



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

CARTERA DE FONDOS DE INVERSIÓN PARA LA COYUNTURA ECONOMICA ACTUAL

Autor: Enrique Artiaga Jordá

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid

Junio 2018

Enrique
Artiaga
Jordá

CARTERA DE FONDOS DE INVERSIÓN PARA LA COYUNTURA ECONOMICA ACTUAL



ÍNDICE DE CONTENIDOS

Resumen	5
Palabras clave	5
Abstract	6
Key words	6
SECCIÓN I: INTRODUCCIÓN	7
1.1. Objetivos.....	7
1.2. Metodología.....	8
1.3. Estado de la cuestión.....	9
SECCIÓN II: MARCO TEÓRICO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	10
2. Concepto.....	10
3. Evolución.....	13
4. Tipos de fondos de inversión.....	14
5. Sociedad gestora y entidad depositaria.....	15
6. Folleto.....	16
SECCIÓN III: PROCESO DE FORMACIÓN DE LA CARTERA	17
7. ANÁLISIS MACROECONÓMICOS.....	18
7.1. Diciembre 2017.....	18
7.2. Enero 2018.....	20
7.3. Febrero 2018.....	23
7.4. Marzo 2018.....	27
7.5. Conclusiones.....	29
8. ANÁLISIS POR TIPO DE ACTIVO.....	30
8.1. Renta Variable	30
8.2. Renta Fija	34
9. SELECCIÓN DE ACTIVOS.....	36
9.1. M&G EMERGING MARKETS BOND.....	38

9.2. PIMCO INCOME.....	40
9.3. MFS PRUDENT WEALTH.....	41
9.4. NORDEA STABLE RETURN.....	44
9.5. M&G DYNAMIC ALLOCATION.....	46
9.6. ELEVA EUROPEAN SELECTION FUND.....	48
9.7. INVESCO PAN EUROPEAN EQUITY.....	51
9.8. AMUNDI US FUNDAMENTAL GROWTH.....	53
9.9. SCHRODER US SMALL & MID-CAP EQUITY.....	56
9.10. ROBECO BP GLOBAL PREMIUM EQUITY.....	58
9.11. OLD MUTUAL GEAR.....	60
10. CONCLUSIONES.....	63
BIBLIOGRAFÍA.....	65

Resumen

Durante el 2017, el crecimiento económico mundial alcanzó el 3,0%, más de un 60% de los países crecieron con respecto al año anterior y se alcanzaron máximos históricos en determinadas bolsas. Asimismo, con el comienzo del 2018 aparecieron nuevas incertidumbres desde la política y los niveles de endeudamiento, por lo que muchos inversores dudan entre si nos encontramos en un buen momento para recoger beneficios, o si bien siguen existiendo alternativas atractivas de inversión en el mercado. El trabajo pretende analizar el momento en el que se encuentra la economía y determinar dónde se encuentran las oportunidades de inversión. Para la implementación de la estrategia de inversión, se utilizará una cartera de 11 fondos de inversión que se ajusten a las características específicas de la coyuntura actual, aportando la diversificación necesaria y evitando una excesiva concentración en cuanto a sectores y geografías.

Palabras clave

Inversión, mercados, cartera, fondos de inversión, macroeconomía, renta variable, renta fija.

Abstract

During 2017, world economic growth reached 3.0%, more than 60% of the countries grew in comparison to the previous year and historical maximums were reached in certain stock markets. Furthermore, with the beginning of 2018 new uncertainties appeared from politics and levels of indebtedness: Thus, many investors doubt whether it is the right time to collect benefits, or if there are still attractive alternatives for investing in the market. The paper aims to analyze the current state of the economy and determine where investment opportunities can be found. For the implementation of the strategy, a portfolio of 11 investment funds adjusted to the specific characteristics of the current situation will be used, providing the necessary diversification and avoiding excessive concentration in sectors and geographies.

Key words

Investment, stock market, portfolio, investment funds, macroeconomics, equity, fixed income.

