

Inversión

a fondo

elEconomista

Revista mensual

27 de febrero de 2016 | N° 34

POR QUÉ EL ALZA DEL
**PETRÓLEO ES CLAVE PARA
QUE SUBA LA BOLSA** P14

LOS ROBOTS YA PUEDEN
GESTIONAR SU PATRIMONIO P4



¿VALE LA PENA COMPRAR
**RETORNO ABSOLUTO PARA
PROTEGER LA CARTERA?** P20



Edita: Editorial Ecoprensa S.A. **Presidente de Ecoprensa:** Alfonso de Salas
Vicepresidente: Gregorio Peña **Director Gerente:** Julio Gutiérrez
Relaciones Institucionales: Pilar Rodríguez **Subdirector de RRH:** Juan Carlos Serrano **Jefe de Publicidad:** Sergio de María
Director de elEconomista: Amador G. Ayora **Coordinadora de Revistas Digitales:** Virginia Gonzalvo **Directora de 'elEconomista Inversión a fondo':** Ana Palomares **Diseño:** Cristina Fernández Celis **Infografía:** Nerea Bilbao
Fotografía: Pepo García **Coordinación:** Cristina García **Redacción:** Isabel Blanco, Víctor B. Moro, Marta Estarellas, Juan Antonio Montoya, Fernando S. Monreal y Arantxa Rubio.

Los ‘robo advisor’ obligan a las gestoras activas a ponerse las pilas

Dejamos que los robots aspiren la casa por nosotros, hemos perdido el miedo a las compras a través de Internet y para saber qué es de la vida de alguien que conozcamos ya no hace falta quedar con él, basta con mirar su muro de Facebook o *whatsapearle*. Pero cuando hablamos de invertir seguimos necesitando ir a una oficina física para que nos recomienden dónde depositar nuestro dinero. ¿Tiene sentido esta dependencia financiera o es momento de empezar a separar gestión financiera de gestión de activos?

Con esta idea, amén de la de ahorrar costes, surgieron hace no muchos años los *robo advisor*, robots financieros que a través de algoritmos no sólo crean una cartera específica para cada tipo de inversor sino que, además, rebalancean sus inversiones en función de

cada contexto de mercado. Lo hacen, además, cobrando comisiones que son tres veces inferiores a las que soportan los asesores financieros tradicionales y pueden hacerlo porque no incluyen en sus recomendaciones productos de gestión activa sino solo pasiva, que presentan gastos también tres veces inferiores.

Esa pasividad en las inversiones -defienden que lo importante a largo plazo es la asignación de activos y no de valores- y la falta del componente humano son las razones que no acaban de convencer a muchos de los que critican que la rentabilidad de sus carteras pueda como poco ser comparable a la que realiza un gestor activo. Pero la realidad demuestra que la gestión activa no siempre ha sido la más rentable. De hecho, un estudio de SPIVA muestra que el 90 por ciento de los fondos de bolsa americana ha sido incapaz de superar en rentabilidad al S&P500. Esto no quiere decir que la gestión activa no exista. Ni mucho menos. Pero sí demuestra que no todos los que se incluyen en este grandioso grupo son tan activos como venden o, por lo menos, que no son muchos los fondos que traducen gestión activa en un plus de rentabilidad para sus inversores. La llegada de los *robo advisor* al mundo de la gestión -se espera que en cuatro años su patrimonio se incremente en más de un 2.000 por ciento- sacará los colores a aquel sector de la industria que ha cobrado comisiones abusivas por resultados que dejan mucho que desear, pero también pondrá en valor aquellos pocos gestores que sí han conseguido el objetivo de cualquier gestor activo que se precie: maximizar las rentabilidades cuando el mercado sube y minimizar las pérdidas cuando baja. Haberlos, *haylos*.

ÍNDICE

8
CHINA

El plan quinquenal que China presenta en marzo despejará dudas sobre su cambio de modelo

10
RENTA FIJA

La deuda en dólares es el gran problema al que se enfrentan los mercados emergentes

12
DIVISAS

Por qué ni siquiera en momentos de pánico en los mercados el yen puede ser un activo refugio

24
DIVIDENDOS

Conseguir un 3 por ciento de rentabilidad está al alcance de quien aguante los envites de la bolsa

30
ESCUELA

Analizamos el efecto que un euríbor en negativo puede tener en los hipotecados

El mapamundi de la inversión en el año

Datos a 24 de febrero de 2016
(**) Datos a media sesión 25 febrero

	Eurozona
EUROSTOXX	
VAR. AÑO	-12,78 %
INTERÉS BONO	- %

	Francia
CAC	
VAR. AÑO	-9,15 %
INTERÉS BONO	0,51 %

	Alemania
DAX	
VAR. AÑO	-14,18 %
INTERÉS BONO	0,16 %

	Italia
FTSE MIB	
VAR. AÑO	-20,78 %
INTERÉS BONO	1,51 %

	R. Unido
FTSE 100	
VAR. AÑO	-4,34 %
INTERÉS BONO	1,38 %

	España
IBEX 35	
VAR. AÑO	-14,58 %
INTERÉS BONO	1,60 %

	Portugal
PSI GENERAL	
VAR. AÑO	-12,12 %
INTERÉS BONO	3,43 %

	EEUU
DOW JONES	
VAR. AÑO	-5,39 %
INTERÉS BONO	1,72 %

	EEUU
NASDAQ 100	
VAR. AÑO	-8,55 %
INTERÉS BONO	1,72 %

	EEUU
S&P 500	
VAR. AÑO	-5,58 %
INTERÉS BONO	1,72 %

	Argentina
MERVAL	
VAR. AÑO	8,15 %
INTERÉS BONO	- %

	México
MEXBOL	
VAR. AÑO	0,46 %
INTERÉS BONO	6,08 %

	Brasil
BOVESPA	
VAR. AÑO	-2,92 %
INTERÉS BONO	- %

	Chile
S. MARKET	
VAR. AÑO	-0,05 %
INTERÉS BONO	- %

	Sudáfrica
JSE AFRICA TOP 40	
VAR. AÑO	-6,36 %
INTERÉS BONO	9,32 %

	N. Zelandia
NZX 50 FF GROSS	
VAR. AÑO	-1,57 %
INTERÉS BONO	2,98 %

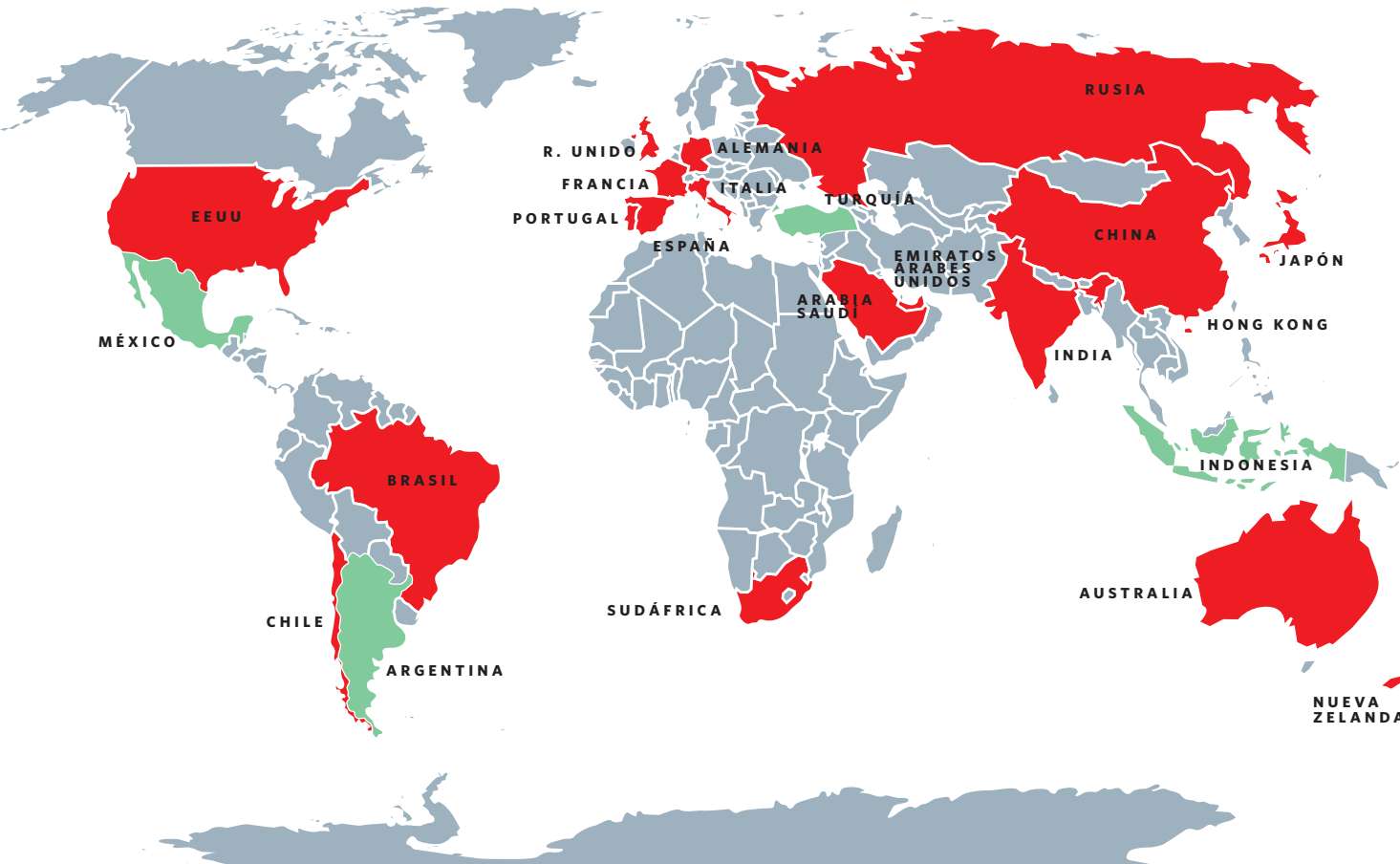
	Australia
S&P/ASX 200	
VAR. AÑO	-7,83 %
INTERÉS BONO	2,40 %

	Turquía
ISE 100	
VAR. AÑO	4,06 %
INTERÉS BONO	10,48 %

	E. Arabes U.
DFM GENERAL	
VAR. AÑO	-0,85 %
INTERÉS BONO	- %

	Arabia Saudí
TADAWUL ALL S.	
VAR. AÑO	-13,85 %
INTERÉS BONO	- %

	Indonesia
JAKARTA LQ-45	
VAR. AÑO	1,42 %
INTERÉS BONO	8,28 %



Fuente: Bloomberg.

Divisas

EURO/ DÓLAR
1,1\$
+1,41%

YEN/EURO
123,6¥
+5,66%

AUSSIE/EURO
0,65€
+3,07%

KIWI/DÓLAR
0,67\$
-2,4%

LIBRA / EURO
1,26€
+7,34%

Materias Primas

ORO
1.236,5\$
+16,6%

PLATA
15,28\$
+10,6%

PLATINO
940,2\$
+5,44%

PALADIO
491,7\$
-12,5%

Blade Runner fue la primera, o por lo menos la primera exitosa, de las muchas películas que han tratado la irrupción de los robots en el mundo. Planteó la gran pregunta: ¿pueden los robots sustituir a las personas? Desde entonces, el cine y la ciencia no se han cansado de plantear esta cuestión hasta el punto de que ya hay muchos estudios que califican como cuarta revolución industrial la implementación de robots en la vida cotidiana.

Al fin y al cabo, ya hay algunos que incluso hacen la comida o aspiran la casa por nosotros por lo que no es descartable que en un futuro no tan lejano, como el que se ve en la película *Her*, acaben por

convertirse incluso en nuestros compañeros sentimentales.

El tradicional mundo de las finanzas tampoco se ha quedado al margen. Y de hecho, hay un nombre que aglutina la aplicación de la tecnología al mundo financiero. Lo llaman *FinTech* y, según explican desde el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), las empresas *fintech* no son otra cosa que “compañías con base tecnológica cuya característica >

LOS ROBOTS LLEGAN AL MUNDO DE LA GESTIÓN

Se calcula que los activos de los ‘robo advisor’, asesores que gestionan carteras de manera automática, aumenten un 2.000% en 4 años. ¿Qué cambios de modelo traen para la industria?

por Ana Palomares

< fundamental es que ofrecen servicios financieros alternativos y al margen de los bancos tradicionales". En el mundo de la gestión de activos, que es el que analizamos siempre desde *Inversión a Fondo*, el máximo ejemplo de este tipo de compañías tecnológico-financieras está en lo que se ha llamado *robo advisor*. Este tipo de compañías son, según explica Albert Enguix, analista financiero de GVC Gaesco, "asesores automáticos que pueden construir carteras mediante la inversión en ETF diversificados, ajustar carteras, reinvertir dividendos, compensar pérdidas fiscales e incluso invertir en mercados internacionales". Aunque en Europa y en España estos modelos automatizados de asesoramiento están dando sus primeros pasos, en Estados Unidos ya se han hecho con un nombre y no con poco patrimonio. De hecho, según un informe de Myprivatebanking, en EEUU este tipo de robots financieros ya acumula un patrimonio bajo gestión de 15.800 millones de dólares. Una cifra que aumenta hasta los 20.100 millones si se incluyen también las compañías de este tipo que operan fuera de las fronteras estadounidenses. Pero lo que llama más la atención son las perspectivas que se manejan para esta variante de la industria: 450.000 millones de dólares a finales de 2020, es decir, en sólo 4 años, lo que supondría un crecimiento del ¡2.138 por ciento!

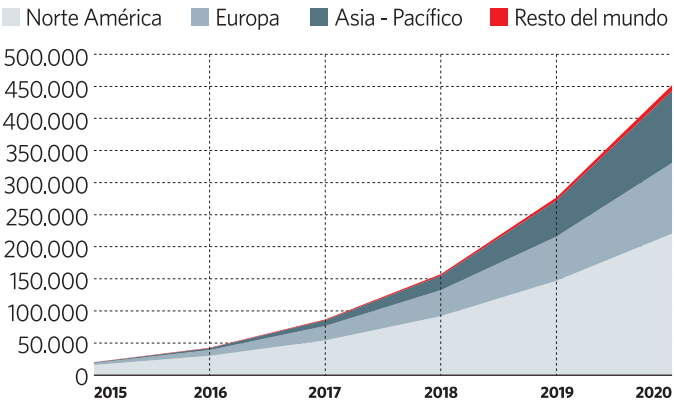
Pero, ¿en qué puede radicar la clave de su éxito? La palabra clave es comisiones. Esa es su gran ventaja añadida, ya que según los datos de uno de los mayores robots financieros, Weathfront, mientras que la comisión media que cobra un asesor es del 1,31 por ciento, la de los *robo advisor* es del 0,25 por ciento, lo que consigue optimizar la inversión. Pero también tienen un gran inconveniente: si no se elimina del todo, ya que en muchas de estas empresas la selección de carteras las hace una persona y no un robot, sí se limita mucho el factor humano en las inversiones. "Con los algoritmos se consigue extrapolar el pasado, pero los gestores fundamentales lo que miran es el futuro", apunta Rose Marié Boudeguer, directora del servicio de estudios de Banca March. No en vano, el funcionamiento de un *robo advisor*, aunque con variaciones, consiste en crear carteras automatizadas para cada perfil de clientes en las que se suelen incluir fondos de gestión pasiva o indexados y ETF, con comisiones más baratas que los fondos tradicionales, lo que les permite ser tan competitivos en el tema de los costes.

Una industria con mucho potencial

Quiénes son los principales 'robo advisor'

COMPAÑÍA	PAÍS	ACTIVOS BAJO GESTIÓN (MILL. \$)	COMISIONES MEDIAS (%)
Asset Builder		616	De 0,2 a 0,4
Betterment		1.500	De 0,15 a 0,35
Personal Capital		1000	0,49/0,89
WealthFront		2000	0,25
Nutmeg		menos de 500	0,3/1

Patrimonio actual y esperado de los 'robo advisor' (mill. \$)



Fuente: MyprivateBanking.

elEconomista

Las grandes gestoras se han lanzado a comprar plataformas de este tipo para minimizar costes y diversificar negocio

Ante este nuevo modelo, no está de más preguntarse si la irrupción en el mercado de este tipo de robots puede suponer una amenaza para a) los distribuidores de servicios de gestión de patrimonios, ya sean entidades financieras o asesores tradicionales; y b) las gestoras activas de fondos de inversión.

El impacto en los primeros parece a priori más claro que el que tenga en los segundos. "La introducción de los *robo advisor* no se puede considerar como algo disruptivo, sino que lo que va a conseguir es abaratar el asesoramiento. Es como lo que pasó cuando llegaron las aerolíneas *low cost*", apunta Fernando Luque, editor de Morningstar. Rodrigo García de la Cruz, director del programa directivo de Innovación y Tecnología del IEB también defiende que la llegada de estos gestores automatizados más que suponer una amenaza para asesores o entidades tradicionales es una oportunidad: "La democratización tecnológica llevará también a la democratización de la banca privada y el impacto será importante, sobre todo en los niveles de patrimonio más bajos. En los altos patrimonios será una ayuda para el banquero tradicional", apunta.

SI NO PUEDES CON EL ENEMIGO...

Quizá por ello, no han sido pocas las grandes casas de gestión activa que han recurrido o bien a lanzar sus propios modelos de

automatización de carteras o bien a participar en ellos entrando en su capital. Fidelity ha sido una de las pocas que ha probado ambos, ya que en un principio se alió con Betterment para ofrecer este servicio a sus clientes y a finales del año pasado lanzó su propio modelo con Fidelity Go, que además de incluir fondos de gestión pasiva y ETF también incluirá productos de gestión activa -al fin y al cabo ese es su negocio core-. La opción de las compras es a la que han recurrido otras grandes del sector como BlackRock, la mayor gestora activa de fondos del mundo, que compró la plataforma Future Advisor, Invesco que ha adquirido recientemente Jemstep, Aberdeen que se hizo con Parmenion Capital Partners o Schroders, que cuenta con una participación en Nutmeg. Incluso un banco español, BBVA, a través de la filial BBVA Compass ha llegado a un acuerdo con Future Advisor para ofrecer ese servicio a sus clientes.

