounidenses con rentabilidades superiores al 1%, pero el mes de noviembre trae consigo algunos. Como el de Pfizer del próximo 1 de diciembre. Se trata del cuarto pago que reparte la farmacéutica en 2020, y su importe, 0,38 dólares por acción, es idéntico al de los tres anteriores. Más atractivo resulta el 1,5% que ofrece IBM, que también *trocea* su dividendo en cuatro entregas. Por encima de ellos se sitúa el de Exxon Mobil, que - como ellas- ya ha confirmado su próximo dividendo. La petrolera entregará 0,87 dólares por acción el 10 de diciembre, que rentan un 2,8%. El grupo ha *calcado* su retribución del año pasado, con cuatro pagos de 0,87 dólares cada uno.

Pfizer



Dividendo: 0,38\$
Rentabilidad: 1,1%

Fecha de pago: 1 de diciembre
Fecha de corte: 5 de noviembre

Intel



Dividendo: 0,33\$
Rentabilidad: 0,8%

Fecha de pago: 1 de diciembre
Fecha de corte: 5 de noviembre

Johnson & Johnson



Dividendo: 1,01\$
Rentabilidad: 0,7%

Fecha de pago: 8 de diciembre
Fecha de corte: 23 de noviembre

IBM



Dividendo: 1,63\$
Rentabilidad: 1,5%

Fecha de pago: 10 de diciembre
Fecha de corte: 9 de noviembre

Exxon Mobil



Dividendo: 0,87\$
Rentabilidad: 2,8%

Fecha de pago: 10 de diciembre
Fecha de corte: 10 de noviembre

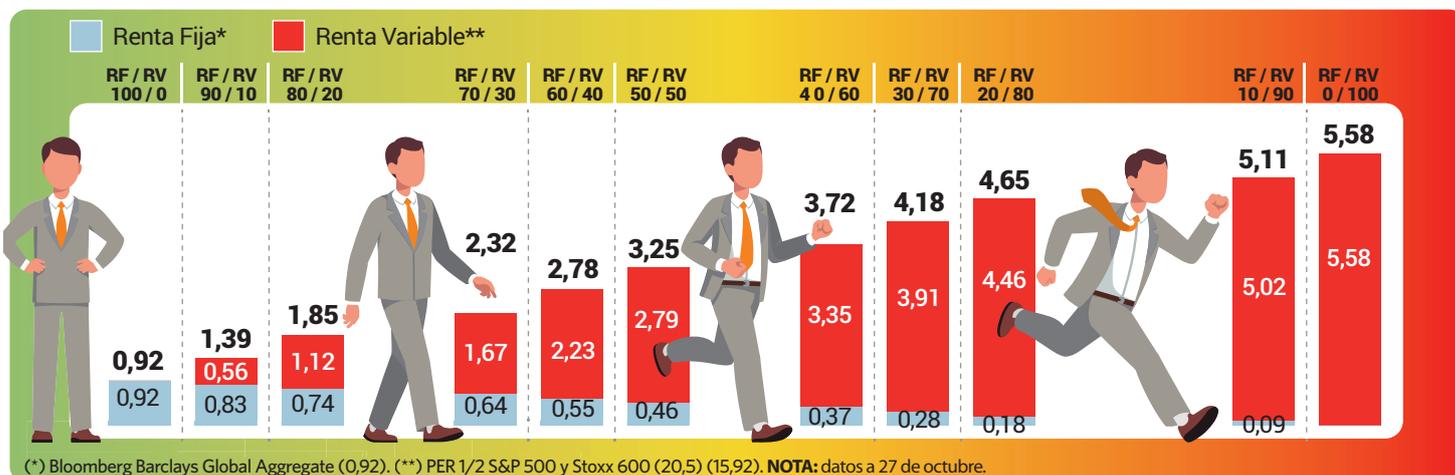
Inversión a fondo

elEconomista.es

Noviembre se enfrenta a dos puertos de 'categoría especial'

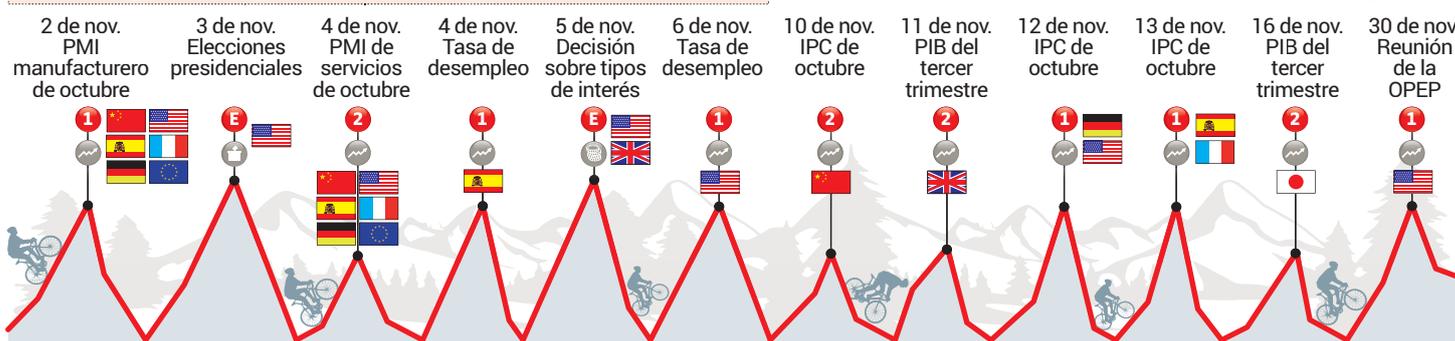
Qué puedo esperar del mercado el próximo año según mi perfil

BER elEconomista
BARÓMETRO DE EXPECTATIVAS DE RENTABILIDAD



DIFICULTAD: 1 Puerto de 1ª 2 Puerto de 2ª 3 Puerto de 3ª E Categoría especial
 Política Política monetaria Macro

El Perfil del Mercado



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg.

elEconomista

Los resultados del tercer trimestre mantienen la expectativa de rentabilidad por debajo del 6%

Por C. Cándido

A pesar de la preocupación por la evolución de la pandemia, las nuevas restricciones por la segunda ola o la incertidumbre que arrojan las elecciones presidenciales en EEUU, lo cierto es que la temporada de resultados empresariales del tercer trimestre a ambas orillas del Atlántico está dejando más alegrías que decepciones. A diferencia de lo que sucedió en el primer semestre del año, el consenso espera una cierta mejoría con respecto a trimestres anteriores. En líneas generales, están siendo las cuentas de firmas cíclicas, bancos y energéticas las que más decepciones están dejando, mientras que las sorpresas positivas han venido de la mano de los valores tecnológicos

cos y de firmas de corte defensivo.

De esta forma, las estimaciones de beneficio que maneja el consenso de mercado continúan estables y la expectativa de rentabilidad en bolsa se mantiene por debajo del 6%, según los cálculos sobre el PER (veces que el beneficio está recogido en el precio de la acción) de cara a 2021 (ver gráfico). En el caso del Stoxx 600 esta ratio ha caído hasta el entorno de las 16 veces, y en el del S&P 500, a 20,5 veces). Los multiplicadores podrían encarecerse a medida que mejore el comportamiento en bolsa, siempre y cuando el resultado electoral no se alargue más de la cuenta.