SECCIÓN I: INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos

El presente trabajo busca ofrecer una propuesta de inversión para un inversor con un perfil equilibrado, adecuada al entorno económico actual, en el que siguen destacando el crecimiento sostenido y el fortalecimiento de las economías a nivel global. Para ello, se utilizará una cartera de fondos de inversión como vehículo para realizar la inversión, a través de la cuál se buscará el crecimiento del capital a medio plazo, aceptando asumir ciertas fluctuaciones de dicho capital. Para la formación de esta cartera, deberemos previamente:

- Entender el funcionamiento y las ventajas que proporcionan los fondos como vehículo de inversión, así como el especial tratamiento fiscal que reciben.
- Analizar la situación macroeconómica en el que nos situamos en la actualidad, (Europa, Estados Unidos, Emergentes...), y las variables que afectan fundamentalmente a estos.
- Determinar qué activos son más atractivos en el mercado y en qué zona geográfica se encuentran.
- Determinar de entre el universo de inversión los mejores fondos de las categorías de activos seleccionados previamente mediante un análisis cualitativo.
- Analizar minuciosamente el funcionamiento de los fondos seleccionados y conocer las distintas filosofías de inversión, así como el proceso que realizan a la hora de invertir, y sus diferentes estrategias.
- Determinar las posibles limitaciones que los distintos fondos puedan tener.

1.2. Metodología

Para la realización de este trabajo se procederá a un análisis en profundidad y a una revisión de la bibliografía existente sobre los aspectos relacionados con los fondos de inversión. Es importante destacar que la mayoría de la bibliografía será reciente, dado que como explicaremos más adelante, los fondos de inversión se han ido transformando continuamente hasta alcanzar la regulación actual en España. Utilizaremos informes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), artículos académicos y periodísticos, así como sitios web especializados en la materia. Estas fuentes nos ayudarán a la realización de la Sección II (Marco teórico de los fondos de inversión).

Durante el último curso, he realizado unas prácticas no curriculares por las tardes en una sociedad de valores (cuyo nombre no puedo decir, pero que el tutor conoce), realizando tareas de apoyo en el departamento de análisis. La principal misión de los trabajadores que lo conforman es la de seleccionar fondos, con el objetivo de crear varias carteras, que se encuentran en continuo cambio debido a las movimientos del mercado. Mis funciones consistían en aportar soporte en todo lo que los analistas necesitasen. Esto se concretaba fundamentalmente en el estudio continuo del mercado y la posterior realización de informes de la situación coyuntural; y por otro lado, en el análisis de fondos de inversión potenciales de ser incluidos en un futuro en alguna de las carteras gestionadas. Además, acudía a reuniones con gestores de fondos en las que explicaban las características de los mismos de manera detallada. Asimismo, poco a poco fui participando en la toma de ciertas decisiones menores. Pues bien, para la elaboración de la Sección III (Proceso de formación de la cartera), he utilizado algunos informes que realicé durante las prácticas, tanto los relativos a la situación macroeconómica, como los de los fondos de inversión; si bien, fue necesario elaborar la mayoría de los mismos una vez decidí de qué trataría el trabajo de fin de grado, dado que las tareas que me pedían que realizase durante las prácticas solían ser de temas muy concretos que no coinciden plenamente con el objetivo del presente trabajo. Otras fuentes importantes han sido las entrevistas mantenidas con profesionales del sector, que por motivos de confidencialidad no puedo nombrar.

De la misma manera, he complementado la Sección III mayoritariamente con artículos periodísticos e informes de sociedades gestoras, ambos de fecha muy reciente, dado que al estar tratando de analizar la situación actual y realizar previsiones acerca de la posible evolución del mercado, es necesaria la información más actualizada posible.