Con ello la mayoría busca acercarse a ese futuro inversor que, a diferencia del actual, no pedirá a su gestora o banco la cercanía de la oficina, sino la comodidad a >

◀ la hora de realizar operación a través de su iPad de turno o de su móvil y pagando el menor coste posible. “Estos robots financieros quieren satisfacer las necesidades de una generación que ya está adaptando las nuevas tecnologías y considerando la inversión en activos no tradicionales”, explica en un informe BBVA. Esa generación tiene un nombre, los *Millenials* y, según calcula Nielsen, este heterogéneo grupo nacido entre 1977 y 1995 representa en EEUU 77 millones de personas, el 24 por ciento de la población, y se espera que en 2020 alcance el 36 por ciento superando así a los *baby boomers*. “La gente lo que quiere es sencillez para operar y este tipo de opciones ofrece más valor añadido cuando su el patrimonio es inferior a los 30.000 euros”, afirma Antonio Salido, de Fidelity.

Pero también hay quien defiende que las introducción en el negocio de las gestoras de activos más tradicionales también obedece al poco valor añadido que se ve que están generando los fondos de gestión activa y de ahí que la mayoría de *robo advisor* no los incluyan a la hora de componer sus carteras. “Las gestoras se han dado cuenta de que la gestión tradicional puede que no sea el negocio del futuro y por eso optan por diversificar su negocio con estas plataformas”, apunta Martín Huete, consultor especializado en *fintech*. En este sentido un informe de SPIVA afirma que el 98 por ciento de los fondos de gestión activa de bolsa americana no han batido al S&P500 en los últimos diez años, mientras que en bolsa europea la cifra es el 87 por ciento.

LOS POCOS CASOS ESPAÑOLES

Pese a la extremada bancarización de la gestión patrimonial en España, se están viendo ya algunos

En España solo hay dos asesores de este tipo, FeelCapital e Indexa Capital, pero se espera la llegada de otros para esta primavera

ejemplos. FeelCapital fue el primero de ellos. Esta EAFI realiza un asesoramiento automático en función de una serie de algoritmos con los que crea carteras personalizadas para cada cliente integradas, no sólo por fondos de gestión pasiva, sino también de gestión activa; pero no ejecutan las posiciones, sino que se limitan a dar al inversor esa información y que sea él quien solicite la contratación de los fondos recomendados a su banco. “En la actualidad tenemos 10.000 usuarios y 3.500 clientes de pago y el objetivo para 2016 es triplicar el número de usuarios”, apunta Antonio Banda, CEO de Feelcapital.

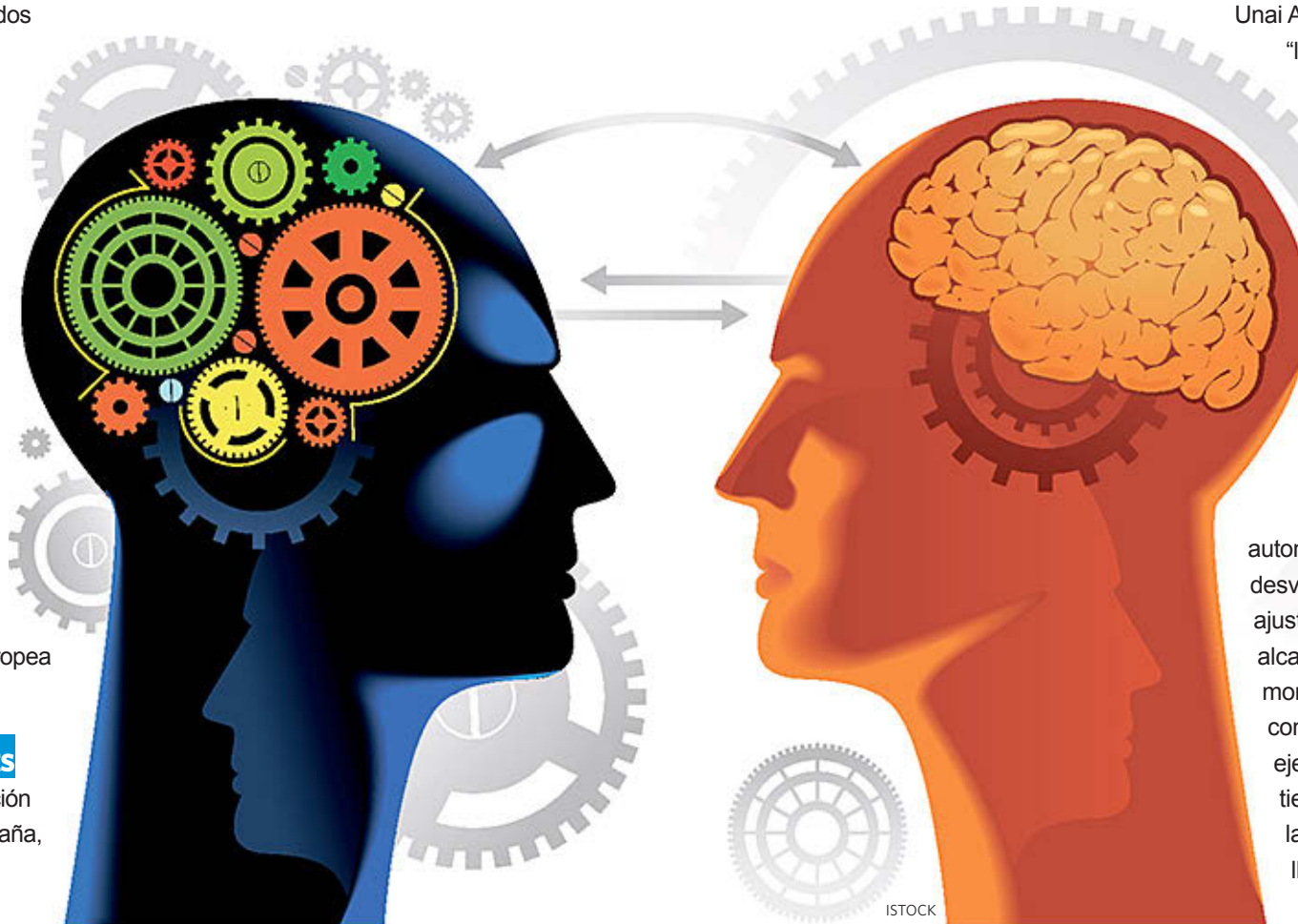
El segundo negocio de este tipo se lanzó hace sólo un par de meses. Se trata de Indexa Capital, un gestor automatizado que hace carteras discrecionales con comisiones que van desde el 0 al 0,45 por ciento anual para patrimonios de al

menos 10.000 euros. En concreto, según explica

Unai Ansejo, consejo delegado de la firma,

“la composición de la cartera no la hace un robot, sino yo con la supervisión de los asesores - entre los que se encuentra Manuel Conthe, ex presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores-; lo que es automático es la implementación”.

Además, en su servicio ofrecen rebalanceo de carteras de tal manera que de una manera automática cada vez que un cliente se desvía de su cartera modelo, el sistema lo ajusta. Su objetivo para este año es alcanzar los cinco millones de euros y, de momento, en apenas dos meses ya han conseguido dos. Estos son los únicos ejemplos en España, pero sólo por poco tiempo, ya que se esperan más lanzamientos de este tipo en cuanto llegue la primavera.



La robótica crecerá cuatro veces más que el resto en la próxima década



Inés Martín de Santos, profesora de la Universidad Europea

Los adelantos en robótica están transformando en diversas áreas del mercado, incluida la financiera y la expectativa es que esta tecnología se desarrolle aún más en un futuro próximo

Los avances en robótica están modificando tanto las relaciones humanas como los mercados. Esta tecnología, aunque con algún efecto indeseable, es necesaria para paliar el estancamiento del crecimiento y la escasez de recursos naturales. En las próximas décadas, se augura un crecimiento de este sector cuatro veces superior al resto. En la actualidad, se estima que el uso de robots para la elaboración de manufacturas supone el 10 por ciento de los recursos empleados. Es previsible que este porcentaje crezca hasta el 40 por ciento en la próxima década.

Los países que más unidades robóticas producen son China, Japón, Estados Unidos, Corea del Sur y Alemania. La Unión Europea no queda a la zaga y participa en el programa SPARC, al que aporta 700 millones de euros, una cuarta parte de un proyecto que pretende generar casi 250.000 puestos de trabajo hasta 2020.

Frente a las enormes ventajas, también se vislumbran inconvenientes. En el aspecto afectivo, la impersonalidad en las transacciones y los problemas sentimentales derivados del paro; y en el aspecto comercial, el todavía alto precio de los productos robóticos, aunque la tendencia sea de abaratamiento.

Los adelantos en robótica están influyendo en diversas áreas. El mundo de las finanzas es uno de los más afectados. La gestión de las fusiones y adquisiciones experimentará un notable cambio, lo mismo que sucederá

con la contabilidad y las labores de auditoría.

En el terreno bursátil, la robótica está empleándose con una intensidad desmedida. Se calcula que en la bolsa estadounidense -algo menos en la europea- aproximadamente el 50 por ciento de las operaciones se realiza mediante gestores informáticos capaces de predecir conductas. Dos de los más conocidos son Betterment y Wealthfront. Estas operaciones se llaman *high frequency trading* y hacen cientos de miles de órdenes por segundo, lo que escapa al control de cualquier persona y que ha producido escenas de pánico, como la de la bolsa neoyorquina el 6 de mayo del 2010. Si se acepta que este es un caso de competencia desleal, al menos respecto de los pequeños inversores con dificultades de acceso a estas tecnologías, con objeto de poner freno a estos desmanes, una posible solución es gravar con impuestos las actividades realizadas mediante estos sistemas, criterio que no todos los gobiernos comparten.

Los fondos parece que están teniendo buenos resultados en sus preferencias por la robótica. En septiembre del 2015, Pictet AM sacó el fondo *Robotics*, uno de los más ambiciosos. Dada la volatilidad de los mercados, no aconsejo entrar en los valores relacionados con robótica para el *trading*, sí para el largo plazo. La evolución en 2015 del fondo *Robo-Stox Global Robotics and Automation UCITS* es un ejemplo de esos vaivenes, por más que su rentabilidad acumulada a 5 años sea del 180 por ciento.

El 50% de las operaciones en EEUU se hace con gestores informáticos que predicen conductas

EL PLAN QUINQUENAL

CHINO DECIDE SI ES RECESIÓN O CAMBIO DE MODELO

Como viene siendo habitual, en marzo, China volverá a centrar todas las miradas esta vez por la aprobación de su Plan Quinquenal 2016-2020. El debate de la economía del país sobre si se enfrenta a una recesión o sólo a un cambio de sistema se podría resolver en sus páginas

por Juan Antonio Montoya

Los ritmos de crecimiento de China de más de dos cifras parecen ya algo de un pasado remoto con pocas o ninguna posibilidad de volver. En noviembre, un comunicado suscrito por el presidente del país, Xi Jinping, establecía los pilares básicos del nuevo Plan Quinquenal del país, que se conocerá en marzo, en el que se destacaba el objetivo de doblar para 2020 el PIB per cápita que tenía China en 2010 (7.519 dólares, según la OCDE). Para ello, el gigante asiático debe contar con un ritmo de crecimiento anual superior al 6,5 por ciento. Según declaraciones de Jinping, recogidas por la agencia estatal china, “mantener un nivel medio alto de crecimiento llevará a mejorar las condiciones de vida de la gente”, de lo que puede traducirse que ni siquiera el líder asiático apuesta por unos niveles de crecimiento que superen el 10 por ciento, como mínimo, en el próximo lustro. Ahí es donde empieza el debate: ¿China se está ralentizando o sólo está llevando a cabo un cambio de sistema? Hasta la fecha, ambas respuestas son válidas. ➤



◀ En este sentido, el crecimiento de la economía china cayó al 6,9 por ciento en el conjunto del pasado ejercicio, según los datos que dio a conocer el pasado mes de enero la Oficina Nacional de Estadísticas (NSB). Este dato significa el ritmo de crecimiento más reducido desde 1990. Entonces, el Producto Interior Bruto del gigante asiático avanzó un 3,7 por ciento, algo que vino derivado por el efecto de las sanciones internacionales impuestas tras la matanza de Tiananmen un año antes. Pese a ello, este 6,8 por ciento coincide con el objetivo del Gobierno chino y con las expectativas del consenso de mercado.

El director de la Oficina de Estadísticas, Wang Baoan, resaltó durante la presentación de resultados que las dificultades por las que la economía del país atravesó en el pasado año continuarían a lo largo de 2016. “La situación en 2016 será más o menos similar a la de 2015 y el crecimiento de la economía china seguirá encarando una situación internacional complicada y volátil”. Pese a todo, Baoan indicó que el dato logrado en 2015 era un “crecimiento moderado, pero estable y sólido”.

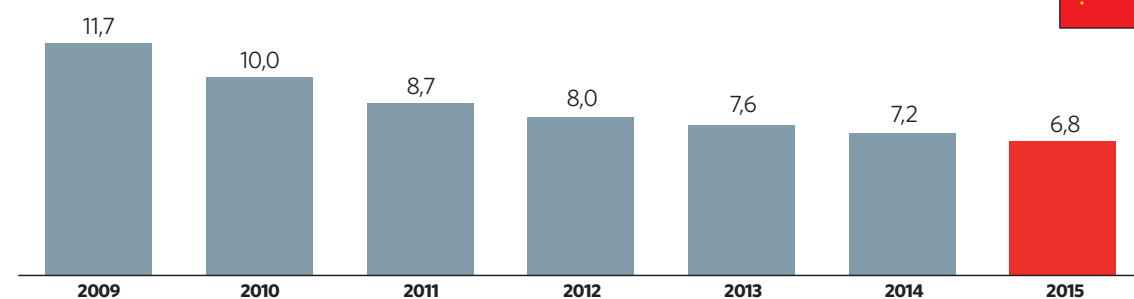
Desde el departamento de análisis de MG Valores estiman que tanto la desaceleración económica experimentada por la segunda economía mundial como su cambio de modelo económico basado ahora en el sector servicios van unidos, ya que “el resto del mundo no puede seguir absorbiendo un crecimiento de las exportaciones como en el pasado y el país ya no necesita tantas inversiones en infraestructuras”. Eso provoca que la economía china, basada durante décadas en la inversión empresarial y en las exportaciones, no pueda mantenerse eternamente.

¿Cuál es el mayor riesgo al que podría enfrentarse China? Que el cambio de sistema económico no se haga de forma escalonada y, por lo tanto, el país pase por una recesión económica que sirva para limpiar los desequilibrios previos, señalan desde esta casa de análisis. Con esta transformación, el consumo irá ganando peso a la inversión y las exportaciones en el PIB chino mientras que la industria perderá importancia frente al sector servicios, algo que se traduce en unas tasas de crecimiento serán inferiores a las del pasado.

Pero no sólo el cambio de modelo es lo que lastra las cuentas de China. El país también se ve influenciado por los débiles datos de crecimiento del resto del mundo en el que incluso algunas voces llegan a hablar del inicio de una recesión económica. El riesgo a esa caída de la economía mundial es una de las causas que lleva a que los principales selectivos del mundo se anoten pérdidas de hasta el 14 por ciento en el caso de algunos índices de Europa. Adrián Díaz, socio de SEDEENCHINA, señala que “la desaceleración de China no es el origen del estancamiento mundial, es la consecuencia”. Así, el experto considera que uno de

Las materias primas llegaron a tocar en 2016 sus mínimos históricos

Datos de PIB de China (%)



Petróleo 'West Texas' (\$/barril)



Petróleo 'Brent' (\$/barril)



Bloomberg Commodity Index (puntos)



Fuente: Bloomberg.

elEconomista

A cierre de 2015, el PIB de China avanzó un 6,8%, lo que significa su ritmo de crecimiento más reducido de los últimos 25 años

los problemas a los que se enfrenta el país es que no existe un comprador real para los artículos que produce.

GANADORES Y PERDEDORES DEL CAMBIO DE MODELO DE CHINA

Como en cualquier cambio de escenario, hay perdedores y actores que salen ganando. Miguel Casas, analista de DiverInvest, estima que los países emergentes vecinos de China como Vietnam, Indonesia o India se verán beneficiados de que se enfoque más al sector servicios, ya que “mejoran sus exportaciones ganando cuotas de mercado a costa de un coste creciente de producción en China”.

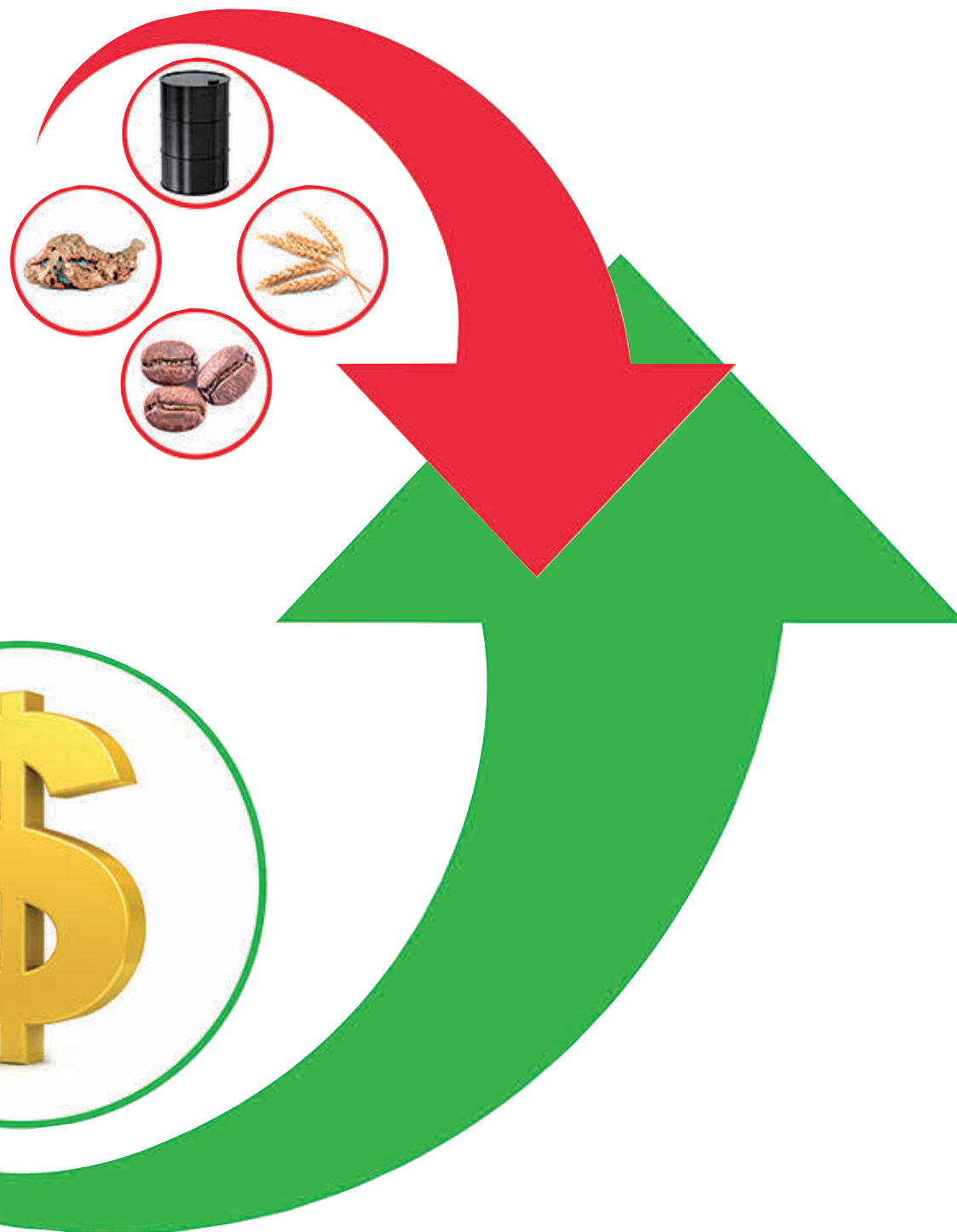
Las materias primas son los actores que más sufren con la caída de demanda del gigante y el *Bloomberg Commodity Index*, índice que pondera su cotización, ha tocado mínimos históricos este año. El petróleo, por ejemplo, cedió más de un 30 por ciento en 2015 y en 2016 el *Brent* registra una caída del 7 por ciento y el *West Texas* de más de un 15 por ciento también por la sobreoferta mundial de petróleo. Jaume Puig, director general de GVC Gaesco Gestión, señala que “el crudo barato se debe a un exceso de oferta, más que a una falta de demanda”.

LA RENTA FIJA ES EL GRAN PROBLEMA DE LOS EMERGENTES

No sólo los países con deuda denominada en dólares sufren la fortaleza de la divisa: los expertos avisan del peligro que esto supone para las empresas de países emergentes que tienen una carga importante de pasivo en esta divisa

por Víctor Blanco Moro

El dólar estadounidense y la fortaleza que le ha caracterizado durante los últimos años puede abrir un nuevo frente en la situación de las economías emergentes. Si bien se trata de un arma de doble filo y su subida tiene efectos positivos para las compañías que exportan sus productos a Estados Unidos, las empresas que mantienen deuda denominada en dólares tienen un problema con la revalorización del *billete verde*. Muchas firmas de países emergentes están en el *ojo de huracán*, teniendo en cuenta el fuerte incremento que ha tenido lugar en su deuda durante los últimos años: según el Instituto Internacional de Finanzas -IIF, por sus siglas en inglés-, desde el año 2008 hasta 2015, la cantidad de bonos corporativos se multiplicó casi por 2, superando los 6,8 billones de dólares en 2014. El Instituto también destaca que el porcentaje de esta deuda que está denominada en dólares ha crecido significativamente, desde el >



< 10 por ciento del total que suponía en 2008, hasta superar el 40 por ciento en la primera mitad de 2015. El Instituto destaca en el informe, que “en el escenario de un incremento de tipos en Estados Unidos, la depreciación de las divisas emergentes y la desaceleración económica que están sufriendo, además de la salida de capitales, hace que cada vez sea más difícil para algunas empresas de estos países pagar su deuda denominada en dólares, además de complicar la refinanciación”.

Como se puede observar en el gráfico, desde el año 2014 las divisas de los países emergentes han sufrido importantes desplomes frente al dólar. El peso argentino, el rublo ruso, el peso colombiano y el real brasileño se llevan la peor parte, con caídas que superan el 40 por ciento en este periodo, en todos los casos.

UN PROBLEMA QUE SE SUMA A OTROS

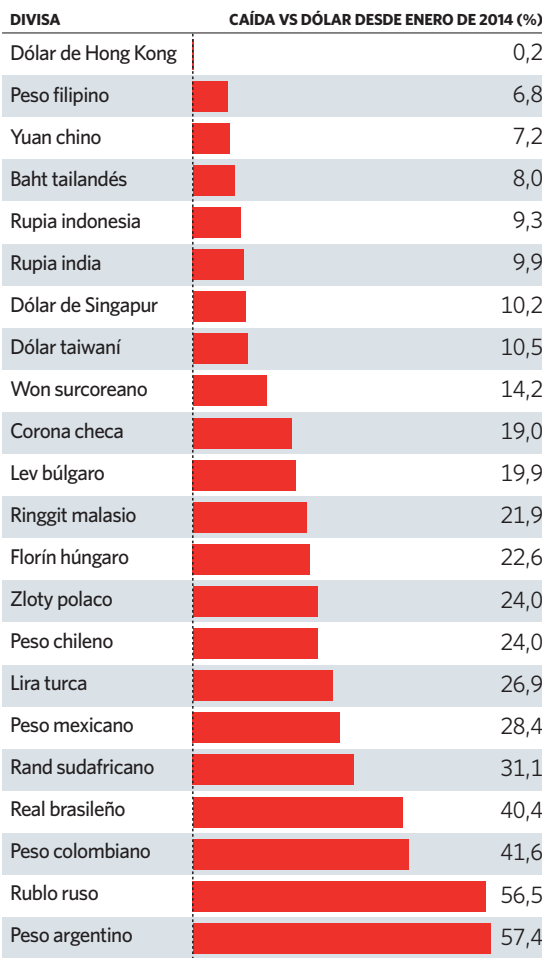
La deuda denominada en dólares y el aumento de su peso para las corporaciones de los países emergentes, es un problema que empeora la mala situación que ya están sufriendo. Víctor Alvargonzález, director de inversiones de Tressis, explica sobre esto que “hay que matizar que hay compañías muy afectadas, como las productoras de materias primas, y otras mucho menos, por que tienen actividades que no están tan perjudicadas. El caso típico problemático es la empresa que está viendo mermados sus ingresos por ventas -pienso en el descenso de las materias primas-, y eso no lo está compensando la subida del dólar, además de tener una deuda considerable denominada en dólares. No todos los vencimientos se producen a la vez, es otro matiz a tener en cuenta. De momento están aguantando razonablemente bien, porque los vencimientos suelen ser escalonados, pero no deja de ser un tema que, por sentido común, puede generar grandes problemas a estas compañías”.

Suponiendo que empezasen a producirse impagos por parte de estas empresas, el experto valora los efectos que esto podría tener en el mercado europeo; explica que “lo difícil es establecer el tamaño exacto del problema. Que lo hay, está claro. Ahora bien, ¿en qué medida afecta? En principio el efecto reside en el componente psicológico. Si quiebra una compañía de un país emergente como consecuencia de esto, lo que generaría es desconfianza, por lo difícil que es medir el problema. No hay demasiada información. Si quiebra una empresa, o una serie de empresas a la hora de devolver sus deudas en dólares, se generaría la pregunta de ¿cuántas más? Y los mercados, en el corto plazo, son más psicológicos que otra cosa. La incertidumbre es lo peor que pueden tener los mercados”.

Desde el Instituto Internacional de Finanzas también apuntan a los problemas que están sufriendo muchas empresas de mercados emergentes por el desplome de los

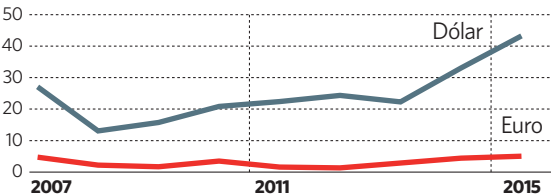
Las divisas emergentes sufren frente al dólar desde 2014

Todas las que monitoriza 'Bloomberg' caen en este periodo

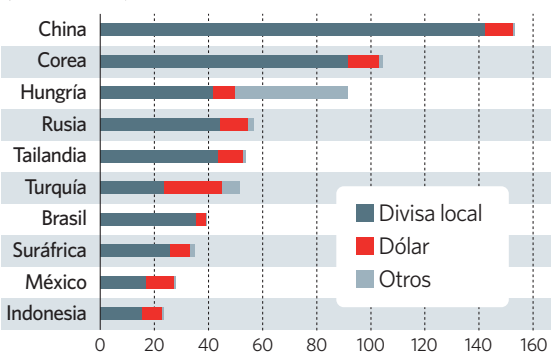


Fuente: Bloomberg, Thomson One e IIF.

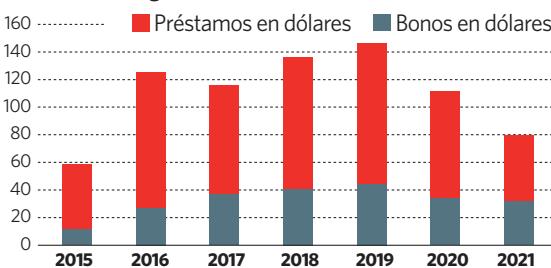
Emisiones de bonos corporativos no financieros en divisa local (%)



Deuda corporativa no financiera de mercados emergentes (% sobre PIB)



Perfil de madurez de la deuda denominada en dólares en mercados emergentes (miles de millones de dólares)



elEconomista

precios de los recursos básicos. Destacan que “algunas firmas ya están sufriendo la caída del precio del petróleo, además de un frenazo generalizado en el comercio global. En este contexto, la cuestión clave es cómo se protegen estas empresas”.

El Instituto destaca que, las dos principales vías para reducir el efecto negativo de la subida del dólar son que los ingresos de estas firmas también sean en dólares, o bien a través del mercado de derivados, cubriéndose con productos que se beneficien de la subida del *billete verde*.



NI EL PÁNICO HACE DEL YEN UN ACTIVO REFUGIO

En los últimos años, los periodos en los que suele producirse una subida del yen frente al resto de divisas más negociadas del mundo suele coincidir con periodos de aversión al riesgo. No obstante, no por ello se trata de una divisa refugio. Este comportamiento responde a los efectos del 'carry trade'

por Fernando S. Monreal

Refugio, especulación, miedo...; son muchos los adjetivos que se han adherido a las explicaciones de propios y extraños para analizar el comportamiento del yen japonés en las últimas semanas. Hasta cerca de un 4 por ciento de media ha llegado a revalorizarse frente a sus diez cruces más negociados del mundo, lo que la convierte en una de las divisas más alcistas del ejercicio de 2016.

Ni siquiera el euro, que registra un alza cercana al 2 por ciento en el año frente al dólar, se acerca a las rentabilidades tan abultadas que ofrece la divisa nipona en este comienzo de ejercicio. No en vano, durante el mes de febrero el yen ha rebasado sus máximos de los últimos 15 meses en su cruce frente al dólar estadounidense (ver gráfico).

"El riesgo de ver una mayor debilidad del dólar frente al yen ha resurgido con bastante rapidez", afirman desde Bank of America. "Sobre todo", continúan desde la firma, "tras el recorte de los tipos de interés llevado a cabo por el banco central de Japón (BoJ), que en nuestra opinión, probablemente no sea suficiente para invertir ➤

< la fortaleza del yen”.

Y es que, el comportamiento alcista de la moneda nipona no parece responder a ningún criterio racional si se atiende a la política monetaria expansiva del BoJ -su última medida ha sido la adopción de tipos de interés negativos- que, teóricamente, debería acarrear un descenso del yen.

“La política monetaria sigue en modo expansivo”, afirma Nick Peters, gestor de fondos multi-activos de Fidelity International, que además señala que se espera que así siga siendo durante un periodo de tiempo prolongado: “Los legisladores están preparados por si hubiera que profundizar aún más en esta política”.

Entonces, ¿qué está provocando este alza desmesurada que ha llevado al yen a marcar su nivel más alto en el último año y tres meses? La pregunta encuentra su respuesta en el *carry trade*, la técnica por la cual los inversores se financian en divisas de países cuyos tipos de interés se encuentran bajos para invertir en países con tasas más altas y así poder aprovechar las diferencias en el precio del dinero.

“El volumen que mueve el *carry trade* ronda los 9 billones de dólares en la actualidad”, asegura Alex Fusté, economista jefe de Andbank. “De hecho”, prosigue el mismo experto, “se encuentra en máximos históricos”.

Los inversores han utilizado el yen y el euro -más que el dólar- para financiar sus inversiones en economías emergentes o en activos de mayor riesgo, que evidentemente ofrecen unas rentabilidades más elevadas. “Son divisas de países cuyos bancos centrales además de adoptar políticas monetarias muy acomodaticias son muy transparentes a la hora de transmitir sus decisiones futuras” afirma Fusté.

Sin embargo, en el momento en el que arrecia la tormenta en los mercados, como en el inicio de 2016, los activos de más riesgo son los que más sufren los vestigios de la crisis. “Es entonces cuando los bancos hacen sus *margin call* a los inversores que se han financiado en estas divisas, que se ven obligados a deshacer posiciones”, señala el experto de Andbank.

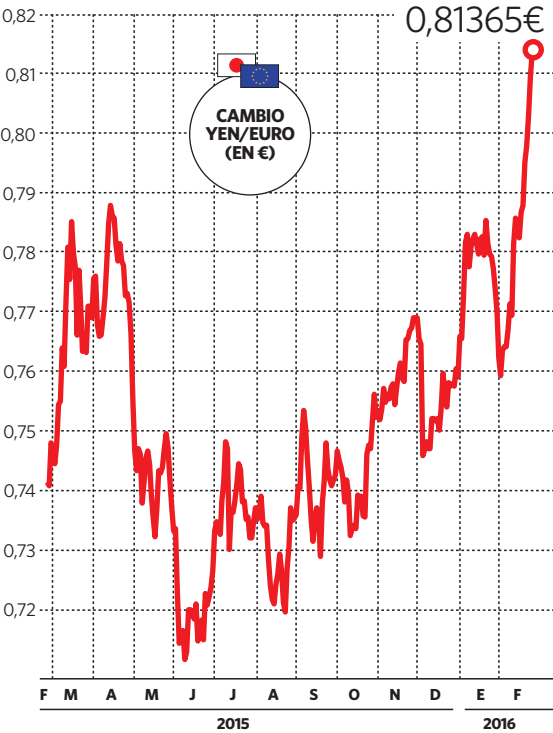
En ese momento es cuando estos inversores se ven obligados a abandonar sus inversiones para recomprar los yenes y los euros en los que se han financiado y así poder repagar sus deudas, lo que genera una fuerte subida del yen.

“En los últimos años, los periodos en los que suele producirse una subida del yen frente al resto de divisas más negociadas del mundo suele coincidir con periodos de aversión al riesgo”, explica Juan Ignacio Crespo, analista financiero. No obstante, no por ello se trata de una divisa refugio. “En momentos en los que cunde el pánico, los inversores devuelven los préstamos en yenes que tenían, generando una subida de esa divisa”.

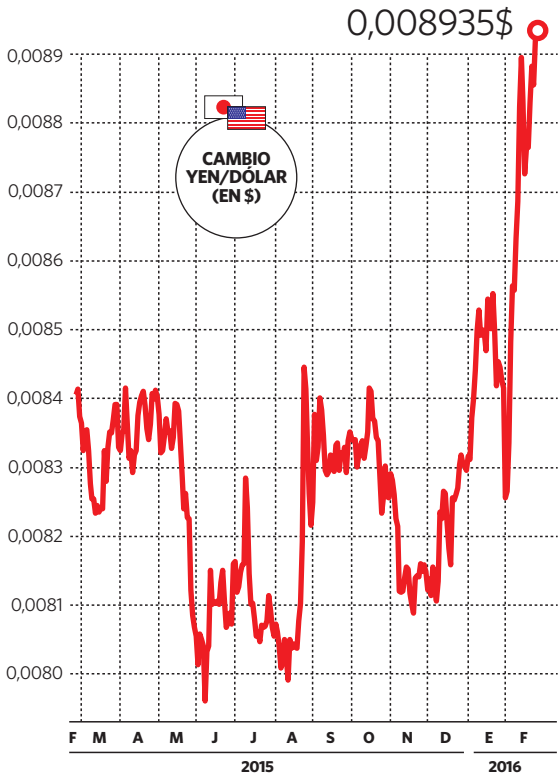
En una posición similar se pronuncia José Luis Martínez Campuzano, estratega

La divisa más alcista de 2016

El Yen es la divisa más alcista del año



Fuente: Bloomberg.



elEconomista

El volumen que mueve el ‘carry trade’ ronda los 9 billones de dólares en la actualidad. De hecho, se encuentra en máximos históricos

de Citi en España: “Se trata de una moneda acreedora. Hay que tener en cuenta que es la divisa de un país que sufre de exceso de ahorro. Por ello, cuando hay mayores restricciones al crédito, o se da una aversión al riesgo, los inversores tratan de repatriar capitales”.

Y la situación se ha convertido en propicia para que se produzca este movimiento. El mercado ya no sólo se guía por los niveles técnicos o fundamentales, sino que el sentimiento del inversor cada vez pesa más en sus decisiones estratégicas.

“Hay un aspecto interesante en la evolución de los mercados, sobre todo en momentos como este, y es la conducta o el estado de ánimo de los inversores; la extrema aversión al riesgo que muestran en estos días se refleja también en diversos indicadores que miden el sentimiento inversor”, afirman desde el análisis de Banca March.



EL PETRÓLEO ES LA FICHA CLAVE PARA EL REBOTE

La caída del crudo debería tener un impacto positivo en la economía pero el mercado no lo ve así. ¿Por qué hace falta un petróleo al alza para que la bolsa suba?

por Ana Palomares

China y el petróleo. El petróleo y China. No se sabe quién es el huevo y quién la gallina, pero lo que está claro es que ambos son los responsables de que suba o baje la bolsa. El caso de China es más obvio. Al fin y al cabo, la ralentización de la segunda mayor economía del mundo afecta en gran medida al crecimiento mundial y no hay que olvidar que históricamente lo que ha movido a los mercados al alza o a la baja ha sido la buena o mala salud económica. Pero el impacto que está teniendo el petróleo en la bolsa tiene más interrogantes.

Es cierto que siempre se ha achacado un aumento del precio del petróleo a una mejora de la demanda y por tanto de la economía, pero en un contexto como el actual en el que el crecimiento económico es famélico, una caída de los precios del crudo -han retrocedido un 68 por ciento desde que empezó su racha bajista en junio de 2014- debería haber sido interpretado como algo positivo por los mercados, al menos para aquellos que están en territorios importadores como la mayoría de países occidentales, ya que como explica Betina Müller, economista jefe de Deutsche AM “el producto interior bruto de la eurozona debería aumentar en un 0,1 por ciento por cada caída de 10 dólares en el precio del barril de Brent”.

Sin embargo, la realidad es que el impacto que la caída del petróleo ha tenido en el mercado y en la economía europea ha sido todo lo contrario. Las mayores caídas bursátiles del año han coincidido con los mayores batacazos en el precio del petróleo (ver gráfico) y las previsiones económicas, lejos de mejorarse, han sufrido severos recortes por parte de organismos como la OCDE -ha recortado su previsión de crecimiento mundial en tres décimas- o del FMI -lo ha rebajado en dos décimas-. Son varias las razones que esgrimen los expertos para defender que un rebote en bolsa, y también en la economía, debe de estar apoyado por un alza en los precios del crudo.

El primero, y quizá el más importante es el impacto que los bajos precios del petróleo puede tener en la inflación y, más importante todavía, en las políticas monetarias de los bancos centrales. “En los

¿La clave de la recuperación económica y bursátil?



¿Qué previsiones hay para el precio del crudo West Texas?

Los más optimistas...

FIRMA	PREVISIÓN PRECIO 2016 (\$)	VARIACIÓN DESDE LOS NIVELES ACTUALES (%)
Macquarie Capital	62,00	↑ 102,09
Nomura International	62,00	↑ 102,09
CIBC World Markets	61,25	↑ 99,64

...y los más pesimistas

FIRMA	PREVISIÓN PRECIO 2016 (\$)	VARIACIÓN DESDE LOS NIVELES ACTUALES (%)
Natixis SA	34,3	↑ 11,80
Danske Bank	36,00	↑ 17,34
BNP Paribas	36,00	↑ 17,34

Fuente: Bloomberg, Banco Mundial, FMI.

elEconomista

Un petróleo a la baja puede acarrear una menor inflación y modificar los planes que tienen los bancos centrales, incluida la Fed

últimos meses la caída del precio del petróleo ha contribuido a reducir las estimaciones de inflación y eso afecta de una manera indirecta a las políticas monetarias”, apuntan desde Bank of America. No en vano, conviene recordar que el principal mandato de los bancos centrales, sobre todo del BCE, es controlar la inflación pero también evitar la deflación, ya que una caída de precios continuada podría frenar el aumento de consumo o del crédito, el mismo que en teoría ha perseguido la política expansiva de los últimos años. Es decir, obligaría a los bancos centrales a inyectar aún más liquidez al sistema, si es que aún tienen municiones, para conseguir su fin. De ahí que ya pocos defiendan no ya cuatro subidas de tipos en EEUU para este año, sino apenas dos -el 23 por ciento de los gestores de Bank of America ya no ve ninguna subida más de tipos en EEUU cuando ese porcentaje era inferior al 5 por ciento hace sólo un mes-. Y es que aunque a priori el impacto de un petróleo a la baja debería trasladarse al ➤

< consumo, también en EEUU, la realidad es que la mayoría de lo que se ha ahorrado el consumidor estadounidense a través de esta vía lo está destinando al ahorro y no al consumo. “De los 350.000 millones de dólares que se han ahorrado por este concepto, el consumo sólo se ha quedado con 20.000 millones”, apunta Antonio Salido, de Fidelity.

El segundo problema de un petróleo a la baja es el impacto que tiene en mercado de *high yield*. A este respecto, hay que tener en cuenta que el 90 por ciento de las emisiones de bonos basura cotizan en EEUU y que el 10 por ciento del mercado está en sectores relacionados con la energía. Buena parte de estas compañías están ligadas al *fracking* y a muchas no les resulta rentable la extracción de crudo cuando este está barato. Con el negocio de capa caída, aumenta el riesgo de impagos en el sector -la tasa de impago ha escalado hasta el 9 por ciento (14 por ciento si sólo se tienen en cuenta a las empresas de extracción y producción) según un reciente estudio de Fitch-. Esto puede tener un impacto muy negativo en los bancos que en su día les otorgaron financiación, lo que ha llevado a muchos a plantearse si nos encontramos ante los inicios de otra crisis similar a la que desencadenaron las hipotecas *subprime*. “El riesgo de que se produzca otra crisis *subprime* en EEUU es limitado”, apuntan desde Natixis. Una idea con la que coincide el CIO de Deutsche Bank AM, Stefan Kreuzkamp: “El impacto es muy limitado, ya que sólo supone el 3 por ciento de todos los préstamos de EEUU. Estos ratios son más altos en los bancos regionales, pero muchos bancos ya han realizado provisiones para atender a este asunto”. Aun así, las dudas sobre bancos y energéticas tienen un impacto muy negativo en las cotizaciones de las mismas y eso se nota en que en lo que va de año ambos sectores acumulan las mayores pérdidas en bolsa. De hecho, según apuntan en Bank of America, estos sectores concentran el 64 por ciento de los 4,6 trillones de dólares que se han perdido en los mercados bursátiles desde julio de 2014, cuando comenzó el actual ciclo bajista del crudo.

Y el tercero es que no hay que olvidar que muchos de los grandes fondos de pensiones del mundo y fondos soberanos son grandes inversores de bolsa y mucho de ese dinero que en

El 64 por ciento de todo el dinero perdido en mercados desde que empezó la caída del petróleo es por bancos y petroleras

su día llegó al mercado está siendo repatriado para limitar el impacto que la caída del crudo ha tenido en sus economías. Tal es su impacto que según la consultora Capital Economics, en porcentaje los activos en manos de fondos soberanos sobre el total del mercado de acciones y bonos era del 9 por ciento en 2015. Solo este año Lyxor calcula que los fondos soberanos de países del Golfo han retirado del mercado nada menos que 300.000 millones de dólares y según los datos de SWFI si el crudo permanece entre los 30 y los 40 dólares por barril, este año dichos fondos podrían deshacer hasta 404.300 millones de dólares en bolsa.

¿HEMOS VISTO EL SUELO?

La política monetaria, el mercado de *high yield* o la repatriación de petrodólares son las tres grandes causas que explican la reacción del mercado a la caída del petróleo, pero el principal pilar en el que se apoya la cotización del crudo sigue obedeciendo a la ley de oferta y demanda y, sobre todo, al ajuste entre ambas. El problema está más en la oferta que en la demanda ya que, pese a la desaceleración de los emergentes, la demanda no ha hecho otra cosa que subir en los últimos años. En los cálculos realizados por UBP, teniendo en cuenta las estimaciones del Departamento de Energía de EEUU, Agencia Internacional de la Energía y OPEP, la demanda en 2016 debería incrementarse en 1,2 millones de barriles diarios. El problema es que hay sobreproducción para atender a esa demanda. De momento, uno de los principales culpables de esta sobreproducción, el *fracking*, ya ha empezado a plegar velas y tal como apuntan desde Imantia Capital, “mientras que los precios del crudo han caído más de un 70 por ciento, los costes sólo lo han hecho un 30 por ciento y este desajuste

sólo puede cubrirse por el lado del capex, y con menor inversión, la producción acaba cayendo”. De hecho, en Fidelity apuntan a que, en 2016, la producción de crudo por la técnica del *fracking* caerá en 0,5 millones de barriles diarios en 2016. A esto hay que sumar el principio de acuerdo que en teoría van a firmar los países de la OPEP para congelar la producción.

Es esa idea de que la producción se irá ajustando progresivamente a la demanda lo que lleva a muchos a pronosticar que el petróleo ya ha hecho suelo. Eso al menos es lo a lo que apuntan los analistas que recoge *Bloomberg*, ya que incluso el más bajista ve el precio del West Texas un 11,8 por ciento cotizando por encima de los niveles actuales al cierre de 2016 (ver gráfico).



STABILITAS SILBER+WEISSMETALLE P

+32,14%

Lleva en pie desde el 2006 y aunque a largo plazo ha registrado pérdidas, en el último año consigue repuntar más de un 23 por ciento. Se dedica a invertir en empresas de extracción de metales preciosos y recibe una estrella Morningstar sobre un máximo de cinco.

SHARE GOLD EUR

+29,08%

Entre las principales posiciones de este fondo figuran cotizadas como Goldcorp o Eldorado, dedicadas a la extracción de oro, pero lo cierto es que en su filosofía también está encontrar empresas que exploren, produzcan o transformen otros productos energéticos, como petróleo, gas, electricidad o carbón.

LO FUNDS - WORLD GOLD EXPERTISE (CHF) IA

+25,7%

También busca oportunidades en valores que se engloben dentro del sector de la extracción de oro o metales preciosos y, como los anteriores, en el último año se anota a los números verdes con avances del 19 por ciento. Eso sí, sólo es accesible a los bolsillos más pudientes por exigir una inversión mínima elevada.



LOS METALES PRECIOSOS BRILLAN

La volatilidad en la que han estado inmersos los mercados este mes ha provocado un claro efecto: la vuelta al refugio en algunos de los activos más tradicionales como el oro. La consecuencia más inmediata ha sido un rebote tanto de la materia prima como de las empresas dedicadas a la extracción de este metal como de otros preciosos.

JAPÓN PASA FACTURA

La debilidad de la economía japonesa, que se contrajo más de lo esperado en el cuarto trimestre de 2015, sólo ha acentuado la inestabilidad que afecta a sus mercados financieros. Tras cuatro años de ganancias consecutivos, las ventas han llegado este año y pasan ya factura a los fondos que invierten en la renta variable del país.



UBAM SNAM JAPAN EQUITY VAL A EUR ACC

-17,27%

Invierte únicamente en empresas japonesas, siendo Mazda, JX Holdings o Mitsui & Co algunas de las compañías que más pesan en su cartera. A tres y cinco años ha conseguido ganancias para sus partícipes, sin embargo en el último año se deja más de un 19 por ciento. En febrero pierde un 17,27 por ciento.

JANUS JAPAN A HKD HDG ACC

-17,08%

No cuenta con una larga trayectoria a sus espaldas porque fue creado en septiembre de 2014, pero en un año acumula pérdidas del 22 por ciento. Al igual que el anterior, sólo toma posiciones en compañías japonesas y entre sus sectores favoritos figuran el tecnológico y el del consumo cíclico.

FIDELITY JAPAN SMALLER COS A-ACC-USD HDG

-16,14%

Se fija en empresas de pequeña capitalización japonesas. El fondo está denominado en dólares, aunque tiene la divisa cubiera. A doce meses sufre un retroceso del 20,4 por ciento y este mes no ha sido distinto. Pierde un 16,14 por ciento en febrero.

El 16 de enero de 2016 ya es uno de los días marcados en rojo en el calendario histórico de Irán. Tal día como este se producía el levantamiento de las sanciones internacionales a la república islámica. Un hecho que suponía el fin al estrangulamiento de la economía de este país en los últimos años y, a su vez, destapaba la caja de Pandora. El mercado de *commodities* ya ha dado una clara muestra de ello.

La paz nuclear con Irán supone la apertura al mercado de un país que en los años 70 podía colocar entre 5 y 6 millones de barriles de petróleo al día y que además

posee las mayores reservas de gas natural del mundo.

Así lo afirma el último informe estadístico publicado de British Petroleum, que asegura que el 18 por ciento de las reservas mundiales de esta materia prima se encuentran en su poder. Un porcentaje superior incluso al que mantiene Rusia, que tiene el 17 por ciento del gas natural acumulado del mundo. Y así lo confirma la agencia estatal de información energética de EEUU que estima que las reservas de gas de Irán son desde 2013 las primeras del mundo. Rusia, Qatar, Turkmenistan y EEUU son los siguientes países que más reservas de esta materia prima tienen. ➤



IRÁN AMENAZA MÁS AL GAS QUE AL CRUDO

Desde enero el precio de los futuros del gas natural se ha llegado a desplomar cerca de un 11 por ciento a pesar de ser un periodo en el que esta 'commodity' suele registrar alzas

por Fernando S. Monreal

“Tras el ingreso de Irán en los mercados internacionales de la energía, la guerra de precios se recrudecerá en el mercado de materias primas”, afirma Álex Fusté, economista jefe de Andbank.

Para colocar todo ese gas tendrá que luchar fuerte con el resto de competidores, y en un mercado abierto se lucha bajando el precio. De hecho, según aseguran desde Andbank, el mercado energético ha mutado desde un sistema monopolístico a un sistema de fijación de precios competitivo en los últimos ejercicios.

NI EL FRÍO ELEVA SU PRECIO

En este sentido, desde enero el precio de los futuros del gas natural se desploma cerca de un 27 por ciento en el año -el crudo cede un 15 por ciento en el mismo periodo- y ya cotiza en niveles no vistos desde 1999 a pesar de ser un periodo en el que esta *commodity* suele registrar alzas.

Y es que, el gas natural se utiliza para calentar más de la mitad de hogares en Estados Unidos, lo que favorece que durante el periodo invernal el precio de esta materia suba. De hecho, ante tormentas de nieve -como a la que se enfrentó EEUU a lo largo del mes- su precio se suele ver elevado, pero ha sucedido lo contrario. “El clima templado en invierno, una falta de demanda de calefacción, una producción récord y el consiguiente hinchamiento de los inventarios ha provocado una fuerte caída de los precios”, aseguraban a comienzos de mes desde el departamento de análisis de Julius Baer. “A más largo plazo”, señalan desde la entidad suiza, “las exportaciones de Estados Unidos y Australia -por primera vez-, generarán un creciente superávit de gas natural licuado global que será muy difícil de absorber por completo por los consumidores asiáticos”.

UN FUTURO NO TAN NEGRO

Pese a ello el futuro del gas no parece tan negro. “En Europa probablemente no se sentirán los efectos del suministro iraní adicional hasta por lo menos el ejercicio 2030”, afirman los analistas de *Bloomberg*, haciendo alusión a diferentes declaraciones de ejecutivos de las principales empresas de energía.

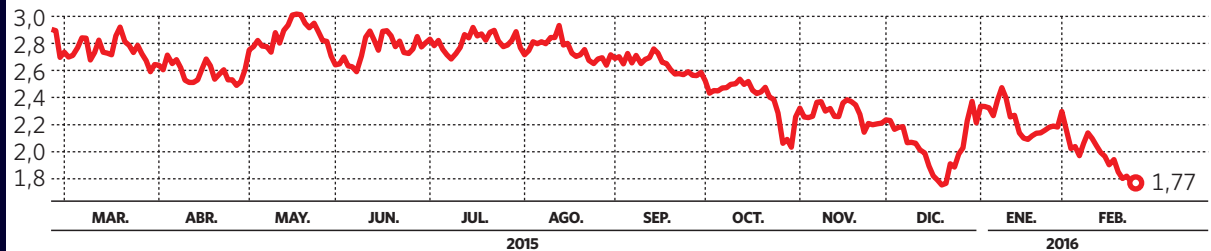
Y es que, para poder competir en la producción de gas en Europa es necesario tener acceso a una financiación y a una tecnología que ha variado mucho desde que se impusieran las sanciones a Irán. “Los precios parecen demasiado bajos para mantener al mercado en el equilibrio adecuado de cara al largo plazo. La

Tiene más reservas de gas que Rusia

En millones de metros cúbicos

REGIÓN	2014	PORCENTAJE DE RESERVAS FRENTE A LAS RESERVAS MUNDIALES
 Total mundial	187.061	—
 Irán	34.008	18,2
 Rusia	32.621	17,4
 Qatar	24.522	13,1
 Turkmenistán	17.471	9,3
 EEUU	9.769	5,2

Evolución del gas natural (en dólares)



Fuente: British Petroleum.

elEconomista



ISTOCK

producción debería disminuir en el futuro -a la estela de lo que probablemente suceda con el petróleo de esquisto- mientras que la demanda de plantas de energía debe permanecer fuerte”, asegura Carsten Menke, analista especializado en el mercado de materias primas.

Este hecho, unido a que tal y como aseguran desde Nomura, “China aspira a tener en cuenta al gas natural entre las energías que consume -se espera que esta *commodity* llegue a pesar cerca de un 10 por ciento del total de su energía consumida en el año 2020, es decir, el doble de lo que representa en la actualidad-”, pesan también en la cotización del gas natural, que ha suavizado las caídas registradas en el año a lo largo de las últimas todas semanas.

Además, no hay que olvidar que el gas natural emite un 50 por ciento menos de CO2 que el carbón a la hora de ser usado como fuente de generación de energía por lo que su atractivo en un contexto en el que el Gobierno chino.



S uena muy bien que un fondo se marque como objetivo lograr rentabilidades positivas pase lo que se pase en el mercado. Sobre todo cuando este cae y apenas quedan refugios. Esa filosofía atrajo grandes cantidades de dinero el año pasado hacia los fondos de retorno absoluto -fue la cuarta categoría con más suscripciones netas en España-, que son lo más parecido a un *hedge fund* que existe por seguir un estilo de inversión libre. La teoría es perfecta, pero ¿y la práctica? La práctica no lo es tanto, salvo excepciones... ¡Claro!

De los más de 500 fondos de este tipo a los que tiene acceso el inversor en España, sólo un 15 por ciento aguanta en positivo este año, según datos de Morningstar, y lo hace con una rentabilidad media del 2,54 por ciento. ¿Suficiente para determinar que se trata de un buen fondo? No, solo una primera pista. “Si no es capaz de ofrecer rentabilidades positivas por encima de los tipos a corto plazo en periodos de doce meses no merece la pena llamarse retorno absoluto”, explica Fernando Luque, editor senior de Morningstar. Y lo cierto es que, continúa, desde 2008 existen pocos que consigan obtener rentabilidades positivas año tras año.

Tan pocos como que es imposible encontrar uno solo que cumpla esta última premisa. Sólo siete pasarían la prueba del algodón si se ignora que en algún ejercicio ➤

RETORNO ABSOLUTO MÁS A PERDER QUE A GANAR

Su filosofía no puede ser más ‘golosa’: ganar pase lo que pase en el mercado. Y aunque algunos (pocos) lo consiguen, lo malo es que se desaconsejan para el inversor particular

por Cristina García



El uso de retorno absoluto resulta idóneo en las carteras discrecionales, por ser el profesional el que hace las asignaciones

de los últimos ocho han sufrido pérdidas inferiores al 1 por ciento (ver gráfico). Sin embargo, para los expertos, este tipo de fondos tienen sentido en un momento como el actual. Primero porque aportan solidez a la cartera. “Si se tienen activos con riesgo es importante tener una parte de la cartera con consistencia y estas estrategias ofrecen un colchón frente a unas caídas que son ya prácticamente generalizadas”, explica Amílcar Barrios, responsable de gestión de carteras de Tressis. Y segundo, porque en mercados a la baja, como el actual, “los gestores de estos fondos cuentan con más herramientas para proteger una cartera que en los fondos tradicionales de renta variable y de renta fija, al poder adoptar posiciones cortas y recurrir a derivados”, argumenta Sasha Evers, director general de BNY Mellon IM para Iberia.

NO SON LOS MÁS RECOMENDABLES PARA UN PARTICULAR

Su descorrelación con la dirección que sigue el mercado hace de los fondos de retorno absoluto una de las herramientas más útiles para diversificar las inversiones en un entorno en el que la bolsa se pierde y en el que la renta fija tampoco da grandes alegrías. No obstante, su uso intensivo de elementos sofisticados hace que no sean los más recomendables para un inversor de bajo patrimonio, sino más bien para uno institucional o al menos de patrimonio elevado, en opinión de Rose Marie Boudeguer, directora del servicio de estudios de Banca March. “Resultan idóneos cuando se emplean en carteras discrecionales donde es el profesional financiero el que toma las decisiones a la hora de realizar asignaciones en distintas clases de activos y estrategias”, arguye Sasha Evers, de BNY Mellon, porque la mayoría de estos fondos utiliza subyacentes complejos difíciles de entender. En opinión de Boudeguer, un particular debería fijarse antes en un perfilado o monetario antes que en un fondo de retorno absoluto, pudiéndolo complementar con algún bono que proporcione un rendimiento extra.

Y lo cierto es que aunque estas estrategias tienden a verse como un todo, existen muchos tipos. Puede que los más conocidos sean los *long-short*, es decir, aquellos en los que el gestor tiene libertad para posicionarse tanto a corto como a largo en función de si estima que la acción va a caer o subir. Es posible encontrarlos de renta variable, de crédito o incluso de deuda emergente. Pero existen más variedades, como los multiestrategia de renta fija, los que invierten en función de la macro o los que toman posiciones en futuros, por ejemplo.

Los fondos de retorno absoluto que sí funcionan

Candriam Index Arbitrage Classique EUR

GESTORA
Candriam

NOMBRE DEL GESTOR/A
Emmanuel Terraz

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
0,8%

RENTABILIDAD %	
2008	5,52
2009	2,96
2010	1,54
2011	2,12
2012	0,81
2013	1,33
2014	-0,36
2015	0,18
2016	0,21

1,59

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Clfcdjour 03/10/2011, Dexia Credit Sa 3,125%, France 0% 10-20.10.11 Btf

Ofi Risk Arbitrages

GESTORA
OFI

NOMBRE DEL GESTOR/A
-

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
1,2

RENTABILIDAD %	
2008	0,82
2009	2,63
2010	1,10
2011	1,74
2012	0,67
2013	-0,42
2014	0,90
2015	0,09
2016	0,01

0,84

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Ofi Trésor, Liquidez, ECP Iberdrola 28/10/2015

Extrafondo Dinámico FI

GESTORA
Santander

NOMBRE DEL GESTOR/A
J. M. Yraola, L. Barrio y M. García

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
0,4

RENTABILIDAD %	
2008	3,79
2009	1,48
2010	0,32
2011	1,01
2012	2,23
2013	0,96
2014	0,74
2015	0,34
2016	-0,35

1,17

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Liquidez, deuda española, BNY Mellon Absolute Return

Fondespaña-Duero Alternativo CP FI

GESTORA
Unicaja

NOMBRE DEL GESTOR/A
Esther Revilla y Eva Pérez

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
1,0

RENTABILIDAD %	
2008	1,22
2009	1,55
2010	0,21
2011	0,05
2012	2,64
2013	1,42
2014	0,10
2015	-0,82
2016	-0,42

0,66

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Fondespaña Duero RF largo plazo, depósito Banco Popular, Banco Ceiss

Ibercaja Ahorro Dinámico A FI

GESTORA
Ibercaja

NOMBRE DEL GESTOR/A
Óscar del Diego Ereza

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
1,4

RENTABILIDAD %	
2008	0,80
2009	3,56
2010	0,12
2011	0,71
2012	2,57
2013	1,47
2014	0,36
2015	-0,37
2016	-0,48

0,97

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Cuenta Cecabank, Deuda española, Depósito Ibercaja

Ibercaja Crecimiento Dinámico A FI

GESTORA
Ibercaja

NOMBRE DEL GESTOR/A
-

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
1,4

RENTABILIDAD %	
2008	1,50
2009	4,11
2010	0,06
2011	0,87
2012	2,50
2013	1,71
2014	0,71
2015	-0,18
2016	-0,66

1,18

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Cuenta Cecabank, Deuda española, Depósito Ibercaja

Caixabank Gestión Conservador VAR 3 FI

GESTORA
Ahorro Corporación

NOMBRE DEL GESTOR/A
Francisco Sainz y Sergio Ríos

GASTO DE GESTIÓN MÁXIMO ANUAL
0,8

RENTABILIDAD %	
2008	4,99
2009	7,58
2010	2,48
2011	-0,04
2012	4,07
2013	2,14
2014	2,22
2015	0,48
2016	-0,93

2,56

RENTAB. MEDIA

PRINCIPALES POSICIONES
Imantia Fondedposito, BSF European Absolute Return, Pictet EUR Short Term High Yield

Fuente: Morningstar. Datos a 11 de febrero

elEconomista

< CÓMO ASEGURARSE DE ELEGIR UN BUEN FONDO DE RETORNO ABSOLUTO

En todos ellos, además de mirar la rentabilidad histórica para saber si ha sido capaz de preservar el capital o no en cualquier contexto de mercado, se deben tener otros aspectos en cuenta. Como que estén en euros. “Hay bastantes clases de fondos, denominados en otras divisas, que han conseguido buenos resultados simplemente a la evolución del tipo de cambio y no tanto por la estrategia implementada”, apunta Fernando Luque, de Morningstar.

Pero debido a la complejidad de estos fondos, no basta con quedarse ahí cuando se elige uno. Antonio Salido, de Fidelity, recomienda valorar la pérdida máxima que han sufrido en un momento dado, para saber si llegado el caso estaría dispuesto a asumirla; también se aconseja conocer su volatilidad, que no debería superar el 2,5 por ciento en los perfiles más defensivos o incluso si se produce un cambio de gestor, ya que la habilidad de este es clave para que la estrategia tenga éxito.

También puede dar pistas conocer cuál es el valor de referencia en relación al

cual se mire el fondo, como explica Sasha Evers, que suele ser efectivo y el objetivo de retorno, que habitualmente se expresa como un porcentaje anual sobre el efectivo. “También es importante analizar los instrumentos financieros y los derivados que puede utilizar el fondo y la liquidez de los activos/instrumentos financieros subyacentes”, añade.

Y LOS FONDOS DE RETORNO ABSOLUTO QUE SÍ FUNCIONAN SON...

Teniendo esas pautas claras, de los siete fondos que en los últimos ocho años aguantan en positivo año tras año o al menos con pérdidas inferiores al 1 por ciento, el que consigue un rendimiento medio más atractivo en este periodo es *Caixabank Gestión Conservador VAR 3*, gestionado por Ahorro Corporación. Ha registrado pérdidas en dos ejercicios (2011 y este), pero acumula ganancias medias del 2,56 por ciento desde 2008. Es accesible a partir de los 3.000 euros. Le sigue *Candriam Index Arbitrage Classique*, ver gráfico, que además es uno de los pocos fondos que aguantan en positivo este año.

BEKA FINANCE LANZA SU PROPIO SUPERMERCADO DE FONDOS CON MÁS DE 41.000 PRODUCTOS

Beka Finance ha decidido integrarse en la plataforma de fondos All Funds Banks y esa integración le ha permitido lanzar un nuevo supermercado de fondos que podrá a disposición de sus clientes un universo de 41.000 fondos de inversión de gestoras tanto nacionales como internacionales. La entidad ofrecerá además un servicio de asesoramiento personalizado que analizarán el perfil inversor de los clientes para diseñar soluciones ajustadas a cada uno de sus perfiles. En concreto ofrece cinco modelos de carteras recomendadas: conservadora, prudente, equilibrada, rendimiento y agresiva. “La creación de esta plataforma responde a nuestra misión de ofrecer a nuestros clientes soluciones de inversión prácticas, eficaces y globales”, apunta Sofía Vega de Seoane, directora del área de particulares de Beka Finance.

DANIEL LACALLE GESTIONA EL NUEVO FONDO DE TRESSIS

Los fondos mixtos se han convertido en la mejor opción de las gestoras de fondos en un año complicado como éste en el que la volatilidad se ha instalado en los mercados de renta variable pero también en renta fija. Y es en este contexto en el que Tressis Gestión ha decidido reforzar su gama de fondos con el lanzamiento de *Adriza International Opportunities*, un fondo mixto global que invertirá al menos el 75 por ciento de su patrimonio en empresas industriales y de consumo que ofrezcan una buena rentabilidad por dividendo, tengan un programa de recompra de acciones en marcha o tenga un negocio en fase de reestructuración. “En un entorno de bajos tipos de interés, baja inflación y bajo crecimiento, este fondo busca invertir en empresas con una política de alta rentabilidad y máxima retribución al accionista, escogiendo a los ganadores globales de un ciclo inversor superior al billón de dólares”, apunta su gestor y director de inversiones de Tressis Gestión, Daniel Lacalle. El producto tiene, por tanto, un universo de inversión de 1.000 empresas cotizadas con un *free float* superior a los 3.000 millones de dólares. Su objetivo en este primer año es alcanzar los 20 millones de euros de patrimonio.



Daniel Lacalle, director de Inversiones de Tressis. F. VILLAR

GVC GAESCO JUNTA EL ANÁLISIS FUNDAMENTAL Y EL TÉCNICO PARA SU GESTIÓN DE CARTERAS

La combinación del análisis basado en criterios fundamentales con el análisis técnico es la estrategia por la que ha apostado GVC Gaesco para su nuevo modelo de gestión de carteras. Lo ha llamado Estrategia FundTech y estará disponible para cualquiera de sus clientes que cuenten con al menos 30.000 euros de inversión. “Hemos implementado este innovador modelo de gestión discrecional de carteras Estrategia FundTech porque creemos que la combinación del análisis técnico y el fundamental puede aportar valor añadido a nuestros clientes”, apunta Carme Hortalá, directora general de GVC Gaesco Valores. El modelo supone invertir el patrimonio del cliente en diez valores de renta variable seleccionados por Beka Finance que se incorporarán a la cartera en el momento en el que lo indique el análisis técnico.

DEUTSCHE BANK ESPAÑA OPTA POR LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN SU NUEVO PRODUCTO

Deutsche Bank España ha decidido adaptar la inversión socialmente responsable a su nuevo producto mixto flexible. El fondo, llamado *DeAWM Fixed Maturity FlexInvest ESG 2021*, cuyo vencimiento está definido para abril de 2021, invertirá su patrimonio tanto en activos monetarios o bonos a corto plazo como en valores de renta variable que cum-

plan con criterios de inversión socialmente responsable y el porcentaje que destine a cada uno de estos activos variará en función de cada contexto de mercado a través de sus sistema FPI (Flexible Portfolio Insurance). Además, destinará el 0,40 por ciento de su patrimonio, parte de la comisión anual de gestión, a proyectos solidarios.

LEGG MASSON ACERCA AL INVERSOR ESPAÑOL DOS FONDOS DE RENTA FIJA DE SU FILIAL WESTERN ASSET

Conseguir rentabilidad invirtiendo en renta fija se antoja complicado, al menos si se invierte en renta fija de un modo tradicional. Pero Legg Masson cree que aún se puede encontrar valor en estos activos si se gestionan de manera flexible y por ello ha decidido acercar al inversor español dos fondos de renta fija de su filial Western Asset. El prime-

ro de ellos es *Legg Masson Western Asset Multi-Asset Credit* e invertirá en todo tipo de deuda con el objetivo de mantener la volatilidad por debajo del 5-7 por ciento. Por su parte, *Legg Masson Western Asset Global Total Return Investment Grade Bond* invierte en bonos de grado de inversión y divisas con una volatilidad límite del 6 por ciento.

Las bolsas han revivido una auténtica película de terror que ha recordado a otras no muy lejanas. Las petroleras han sido las protagonistas durante meses ante el desplome del crudo y luego han sido los bancos los que han entrado en escena ante los efectos de un menor crecimiento económico y unos tipos que podrían permanecer bajos durante más tiempo. La liquidez que mantienen los bancos centrales, como el BCE en zona euro, ya no soluciona todos los problemas y los resultados presentados por algunos bancos han azuzado el miedo.

Pero si a estas alturas es de los inversores que no ha vendido y conserva títulos en cartera, la recomendación de la mayoría de expertos es no dejarse llevar por el pánico. Al menos, si su visión no es cortoplacista. “Si el inversor ha comprado a medio plazo, hay que intentar soportar la presión, es lo más sensato siempre que se pueda”, considera Rafael Romero, de Unicorp. Para este perfil de inversor de largo plazo, quedarse en mercado será sinónimo de seguir obteniendo rentas periódicas con las retribuciones. “El dividendo es siempre importante para los particulares, pero lo que es más importante en el ➤

Los pagos de las empresas del Ibex 35 ofrecen más de un 5 por ciento en doce meses, pero la mayoría de retribuciones se concentrará en la primavera y en las primeras semanas de verano

por Isabel Blanco

AGUANTAR EL PULSO AL MERCADO

ASEGURA UN 2,9% EN DIVIDENDOS ENTRE ABRIL Y JUNIO

Cuánto cobraría en dividendos una cartera que invierta 2.000 euros en cada uno de los valores del Ibex que retribuirá en 2016



< escenario actual es que los tipos son muy bajos y la volatilidad está repuntando. Esta situación puede durar al menos tres años, y este contexto está siendo muy difícil para el mercado de bonos, por lo que proponemos como alternativa fondos basados en dividendos”, apunta Domingo Torres, responsable de distribución de Lazard Frères.

Se aproxima, además, una buena época del año para recibir esas rentas. Uno de los grandes consuelos es que en los próximos meses se acumula buena parte de los dividendos de la bolsa española. Más de la mitad de los pagos previstos por las empresas del Ibex para 2016 se repartirá entre abril y julio. Pero, ¿cómo se traduce esto en rentabilidad y en dinero contante y sonante? La mejor manera de cuantificarlo es con un ejemplo. Una cartera que invirtiese ahora unos 2.000 euros en cada uno de los valores del Ibex que retribuirá a sus accionistas este año gastaría en torno a 61.800 euros. En los próximos doce meses, esta cartera retornaría una rentabilidad por dividendo del 4,8 por ciento, según los pagos estimados que recoge *Bloomberg* y

Con una inversión de 2.000 euros en cada firma del Ibex, se cobraría 2.950 euros en dividendos en los próximos doce meses

los precios a fecha del 23 de febrero. Entre marzo de 2016 y febrero de 2017 se ingresarían 2.950 euros. Pero la mayor parte se concentrará entre abril y julio, ya que en ese periodo obtendría 1.775 euros, lo que se traduce en que, haga lo que haga la bolsa, esta inversión retornaría 2,9 puntos de rentabilidad vía dividendos.

LOS PAGOS, ENTRE ABRIL Y JUNIO

Habría que tener paciencia para cobrar dividendos, porque para el mes de marzo solo están previstos los pagos de CaixaBank y Bankinter entre las empresas del Ibex. El aperitivo llegará ya en abril con la entrega de Bankia. En ese mes, el mercado también espera los dividendos de Abertis y BBVA, que rentan un 2,5 y un 2,3 por ciento, así como el pago de IAG, de un 1,3 por ciento.

Es en mayo cuando llegan las retribuciones de las grandes empresas del Ibex. Banco Santander redujo el dividendo anual de 0,6 a 0,2 euros, pero esta retribución >

< vuelve a suponer una rentabilidad atractiva, teniendo en cuenta que la acción del banco ha llegado a cotizar en niveles de hace 20 años. Los 0,05 euros que distribuye trimestralmente rentan un 1,4 por ciento. El Santander solo pagará con cargo a 2015 una de sus cuatro entregas con *scrip dividend* y esta última de mayo será en efectivo.

Telefónica también se comprometió a retirar el *scrip* en 2016 siempre que pueda cerrar la venta de O2 en Reino Unido. La operadora reparte su última entrega con cargo a 2015 en mayo y la primera a cuenta de este año en noviembre. El pago de mayo es de 0,4 euros por acción, lo que supone nada más y nada menos que un 4,3 por ciento. Otra de las alegrías de mayo vendrá de la mano de Mediaset. Con la única entrega que reparte en el año ofrece un 4,5 por ciento. Tras recuperar su remuneración el año pasado, los analistas esperan que la compañía eleve el dividendo. “Si nos centramos en compañías españolas, dentro del Ibex 35, que presenten balances sostenibles y en las que no vemos peligrar la sostenibilidad de su dividendo, obviando aquellas que lo reparten en *scrip dividend*, nuestros valores favoritos por rentabilidad por dividendo serían: Telefónica, Endesa, Mediaset España, Gas Natural y Enagás”, señala Silvia Merino, analista de Gesconsult.

En junio, antes de la llegada del mes con más retribuciones en la bolsa española, Mapfre repartirá otro de los pagos más interesantes. Es cierto que la aseguradora ha tenido que reducir ligeramente el dividendo complementario que abona a mediados de año, pero, pese a este recorte, Mapfre tiene una de las retribuciones en efectivo más elevadas. Con esta entrega de junio ofrece un 4 por ciento y en doce meses la rentabilidad alcanza el 7,4 por ciento.

JULIO, EL MES CON MÁS RETRIBUCIONES

Las empresas del Ibex repartirán al menos 16 dividendos durante el mes de julio. Es decir, que en una cartera como la planteada, un inversor obtendría 962 euros -un tercio del total que cobraría en doce meses-, logrando en torno a un 1,6 por ciento de rentabilidad. Los pagos más destacados son los de las *utilities*: retribuirán Endesa, Gas Natural e Iberdrola. También sobresalen los de Enagás y Red Eléctrica, aunque en total hay hasta 10 pagos con rentabilidades superiores al 3 por ciento. Las de Repsol y Acerinox son las más elevadas, con un 5,6 y un 4,5 por ciento en cada caso, aunque ambas emplearán el *scrip dividend*, diluyendo al accionista.

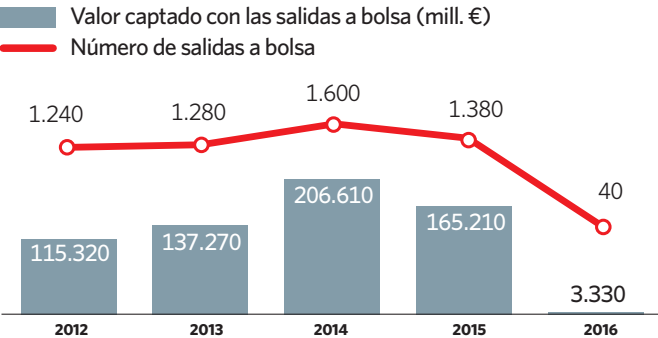
En cambio, Dia ofrece un 3,6 por ciento en metálico con el único dividendo que repartirá en el año y se espera que Indra retribuya en julio con un 4,2 por ciento de rentabilidad. Muchas de las empresas que remuneran durante el verano vuelven a hacerlo en esas fechas. Es el caso de Técnicas Reunidas, que, uniendo el pago de julio y enero, ya ofrece un 6,3 por ciento.

Calendario de dividendos previsto para los próximos 12 meses en el Ibex

			DIVIDENDOS (€)	RENT.
MARZO 2016				
22	CaixaBank	Caixabank	0,04	1,58%
23	bankinter.	Bankinter	0,057329	0,97%
ABRIL				
11	abertis	Abertis	0,33	2,48%
11	IAG	IAG	0,09	1,28%
14	BBVA	BBVA	0,13	2,32%
15	Bankia	Bankia	0,0315	4,14%
MAYO				
3	Popular	Popular	0,02	0,95%
4	INDITEX	Inditex	0,3	1,07%
11	Mediaset España	Mediaset España	0,4	4,53%
13	Santander	Santander	0,05	1,38%
17	Telefónica	Telefónica	0,4	4,29%
27	ferrovial	Ferrovial	0,31	1,69%
JUNIO				
7	GRIFOLS	Grifols	0,1728	0,89%
7	OHL	OHL	0,282	5,47%
8	CaixaBank	Caixabank	0,04	1,58%
20	Sabadell	Sabadell	0,05	3,50%
24	MAPFRE	Mapfre	0,07	3,96%
29	bankinter.	Bankinter	0,056148	0,95%
JULIO				
4	enagas	Enagás	0,792	3,14%
5	Acciona	Acciona	2	2,94%
5	Endesa	Endesa	0,7	4,27%
5	Gamesa	Gamesa	0,16	0,99%
5	Gas Natural	Gas Natural	0,524	3,26%
5	Red Eléctrica de España	Red Eléctrica	2,3194	3,23%
6	Indra	Indra	0,35	4,24%
6	REPSOL	Repsol	0,5	5,60%
8	Acerinox	Acerinox	0,45	4,54%
13	Tec. Reunidas	Tec. Reunidas	0,763	3,24%
14	Dia	Dia	0,18	3,62%
18	BBVA	BBVA	0,08	1,43%
18	Popular	Popular	0,025	1,19%
26	ACS	ACS	0,705	3,21%
26	IBERDROLA	Iberdrola	0,145	2,43%
29	AMADEUS	Amadeus	0,4	1,09%
AGOSTO				
17	Santander	Santander	0,05	1,38%
SEPTIEMBRE				
19	Popular	Popular	0,025	1,19%
27	CaixaBank	Caixabank	0,04	1,58%
29	BBVA	BBVA	0,08	1,43%
OCTUBRE				
5	bankinter.	Bankinter	0,060257	1,02%
28	MERLIN	Merlin	0,421	4,42%
NOVIEMBRE				
4	Santander	Santander	0,05	1,38%
4	INDITEX	Inditex	0,3	1,07%
9	abertis	Abertis	0,345	2,59%
10	ferrovial	Ferrovial	0,4	2,18%
18	Telefónica	Telefónica	0,35	3,75%
DICIEMBRE				
5	IAG	IAG	0,13	1,85%
13	CaixaBank	Caixabank	0,04	1,58%
19	MAPFRE	Mapfre	0,06	3,40%
27	enagas	Enagás	0,56	2,22%
29	bankinter.	Bankinter	0,060257	1,02%
30	GRIFOLS	Grifols	0,161	0,83%
ENERO 2017				
4	Red Eléctrica de España	Red Eléctrica	0,9529	1,33%
5	Endesa	Endesa	0,42	2,56%
10	REPSOL	Repsol	0,5	5,60%
11	Gas Natural	Gas Natural	0,42	2,61%
18	Tec. Reunidas	Tec. Reunidas	0,73	3,10%
23	Popular	Popular	0,025	1,19%
31	IBERDROLA	Iberdrola	0,125	2,10%
FEBRERO				
1	AMADEUS	Amadeus	0,4	1,09%
8	ACS	ACS	0,45	2,05%
15	Santander	Santander	0,05	1,38%

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 23 de febrero.

Las salidas a bolsa sólo captan 3.300 millones en el año



La salida a bolsa más destacada de 2016



SCANDINAVIAN TOBACCO GROUP A	
PER*	-
Mercado en el que cotiza	Dinamarca
País de origen	Dinamarca
Rentabilidad desde el inicio (%)	0,7

'Ranking' de las salidas a bolsa que más dinero han captado en 2016

		VALOR CAPTADO CON SU SALIDA A BOLSA (MILL. €)	PRECIO AL QUE SALIERON SUS ACCIONES**	PRECIO AL QUE COTIZAN SUS ACCIONES**	VARIACIÓN DESDE EL DEBUT (%)	FECHA DE LA PRIMERA COTIZACIÓN
	1. LaSalle Logiport REIT	820,05	100.000	103.000	3,1	16/02/2016
	2. Scandinavian Tobacco	477,04	100	100,7	0,7	09/02/2016
	3. Countryside Properties	403,12	225	230	2,2	11/01/2016
	4. Ascential	371,46	200	228	14,0	08/01/2016
	6. CMC Markets	314,52	240	237,5	-1,04	04/01/2016

Fuente: Bloomberg. (*) Número de veces que el precio de la acción recoge el beneficio. (**) En moneda local. Datos a 24/02/2016. elEconomista

EL TABACO DANÉS YA COTIZA EN BOLSA

Scandinavian Tobacco protagoniza la mayor salida a bolsa en lo que va de año en Europa al captar cerca de 500 millones de euros con su OPV. Sus acciones apenas se revalorizan un 1 por ciento desde su debut

por Fernando S. Monreal

Si hay algo que ha puesto de manifiesto 2016 es que el sector tabaquero vuelve a gozar de *buena salud*. Aunque sea irónico, es algo que ha vuelto a demostrar el mercado de fusiones y adquisiciones... y también el de salidas a bolsa.

Si hace unos meses, Philip Morris y Japan Tobacco fueron los encargados de acaparar los *flashes* informativos con las adquisiciones de Godfrey Phillips India e Imperial Tobacco respectivamente, ahora es Scandinavian Tobacco quien se presenta como la protagonista de las próximas semanas.

LA EMPRESA EMPLEA A MÁS DE 8.100 PERSONAS Y DISTRIBUYE SUS FÁBRICAS EN 8 PAÍSES

La firma tabaquera, que emplea a más de 8.000 personas en la República Dominicana, Honduras, Nicaragua, Indonesia, Europa, Nueva Zelanda, Australia, Canadá y los Estados Unidos, salió a cotizar al mercado danés el pasado 9 de febrero, fecha desde la cual acumula una revalorización cercana al 1 por ciento ya que sus acciones cotizan aún muy pegadas a sus niveles de debut.

Se trata del mayor fabricante del mundo de puros y de tabaco para pipa. De hecho, esta compañía es propietaria de marcas como Café Crème, La Paz, Macanudo, CAO, Partagas o incluso de Cohiba, una de las firmas con mayor fama internacional.

Scandinavian Tobacco, que capitaliza más de 1.300 millones de euros, ha protagonizado la mayor salida a bolsa en el Viejo Continente en lo que va de año al captar casi 500 millones de euros con la emisión de 100 millones de acciones a un precio inicial de 13,39 euros.

Los accionistas de la compañía han estado considerando una OPV desde febrero del año pasado, cuando dijeron que asesores comprometidos estaban “evaluando alternativas estratégicas”.

En este contexto, la empresa dará a conocer sus cuentas correspondientes al conjunto del ejercicio el próximo día 10 de marzo.

“Esperamos registrar un crecimiento de nuestras ventas netas cercano al doble dígito y un margen bruto ajustado que esté en línea con el de 2014”, señalan desde la propia compañía.

Y para 2016 se espera que continúe esta tendencia. “Scandinavian Tobacco Group espera tasas de crecimiento orgánico (excluyendo adquisiciones de crecimiento y los efectos de divisas)

en el año 2016 del 1 al 3 por ciento en las ventas netas ajustadas y del 3 al 5 por ciento en su beneficio bruto ajustado”, afirman.

Director ejecutivo de First Eagle International

Robert Hackney

Este fondo que comercializa la gestora Amundi no entiende la inversión si no es a largo plazo. En el 'top ten' de su cartera no hay ninguna compañía que no lleve, al menos, tres años

por Arantxa Rubio



NACHO MARTÍN

P

ara el director ejecutivo de uno de los fondos de cabecera más recomendados por los expertos, el *First Eagle International*, lo más importante es saber por qué inviertes en una compañía. Ser cuidadoso en la elección, usar el oro como cobertura y tener liquidez son las herramientas necesarias para ganar más perdiendo menos en entornos volátiles. A este fondo le ha valido para ganar un 4,8 por ciento anual en la última década.

¿Cuáles son los principales retos del fondo en 2016?

¿Qué papel juega ahora China?

El más importante para el *First Eagle International* es preservar el capital de nuestros clientes. Creemos que el primer objetivo es ese y, si es posible, además, crecer. China es una economía emergente que sigue intentado entender que significa el capitalismo. Esta cultura no ha tenido propiedad privada durante miles de años, la idea de capitalismo o inversión en renta variable es completamente nueva...

¿Cuánto ganó su fondo en 2015 y qué objetivo se marca para este año?

En la mayoría de las clases del fondo tuvimos una ligera caída. Pero mirar plazos de un año es un poco ridículo, teniendo en



“Si compras compañías que sabes que están infravaloradas, puedes dormir tranquilo”

< cuenta que nadie compra a comienzos de año y vende en diciembre. Cualquiera que se considere inversor de renta variable debe mirar ciclos de cinco años. En

ese plazo, nos gustaría ganar, como mínimo, la inflación más un retorno del capital acorde con los riesgos que estamos tomando. Esto, a día de hoy, se traduciría en retornos de un solo dígito. Como inversor de renta variable con el objetivo de inflación en el 2 por ciento, una rentabilidad del 2 por ciento es perfecta. Tenemos que ajustar nuestras expectativas de aquí en adelante para darnos cuenta de que la historia nunca ha empezado de un periodo en que los tipos de interés estaban forzosamente deprimidos por el BCE. Las rentabilidades pasadas, de doble dígito, no son comparables para el futuro.

Entonces, ¿es más importante para usted minimizar las pérdidas que maximizar las ganancias?

Controlar las pérdidas es la primera regla fundamental de nuestra gestión. En particular en un entorno donde la oportunidad de perder es elevada. Las posibilidades hoy en día de perder un 3-4 por ciento son mucho más altas que hace un año. La gestión del riesgo es fundamental. El *value investing* trata de invertir en compañías que están infravaloradas.

¿Qué tipo de valores le gustan?

Amazon es una buena compañía, pero no tiene *free cash flow* (flujo de caja libre); además, creemos que cotizará en el futuro por debajo de lo que lo hace ahora. Por el contrario, Microsoft está infravalorada, tiene una rentabilidad a futuro muy elevada. Buscamos compañías que tengan una posición dominante. Windows es el sistema operativo que utilizan las empresas de todo el mundo. Tiene menos riesgo de pérdidas de capital porque el precio de su acción es mucho más bajo que lo que alguien pagaría por adquirir toda la compañía.

“EL PAPEL DEL ORO ES PRESERVAR VALOR CUANDO LA BOLSA NO LO VA A HACER”

menos, tres años. Ejemplos de estas características en la cartera son Oracle o Comcast.

¿No hay ninguna española en su cartera?

Creemos que hay compañías españolas que lo harán muy bien este año. Ahora mismo no invertimos en ninguna en el fondo, pero eso no quiere decir que no haya algunas que no nos gusten. Tuvimos Red Eléctrica y Corporación Financiera Alba.

Pero, ¿sólo invierte en bolsa o también tiene hueco para materias primas o deuda?

Tenemos un amplio mandato de inversión, creemos que para cumplir nuestro objetivo de preservar el capital tenemos que tener renta variable. Solo los negocios tienen la capacidad de crecer, innovar y de hacer crecer los precios. De todos modos, no siempre es posible encontrar buenos negocios que coticen con descuento, así que en vez de pagar más preferimos esperar y tener liquidez o equivalentes. Nuestra exposición a liquidez ha caído desde el 25 por ciento en el verano de 2014 hasta el 15 por ciento actual. Nuestra creencia hoy en día por el QE es que los retornos en bonos corporativos o soberanos no están equilibrados con el riesgo, así que preferimos no tenerlos. Nos gustaría tenerlos, de hecho los tuvimos, pero por ahora no es posible.

El otro activo que tenemos en cartera es oro, tenemos una exposición al precio del oro desde el año 1997. Algunos años hemos

Esta es la diferencia, queremos invertir para minimizar las posibilidades de perder. No hay ninguna compañía en nuestro *top ten* que no tengamos desde hace, al

sido muy listos teniéndolo y otros hemos sido muy estúpidos. La razón es que el precio del oro históricamente ha reflejado la confianza de los inversores. Y la valoración de la renta variable está siempre ligada a la confianza. Ambos se mueven de manera inversa. El papel que hace el oro en nuestra cartera es de preservar valor cuando creemos que las bolsas no lo van a hacer.

¿Y qué espera que vaya a aportar más ahora a su cartera?

¿Realmente las bolsas están ahora en niveles bajos? Están más bajas de lo que estaban, pero han pasado de estar realmente muy bien valoradas a estar bien valoradas. En realidad, espero que el precio del oro tienda a cero porque tenemos un 80 por ciento de la cartera en bolsa. Pero tenemos que reconocer que el portfolio está destinado a ser una serie de inversiones que se complementan unas con otras. Una cartera bien construida nunca tendrá todas sus posiciones subiendo al mismo tiempo, la idea del portfolio es tener cosas que funcionen cuando otras no. Esto es diversificar.

¿Cree que es un buen contexto para el ‘value investing’?

Sí, creo que nunca es un mal momento para ser un inversor *value* a no ser que tengas la habilidad de predecir el futuro. Siempre será mejor ser un inversor valor porque si no puedes predecir cuándo el mercado va a caer, estar posicionado para perder menos te permitirá ganar más a largo plazo. Tenemos que educar a los inversores a ser pacientes y tratar de tener una visión de largo plazo. Este consejo no es sólo para este entorno, en el mundo de hoy todos los inversores tendrían que cerciorarse de por qué invierten en algo y por qué lo

mantienen. Si sabes por qué compras algo, si sabes que está infravalorado, puedes dormir por la noche y tener paciencia para mantenerlo.

“BUSCAMOS COMPAÑÍAS CON UNA POSICIÓN DOMINANTE EN SUS NEGOCIOS”

¿LE AFECTA EL EURIBOR EN NEGATIVO?

Es la referencia a la que están vinculadas más del 90 por ciento de las hipotecas en España y su media mensual está a punto de cerrar en negativo. Explicamos cómo le influye

por Cristina García

El 5 de febrero, la referencia a la que están vinculadas el 90,7 por ciento de las hipotecas en España -el euríbor a doce meses- cerraba en negativo por primera vez en la historia. Entonces llegó la gran pregunta... De arrojar la media mensual también una cifra inferior al 0 por ciento, ¿significa que la banca debe pagar al hipotecado en aquellos casos en los que la suma del euríbor y el diferencial tenga como resultado un número negativo? Todo parece indicar que no.

Para empezar, en el caso de que se produjera esta situación, sólo unos pocos hipotecados se verían afectados. En ➤



< concreto, aquellos que contrajeron sus préstamos entre 2007 y 2009, cuando se podían conseguir diferenciales que iban del 0,18 por ciento (con Bankinter) al 0,39 por ciento (con Barclays), por ejemplo. En esos casos, si el euríbor alcanzase -0,18 ó -0,39 por ciento en media mensual, los hipotecados que tuviesen que realizar la revisión, semestral o anual según dicte el contrato, sí que estarían ante el dilema. Y entonces, ¿qué?

Judith Gracia, abogada de Arriaga Asociados, explica que, en el peor escenario, lo que se produciría es que el cliente amortizaría menos intereses y amortizaría más parte del capital. “El préstamo hipotecario saldría más barato, en otras palabras, pero sólo sería significativo en el caso de que la bajada del euríbor se prolongase a lo largo de la vida del préstamo”, añade. Y parece difícil que el euríbor, que en definitiva es el tipo de interés medio al que se prestan dinero los principales bancos de Europa, se mantenga en los niveles actuales en los próximos 21 años, que es el plazo medio de una hipoteca según el INE (Instituto Nacional de Estadística) con datos a cierre de noviembre.

Básicamente porque el Banco Central Europeo no va a dejar el tipo de facilidad de depósito eternamente en negativo -actualmente está en el -0,3 por ciento-, ni tampoco los tipos de interés tan bajos, que se encuentran en mínimos históricos. Precisamente esa política acomodaticia ha sido lo que ha llevado al euríbor a cotizar por territorio desconocido en el último mes. Con un BCE que cobra un 0,3 por ciento a las entidades por aparcar su dinero en él, hace que existan bancos con exceso de liquidez que estén dispuestos a prestar dinero a tipos negativos, aunque siempre por encima de ese umbral.

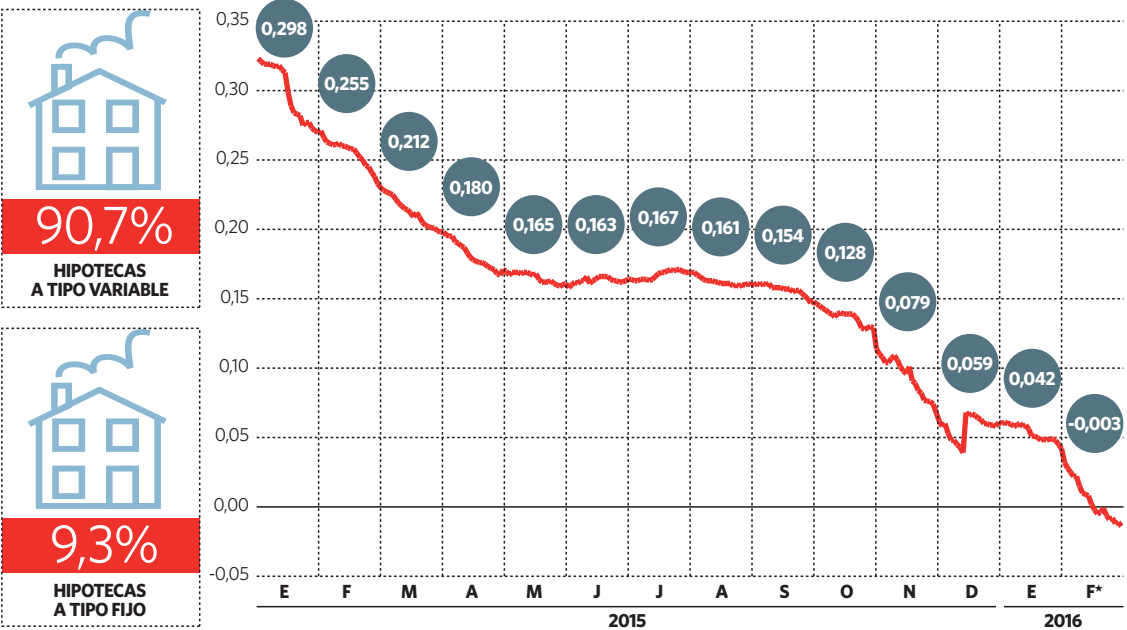
En cualquier caso, aunque contra todo pronóstico el euríbor continuase por la senda del terreno negativo en los próximos años, parece improbable que por el tipo de contrato que rige una hipoteca, “oneroso”, explica Judith Gracia, de Arriaga Asociados, la banca llegue a pagar por prestar dinero. “En el peor de los casos se limitaría al 0 por ciento”, considera.

Precisamente algunas entidades se estarían protegiendo ya de esa manera en sus nuevos contratos, mientras que otras entidades, como Santander, han optado por encarecer su hipoteca. Movimiento que ya hicieron antes bancos como Kutxabank, que sitúa el tipo de su hipoteca en el 1,4 por ciento el primer año, aunque ha bajado el diferencial para el resto al 0,9 por ciento o Ibercaja, que lo ha incrementado hasta el 2 por ciento en los doce primeros meses y ha mermado al 1,25 por ciento el diferencial sobre el euríbor a partir del segundo ejercicio.

Al margen de la situación actual, los préstamos hipotecarios se realizan a muy largo plazo y en un futuro el euríbor podría subir, por lo que no conviene perder de

El euríbor camina por territorio desconocido

Evolución del euríbor a 12 meses



Fuente: INE y Bloomberg. (*) Hasta el 18 de febrero.

elEconomista

Un préstamo hipotecario se realiza a largo plazo, por lo que debe valorar qué impacto tendría en la cuota un repunte del euríbor

vista este riesgo. Simplemente con que esta referencia regresara a su media desde el año 2000 -cuando sustituyó al mibor como la principal referencia de las hipotecas a tipo variable-, que se sitúa en el 2,41 por ciento, bastaría para encarecer sustancialmente la cuota que paga por su hipoteca.

EN NÚMEROS, EL IMPACTO DE QUE SE ENCAREZCA

Por ejemplo, para una hipoteca media de 150.000 euros con una duración de 21 años, cuyo interés sea el nivel del euríbor a 12 meses más un margen adicional de un punto porcentual, en estos momentos, con el índice hipotecario medio de enero en el 0,042 por ciento -y, por tanto, un interés total del 1,042 por ciento-, pagaría una cuota de 662,8 euros al mes. Si el euríbor regresara a su media, el interés total crecería hasta el 3,41 por ciento y la cuota se encarecería hasta los 834,3 euros.

En un escenario aún peor, sólo para que vea el impacto, si el euríbor volviese a visitar los máximos históricos que marcó en 2008, cuando la media mensual de esta referencia se disparó al 5,38 por ciento, la cuota se elevaría nada más y nada menos que a 1.081,8 euros.



Banco Santander

0,4%

1º en cuota de mercado



CaixaBank

0,4%

2º en cuota de mercado



BBVA

0,3%

3º en cuota de mercado



Bankia

0,3%

4º en cuota de mercado



Banco Sabadell

0,35%

5º en cuota de mercado

CÓMO ENGANCHAR UN 0,9% EN UN DEPÓSITO... SIN TRUCOS

Entre recorte y recorte en el interés de los depósitos bancarios, existen algunas entidades que contra todo pronóstico ofertan plazos promocionales con rendimientos muy superiores a los que brindan de media los bancos con más cuota de mercado en este segmento. Así, alguien que busque un depósito ahora a sabiendas de sus bajas rentabilidades, puede *enganchar* un 0,9 por ciento sin trucos. Es decir, sin vinculación y sin necesidad de contratar ningún otro producto adicional para aspirar a esa rentabilidad. Se puede hacer a través de Bancopopular-e, la filial online de Banco Popular, que ofrece

ahora a partir de 6.000 euros y 12.000 euros en el caso de los nuevos clientes. Se trata de medio punto porcentual más de lo que ofrecen de media estos productos a un año, que remuneran el pasivo con un 0,39 por ciento.

Desde que arrancó el año, no obstante, la tendencia del sector ha sido la contraria y un buen número de entidades ha optado por reducir los rendimientos de sus imposiciones. Es el caso de Bankinter, que ha pasado de ofrecer un 0,4 a un 0,35 por ciento para importes mínimos de 6.000 euros. Hace solo un año, este mismo producto ofrecía un 0,85 por ciento. No obs-

tante, para quien domicilie además la nómina, el rendimiento crece hasta el 0,75 por ciento -Popular también oferta un depósito del 1,25 por ciento a trece meses para quién lleve la suya a la entidad-.

Otras entidades como Bankia también han reducido el interés de su plazo fijo en las últimas semanas, del 0,35 al 0,3 por ciento para vencimientos a trece meses. A un año, su depósito es aún menos atractivo y brinda un 0,2 por ciento. La misma rentabilidad que Abanca, que en los últimos tiempos también ha bajado del 0,3 al 0,2 por ciento a 15 meses.



Banco Popular

0,65%

6º en cuota de mercado



Ibercaja

0,25%

7º en cuota de mercado



Abanca

0,2%

8º en cuota de mercado



KutxaBank

0,6%

9º en cuota de mercado



Bankinter

0,35%

10º en cuota de mercado



*¿Sabes esa cara que se te pone
cuando te dicen que has hecho
muy bien tu trabajo?*

*Hoy la tenemos todos los que
hacemos CaixaBank.*

Gracias a nuestros 14 millones de clientes, a nuestros 30.000 empleados y a nuestros 750.000 accionistas por convertirnos en el mejor banco de España.

Gracias por formar parte de CaixaBank.



Euromoney Awards for Excellence

**Mejor Banco
de España 2015**



CaixaBank

[Tú] eres la Estrella

www.CaixaBank.com



ELISA SENRA

Estrategia de mercados de Flossbach von Storch

Philipp Vorndran

Defiende la inversión a largo plazo para quien opte por invertir en acciones y aprovechar los momentos de pánico para sumar más renta variable a la cartera. Ellos lo hicieron en agosto y también ahora

por Ana Palomares

P

ara un inversor español sin conocimiento de alemán pronunciar el nombre de esta gestora alemana, Flossbach von Storch, la mejor boutique para los selectores de fondos europeos en 2014 según *Fund Buyer Focus*, es un poco complicado, pero conocer su filosofía de inversión no lo es tanto. Philipp Vorndran, estratega de la gestora, aterrizó en España para asistir al evento *Claves 2016* de Inversis y también tuvo unos minutos con *Inversión a Fondo* en los que resume claramente esta estrategia: comprar cuando el mercado cae, siempre pensando a medio plazo y sin mirar el mercado donde cotizan las empresas.

En un mercado tan volátil como el actual, ¿qué rentabilidad se puede esperar de sus fondos?

En nuestro fondo *Flossbach von Storch Multiple Opportunities Strategies* invertimos el dinero de nuestros clientes exactamente igual que el nuestro. En los últimos 5 años hemos conseguido rentabilidades del 10 por ciento anual, por lo que no nos decepcionaría conseguir rentabilidades del 5 por ciento para los próximos cinco años. Es una cifra realista teniendo en cuenta que las compañías todavía tienen margen para mejorar sus ingresos entre el 6 y el 7 por ciento y con un contexto de ➤

“Si no tienes un horizonte de inversión de cinco años hay que tener el dinero en liquidez”

< baja inflación que durará muchos años más.

¿Qué criterio siguen para decidir las compañías que incluyen en sus carteras?

No invertimos basándonos en criterios de países, sino de manera global seleccionando las mejores acciones y bonos de compañías de todo el mundo, independientemente del peso que tengan en sus respectivos índices o donde coticen. Lo que hacemos es seleccionar primero la compañía que nos gusta y luego decidir si nos gustan más sus acciones o sus bonos teniendo en cuenta dónde están los mejores ratios rentabilidad/riesgo. Por ejemplo, en las compañías de *commodities* vemos ahora que tiene más sentido invertir en sus bonos que en sus acciones. Otro ejemplo es Volkswagen. Es una compañía de gran importancia para Alemania y no va a dejar que caiga, pero el problema es que no sabemos el impacto que tendrá el escándalo en sus ingresos a futuro o si serán necesarias ampliaciones de capital para mantener a flote a la empresa, lo que perjudicaría a los accionistas pero no a los bonistas.

¿Tiene sentido invertir en bonos de gobierno europeos?

No, definitivamente no. Cuesta encontrar un bono que ofrezca una buena ecuación rentabilidad-riesgo. La gente sólo compra bonos gubernamentales para aparcarse su liquidez o porque los reguladores les obligan, no como inversión rentable y por eso asumen rentabilidades negativas. En los últimos días hemos visto al bono español cotizando incluso por debajo del de EEUU y no hay nadie que pueda dar un argumento sólido que lo justifique. Todo se debe al programa de compras del BCE.

En este momento, y teniendo en cuenta que todos sus fondos son mixtos, ¿qué activo ofrece más valor a corto plazo?

“YELLEN NO HIZO LO CORRECTO SUBIENDO LOS TIPOS DE INTERÉS”

Si no tienes un horizonte de inversión de al menos cinco años no tiene ningún sentido invertir en bolsa, tienes que tener todo tu dinero en liquidez o si el patrimonio supera los

100.000 euros en bonos con grado de inversión. Si tienes un horizonte de al menos cinco años recomendaría invertir entre el 50 y 60 por ciento de los activos en acciones de calidad y siempre asumiendo la volatilidad.

¿Ha aprovechado la volatilidad de las últimas semanas para ir de compras?

Sí. En nuestro fondo *Multiple Opportunity Strategies* añadimos más riesgo a la cartera. En agosto y septiembre de 2015 teníamos una exposición del 60 por ciento en el mercado y lo subimos hasta el 80 por ciento. En noviembre hicimos lo contrario y cuando todo subía optamos por vender y volver a tener un 65 por ciento y en enero de este año la hemos vuelto a subir hasta el 70 por ciento.

¿Dónde ve ahora los grandes riesgos del mercado?

Hay tres. El primero es una recesión en China, que es poco probable que se produzca, el segundo es que los tipos de interés en EEUU suban por mucho tiempo y mate los factores de crecimiento económicos allí, y el último es que los países de la eurozona dejen de hacer las reformas económicas que necesitan y que el mercado deje de creer en el *whatever it takes*.

¿Cree que Yellen hizo lo correcto subiendo los tipos en diciembre?

No. No había ninguna necesidad de subir los tipos, ya que hay muy

poca inflación y las tasas de desempleo en EEUU no son tampoco tan espectaculares. El único argumento que yo veo para que los suba es para que más adelante tenga maniobra para bajarlos si la economía vuelve a perder aún más *momentum*. El problema es que lo que ha hecho Yellen ahora puede acabar pareciéndose a lo que hizo Trichet en 2008. Nos sorprendería mucho no ver ya cuatro subidas más en 2016, sino dos o menos.

¿Hasta qué punto le preocupa lo que está pasando en China o con el petróleo? Porque son las dos cosas que están moviendo ahora el mercado...

Lo que pasa en China es que el Gobierno tiene un objetivo de transformar su economía, de una industrial a otra de consumo y en ese tipo de procesos siempre hay mucha volatilidad. Es cierto que la administración china no está acostumbrada al estilo occidental de comunicación y eso es lo que ha provocado que el impacto de lo que han hecho con el yuan haya sido un desastre. Hay que tener en cuenta que el Partido comunista tiene un plan, a diferencia de lo que sucede en Europa donde nadie tiene ningún plan, sino que sólo optan por reaccionar a las diferentes crisis y no de un modo necesariamente profesional. Esa transformación de China impedirá que nunca más se vuelvan a alcanzar las cifras de crecimiento del pasado, pero vemos algo realista que consigan tasas de crecimiento de entre el 4,5 y 6 por ciento.

En cuanto al petróleo, creo que en los próximos doce meses deberá estar entre 20 y 45 dólares, pero no sé si se volverá a ver un petróleo en 100 u 80 dólares de aquí a ocho años, ya que dependerá de la oferta que haya. Esto es lo que pasa con

los precios de las materias primas. No hay una estrategia a largo plazo, ya que es un mercado demasiado volátil... Es un mercado para *traders*, no para inversores.

“VEMOS REALISTA LOGRAR UNA RENTABILIDAD DEL 5% ANUAL A CINCO AÑOS”

YELLEN AL BORDE DE UN 'TRICHETAZO'

El dólar ha caído frente al 80 por ciento de las divisas durante el pasado mes a medida que los miedos de una recesión se ciernen sobre la mayor economía del mundo. Los analistas se plantean si Yellen cometió el mismo error subiendo tipos que su homólogo Trichet en 2011

por José Luis de Haro y Marta Estarellas



El pasado 15 de septiembre, a tres meses de que la Reserva Federal iniciase su primera subida de tipos desde 2006, el ex presidente del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet lanzó un mensaje alto y claro a Janet Yellen. Durante una entrevista con la CNBC, el funcionario europeo no mostró titubeo alguno al recomendar a la capitana de la Fed que ignorase los llamamientos que tanto el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial habían hecho sobre la necesidad de mantener los tipos de interés sin cambios. Noventa y dos días más tarde, Yellen apretó el gatillo. Alegando la imperiosa necesidad de mantener su independencia e

ignorar los consejos ajenos, Trichet pareció olvidar por completo su propio error de precisión en abril y julio de 2011. Por aquel entonces, la eurozona ya se asomaba al abismo pero el zarpazo del incremento en los precios de la energía instigó que los halcones del BCE, presionados por el Bundesbank, a mover ficha y subir tipos para inmediatamente bajarlos. Dos vueltas de tuerca monetaria en un periodo de tres meses que terminó por llevar a la economía europea de camino a la recesión. Sin embargo, en esto de la política monetaria, no sólo Trichet pecó de impaciente. Entre 2010 y 2011, los bancos centrales de Suecia, Noruega, Australia e Israel, por aquel entonces gobernado por Stanley Fischer, el actual vicegobernador de la Fed, erraron al subir los tipos antes de tiempo. "Janet Yellen no hizo bien subiendo los tipos en diciembre ya que no había ninguna razón ni necesidad para ello. Lo que hizo incluso podría parecerse a la subida de tipos que hizo Trichet en 2008", comenta Philipp Vorndran, estratega de mercado de la gestora Flossbach von Storch. Aún así, no podemos obviar que los resultados de esta clase de acciones suelen tener serias consecuencias para las respectivas economías. Es por ello que

◀ actualmente muchos se preguntan si Yellen ha seguido al pie de la letra el desacierto de otros de sus homólogos mundiales. El estratega de J.P. Morgan, David Kelly, puntualiza que el movimiento de la Fed se produjo desde niveles extraordinariamente bajos, recordemos que los tipos se mantenían entre el 0 y el 0,25 por ciento desde finales de 2008, mientras que el BCE movió ficha desde una tasa más alta. “Cuando la Fed subió los tipos desde niveles tan bajos, la interpretación general fue de confianza en la economía”, indica. Una presunción que comenzó a desvanecerse a principios de año. La nueva sacudida originada en China y el salto al vacío en los precios del crudo destapaba las propias taras de la economía estadounidense. El país encadena cuatro meses de contracción en su actividad manufacturera y su sector servicios comienza a demostrar señales de fatiga. El PIB se expandió a un 0,7 por ciento en el último trimestre de 2015, los pedidos de bienes duraderos se desplomaban un 5 por ciento en el mismo periodo y las ventas minoristas crecieron en navidad a su menor nivel desde 2008. Con este poco halagüeño panorama, es difícil imaginar como la Fed puede llegar a implementar hasta cuatro subidas de tipos como dejó caer el 16 de diciembre. “EEUU se encuentra o ha pasado ya el punto caliente de su ciclo, por lo que un debilitamiento comenzará a ser más pronunciado a lo largo del año”, sugiere Mike Moran, de Standard Chartered, quien señala la ralentización en el crecimiento del empleo o la moderación en los beneficios empresariales. “Creemos que los vientos en contra aumentarán en 2016 hasta el punto que obligarán a la Fed a revertir su política monetaria”, reitera al mismo tiempo que señala cómo sus previsiones de crecimiento para EEUU este año se sitúan por debajo del consenso, con una expansión del 1,6 por ciento. En esta línea, Jaime Sémelas, socio-consejero de Value Tree, comenta que “la reciente subida de tipos ha podido ser motivada por razones no macroeconómicas. Es decir, si la economía entra en recesión, ¿qué margen de maniobra le quedaba a la Fed con un balance especialmente engordado tras las últimas políticas de QE? A lo mejor, esta subida de tipos es un movimiento para poder bajarlos posteriormente; un movimiento de cara a la galería”. Por su parte, Joseph LaVorgna, economista jefe de Deutsche Bank, estima que los márgenes de beneficio alcanzaron su máximo en el tercer trimestre de 2014 e históricamente suelen pasar entre ocho o nueve trimestres desde que esto ocurre hasta registrar una contracción económica, por lo que “podríamos ver una recesión en la

CON EL ESCENARIO ACTUAL LOS EXPERTOS REDUCEN LA POSIBILIDAD DE UNA SUBIDA DE TIPOS A 2017

Las mayores expectativas de contracción de la economía de EEUU, el 78,1 por ciento del mercado espera que los tipos se mantengan sin cambios entre el 0,25 y el 0,50 por ciento más allá de la reunión del 1 de febrero de 2017. Al mismo tiempo, las posibilidades de que se produzca un recorte en los tipos también han ascendido, hasta alcanzar el 7,6 por ciento en las reuniones de septiembre y noviembre. Aunque “Si Yellen deja la puerta abierta a un endurecimiento monetario este año, los mercados financiero reaccionarán negativamente”, advierte Brett Ryan, de Deutsche Bank. Pese a que el panorama actual todavía no invita a tirar de planes de emergencia, Ryan señala que “si la economía tomase un rumbo bajista, la Fed deshará la subida de tipos de diciembre y probablemente impondrá tipos negativos”. Algo que podría herir aún más a la banca que, recordemos, será forzada por primera vez a contemplar un escenario de tipos de interés negativos en su próximas pruebas de esfuerzo.

segunda mitad del año”, manifiesta. Una convicción que no sólo se limita a Standard Chartered o Deutsche Bank. El propio Ray Dalio, fundador de Bridgewater Associates, el mayor hedge fund del mundo, avisaba desde el Foro Económico de Davos, que “una nueva ronda de flexibilización cuantitativa aumentaría el ánimo”, al tiempo que dejó claro que la tendencia de la Fed se dirige hacia una mayor relajación monetaria en lugar de una próxima subida de tipos”, dejando claro que la tendencia de la Fed se dirige hacia una mayor relajación monetaria en lugar de una próxima subida de tipos. A pie de parqué esta distorsión es aún más evidente. “Es muy probable que veamos una recesión este año, la economía no está en un punto saludable”, indica Stephen Guilfoyle, de Deep Value en la Bolsa de Nueva York. Este tipo de pesimismo respalda que casi el 70 por ciento del mercado considere que no habrá subida de tipos por lo menos hasta la reunión de 1 de febrero de 2017, según el indicador FedWatch de la CME. Dicho esto, los miembros del Comité de Mercados Abiertos de la Fed, como ocurrió con Trichet y las presiones de los representantes del Bundesbank en el BCE en 2011, difieren de la visión del mercado. Loretta Mester, presidenta de la Fed de Cleveland advertía que las subidas de tipos “graduales” van a continuar. Al mismo tiempo este halcón también mostró su escepticismo a que el banco central estadounidense implemente tipos de interés negativos, como ocurre en el Banco Central Europeo o el Banco de Japón. Sin embargo, las declaraciones de William Dudley, su homólogo en la Fed de Nueva York, fomentaban una caída del dólar al asegurar que “las condiciones financieras se están endureciendo”. Un punto de vista que difiere del de Esther George, presidenta de la Fed de Kansas City y quizás el mayor ave rapaz que revolotea en estos momentos en el FOMC. George reiteraba esta semana que “la economía de EEUU se encuentra en buen punto”. A día de hoy sólo la historia nos permitirá deducir si la Fed de Yellen pisó el acelerador demasiado pronto. En su última comparecencia ante el Congreso estadounidense, se mostró

ambigua con la política de subidas de tipos de la Reserva Federal, asegurando que las tasas de interés negativas no están descartadas si la mayor economía del mundo sufre un abrupto frenazo, pero insistió en que las perspectivas son las de continuar el ajuste monetario. De todas formas debemos de tener en cuenta que ha comenzado un proceso de normalización desde una política ultraacomodatícia, lo que dista de lo ocurrido en Europa en 2011.

8 DE MARZO 8 DE MARZO IBERPAPEL** 0,20 € 1,22 % C	21 DE MARZO 21 DE MARZO BANKINTER** 0,057 € 0,95 % V	18 DE MARZO 18 DE MARZO CAIXABANK** 0,04 € 1,56 % V	28 DE MARZO 28 DE MARZO BANKIA** 0,026 € 3,52 % M	1 DE ABRIL 30 DE MARZO EBRO FOODS 0,18 € 1,01 % V
---	--	---	---	---

**Sin confirmar

LA RENTABILIDAD POR DIVIENDO DE LA BANCA SUBE AL 4,7%

FECHA DE PAGO

FECHA DE CORTE

COMPañía

DIVIDENDO

RENTABILIDAD

Comprar

Mantener

Vender

RECOMENDACIÓN

La banca española ha perdido, de media, un 22 por ciento de su valor en bolsa en 2016 y, en este contexto, lógicamente a menor precio y con unos beneficios estables, la rentabilidad por dividendo del sector financiero español se ha disparado un 16 por ciento en 2016, del 4 por ciento de diciembre, al 4,7 por ciento actual. El próximo mes de marzo será aquel en el que los bancos comienzan a retribuir a sus accionistas. Lo harán cuatro de los siete cotizados, empezando por Bankinter el 19 de marzo. Tres días más tarde, el 22, sería el turno de Caixabank,



para cerrar el mes con Bankia, según las previsiones que recoge *Bloomberg*. La entidad presidida por José Ignacio Goirigolzarri hará frente al segundo pago de su dividendo de la historia, tras el realizado el pasado mes de julio. Éste será un 50 por ciento superior, tal y como anunció el banco a comienzos de año, hasta un total de 302,3 millones de euros. Las tres entidades restantes esperarán su turno hasta, como mínimo, el mes de mayo, cuando abrirá el fuego el Banco Santander. En junio, llegará el turno de Banco Sabadell y Banco Popular.

7 DE ABRIL 7 DE ABRIL IAG** 0,09 € 1,30 % C	11 DE ABRIL 11 DE ABRIL ZARDOYA OTIS** 0,08 € 0,84 % V	11 DE ABRIL 11 DE ABRIL ABERTIS** 0,33 € 2,48 % M	13 DE ABRIL 13 DE ABRIL MIQUEL Y COSTAS** 0,155 € 0,45 % C	18 DE ABRIL 18 DE ABRIL PROSEGUR** 0,026 € 0,61 % M
---	--	---	--	---

29 DE MARZO
23 DE MARZO

UNIBAIL-RODAMCO

4,80 €
2,05 %

M

7 DE ABRIL
7 DE ABRIL

DAIMLER**

3,30 €
5,13 %

C

12 DE ABRIL
21 DE MARZO

TOTAL

0,61 €
1,49 %

C

20 DE ABRIL
18 DE ABRIL

VINCI**

1,25 €
1,98 %

C

21 DE ABRIL
19 DE ABRIL

LMVH**

2,20 €
1,41 %

C

**Sin confirmar

UNIBAIL, EL ÚNICO PAGO DE MARZO

El único dividendo que repartirán las empresas del EuroStoxx 50 durante el mes de marzo llegará de la mano del mayor grupo inmobiliario de Europa. Unibail-Rodamco abonará 4,85 euros por acción el próximo 29 de marzo, un 1 por ciento más que el año anterior. La compañía francesa ofrece un 2 por ciento de rentabilidad con este dividendo y ya ha confirmado que distribuirá otro pago por la misma cantidad el 6 de julio, con lo que, en total, se puede conseguir un 4 por ciento con la retribución de Unibail. Para cobrar el pago, hay que tener acciones antes del 24 de marzo.

FECHA DE PAGO
FECHA DE REGISTRO

COMPañÍA
DIVIDENDO
RENTABILIDAD

Comprar Mantener Vender

RECOMENDACIÓN

COCA-COLA NO DEFRAUDA

Coca-Cola es una de las grandes empresas estadounidenses que lleva décadas remunerando a sus accionistas. Y no solo eso, sino que su política de retribución es tan transparente que desde los años 70 siempre reparte el dividendo en las mismas fechas. Una de esas citas es el 1 de abril, que además es cuando llega la mejora anual. Coca-Cola subirá el próximo pago un 6 por ciento, desde los 0,33 hasta los 0,35 euros por acción. Esta entrega ofrece una rentabilidad del 0,8 por ciento y para recibirla es necesario tener el título en cartera el 11 de marzo como muy tarde.

25 DE MARZO
2 DE MARZO

BANK OF AMERICA

0,05 \$
0,40 %

C

31 DE MARZO
8 DE MARZO

TRAVELERS

0,61 \$
0,56 %

M

31 DE MARZO
14 DE MARZO

GARMIN

0,51 \$
1,26 %

M

1 DE ABRIL
11 DE MARZO

COCA-COLA

0,35 \$
0,80 %

M

1 DE ABRIL
9 DE MARZO

ADP

0,53 \$
0,62 %

M



RECORTES PARA MERLIN Y ACERINOX

La banca sigue protagonizando los mayores recortes en las previsiones de ganancia. Los analistas esperan que Santander gane 6.500 millones este año, un 9 por ciento por debajo de la cifra que le calculaban en noviembre. Ajustes similares sufren los resultados de BBVA o Bankia. Pero el de Popular es muy superior: en 2016 ganará, según la estimación actual, 435 millones de euros, un 23 por ciento menos de lo esperado hace tres meses.

Mapfre es otra de las compañías que sufren el tijeretazo de los analistas, que esperan hoy que gane unos 710 millones en 2016, cifra un 15 por ciento inferior a la estimada un trimestre atrás. La aseguradora acaba de anunciar que en 2015 ganó 709 millones, un 16 por ciento menos que en el ejercicio anterior.

Más allá del sector financiero, tanto la socimi Merlin Properties como el fabricante de acero Acerinox han visto ajustarse las expectativas sobre sus ganancias un 22 por ciento. En la otra cara de la moneda encontramos a IAG, para la que el consenso ha mejorado su previsión un 8 por ciento.

Si se amplía el foco a nivel global, la bolsa española es una de las que más sufre recortes en las previsiones de beneficios de los analistas en el último trimestre. De modo que ahora se espera un 8,4 por ciento menos de ganancias que hace tres meses, mientras que en Europa la rebaja es del 4,89 por ciento. En el caso de las cotizadas estadounidenses, el desplome alcanza el 6,13 por ciento.



15 Día =	16 Enagás =	17 Endesa -	18 FCC =	19 Ferrovial +	20 Gamesa =	21 Gas Natural =
22 Grifols =	23 Iberdrola =	24 IAG +	25 Inditex =	26 Indra =	27 Mapfre -	28 Mediaset =

IAG

La aerolínea luce el consejo de compra más claro de todo el Ibex 35 y en el último mes no ha hecho más que mejorar. Pese a todo, no consigue sortear las pérdidas en bolsa y cede un 19 por ciento. Sus títulos cotizan en torno a los 6,68 por ciento y los expertos sitúan su precio justo en los 9,95 euros, lo que significa que puede 'volar' un 49 por ciento.



Sabadell

Es el banco al que más le ha mejorado la recomendación en el último mes, aunque sigue siendo de mantener. No obstante, con la banca en el epicentro de las ventas, Banco Sabadell es el tercer banco que más retrocede en febrero en bolsa, solo superado por Bankia y Popular. Los descensos han dejado a la vista un potencial del 38 por ciento.



T. Reunidas

En el último mes ha pasado de mantener a venta, de hecho se proclama como el cuarto valor con peor recomendación de todo el Ibex 35. Su castigo se extiende también al parqué. Técnicas Reunidas es la compañía más penalizada en el año, donde cae más de un 33 por ciento y también en febrero. Aún así, su precio objetivo cae de los 41,1 a los 30,98 euros.



29 OHL =	30 Red Eléctrica -	31 Repsol =	32 Sacyr =	33 Santander =	34 Técnicas Reunidas -	35 Telefónica =
----------------	--------------------------	-------------------	------------------	----------------------	------------------------------	-----------------------

RÉCORD HISTÓRICO DE BAJISTAS

Por primera vez desde que se realiza este sondeo, septiembre de 2014, el sentimiento mayoritario entre los asesores financieros es que la bolsa española caerá el próximo trimestre

por Cristina García

Las caídas que sufre la bolsa española no harán un alto en el camino el próximo trimestre. Por primera vez desde que se empezó a realizar este sondeo, septiembre de 2014, el sentimiento que predomina entre los más de 1.000 asesores financieros que participan es el bajista. El 46,2 por ciento cree ahora que la oleada de ventas que provoca ya pérdidas superiores al 13 por ciento este año en el Ibex 35 continuará a tres meses vista.

Mientras los neutrales representan el mismo porcentaje que hace un mes, los que han bajado con fuerza son los profesionales que ven posibilidades de que se produzca un rebote de la bolsa española. Si en enero todavía un 50 por ciento creía que el Ibex 35 podía subir, ahora ése porcentaje ha bajado hasta el 29,7 por ciento (ver gráfico).

La inestabilidad que afecta a la renta variable también se ha dejado sentir en la renta fija. En lo que va de año, la prima de riesgo española, que mide la rentabilidad adicional que un inversor exige a la deuda española respecto a la alemana a una década, ha pasado de los 114 puntos a superar los 150 puntos. Este aumento, más que por un repunte en el interés del *papel* español, se debe al mayor apetito por el alemán, que se ha relajado desde el 0,62 al 0,18 por ciento este año.

QUÉ ESPERAR DE LA PRIMA DE RIESGO

En solo un mes los profesionales que prevén nuevos repuntes del diferencial se han incrementado del 35,4 por ciento al 52,6 por ciento. Se trata del porcentaje más elevado desde septiembre de 2014.

Por el contrario, el sentimiento neutral, que hasta ahora era el mayoritario, ha caído hasta el 31,8 por ciento. Mientras tanto, solo un 15,6 por ciento de los asesores financieros creen ya que la prima de riesgo puede relajarse el próximo trimestre.

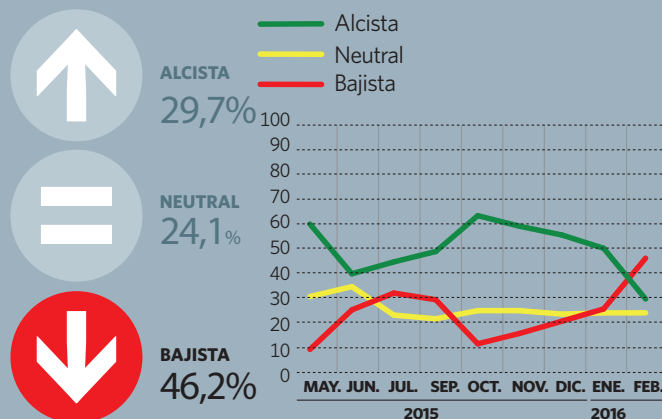
¿QUIÉN RESPONDE A LA ENCUESTA?

EFPA



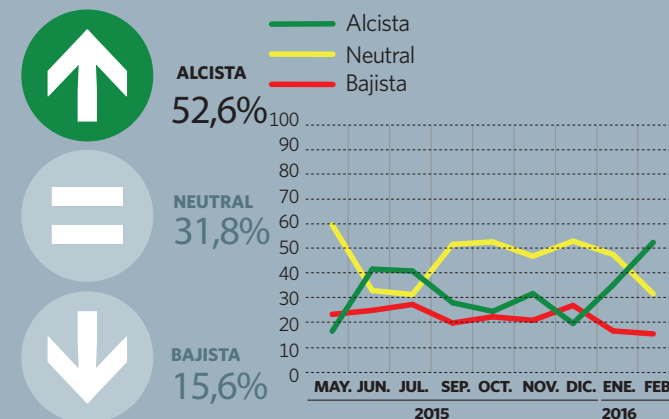
EFPA España es la delegación en nuestro país de la asociación europea de asesoría y planificación financiera-patrimonial. Se trata de una plataforma independiente de certificación profesional que también actúa de asociación agrupando a los profesionales dedicados al asesoramiento y la planificación financiera en nuestro país.

¿Qué tendencia tendrá el IBEX 35 los próximos 3 meses?



Fuente: EFPA. En agosto no hubo sondeo.

¿Qué tendencia tendrá la prima de riesgo española en los próximos 3 meses?



elEconomista