1.3. Estado de la cuestión

El 2017 ha sido uno de los más positivos en las últimas décadas, tanto en el ámbito financiero como en el económico. Ello se debe a un crecimiento económico global y sostenido y en el que las estimaciones para los años próximos siguen siendo muy favorables. También la renta fija ha tenido un comportamiento excepcional, al mantenerse los bonos extraordinariamente estables a pesar del comienzo de la normalización de las políticas monetarias. La volatilidad se ha mantenido en niveles bajos, lo que ha producido un aumento de la confianza de los inversores en los mercados. El IBEX 35 terminó el año con un crecimiento del 7,4%, mientras que el EuroSTOXX 50 ascendió un 6,5%. En cuanto a EE.UU., el Dow Jones registró una subida en 2017 del 25,1%, mientras que el S&P 500 creció un 19,4%.

Muchos inversores se han planteado si los mercados están alcanzando todo su potencial. Además, esta tesis se ha visto apoyada por el cambio de tendencia que sufrió el mercado a principios de febrero.

En este contexto, se hace interesante analizar en detalle la actualidad reciente y el estudio de las variables que pueden afectar al futuro próximo de la economía a nivel global, para determinar hasta qué punto sigue siendo una buena opción invertir en los mercados y qué vehículo de inversión puede ser el más adecuado para la situación tan cambiante en la que nos encontramos.

SECCIÓN II: MARCO TEÓRICO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

2. Concepto

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva, lo que implica que los resultados individuales están en función de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores. En realidad, un fondo de inversión es un patrimonio sin personalidad jurídica. Este patrimonio se forma por la agregación de los capitales aportados por un número variable de personas: los denominados partícipes. Dado que carece de personalidad jurídica, el fondo de inversión se “relaciona” con el entorno (partícipes, intermediarios, mercados) a través de una sociedad gestora y una entidad depositaria (CNMV, 2006). Por tanto, podemos definir los fondos de inversión como el patrimonio en el que un conjunto de inversores aportan de manera individual un capital que pasa a ser administrado por una sociedad gestora, estando las participaciones custodiadas por una entidad depositaria. El objetivo principal es la maximización de la rentabilidad apoyándose en las economías de escala. Por tanto, el inversor puede acceder a mercados y valores que de manera individual no podría acceder o, podría hacerlo pero pagando unos precios más altos.

La inversión en fondos de inversión tiene muchas ventajas, destacando las siguientes:

- Fiscalidad: Las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) tributan a un tipo muy reducido en el Impuesto de Sociedades del 1%, mientras que el inversor no lo hace hasta que no reembolse o venda sus participaciones o acciones de la IIC. Es esta tributación mínima la que permite al gestor vender o comprar cuando considere ventajoso sin preocuparse del impacto fiscal que puede suponer la rotación de la cartera sobre el accionista. Asimismo, existe un régimen de “traspaso” a otras IIC que permite diferir la tributación.
- Liquidez: Se suele fijar con periodicidad diaria el valor teórico de las acciones o participaciones, por lo que el inversor puede recuperar su inversión en un plazo breve de tiempo, el cual no sobrepasa los tres días.

- Diversificación: Los fondos de inversión ofrecen la posibilidad de diversificar e invertir en numerosos activos y mercados desde pequeños importes, lo cual resultaría complicado de realizar directamente por parte de los inversores particulares de manera individual. De la misma manera, existen límites legales de inversión para delimitar el riesgo y favorecer la diversificación del patrimonio del fondo, aunque posteriormente suelen ser los propios fondos los que internamente aumentan dichos límites.
- Acceso a pluralidad de mercados y activos: El patrimonio lo forman las diferentes aportaciones de un número variable de partícipes, lo que permite a los inversores individuales acceder a los mercados financieros de manera más sencilla, económica y eficiente, gracias principalmente a las economías de escala, producto del mayor patrimonio.
- Seguridad: Los fondos de inversión comercializados en España están sometidos al control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹. Por ello, el partícipe, tiene la garantía de una gestión transparente y la seguridad de un control y seguimiento exhaustivos. Asimismo, las diferentes gestoras tienen la obligación de mandar periódicamente un informe detallado de su gestión a todos los partícipes. Finalmente, los fondos deben contar con una entidad depositaria que custodiará sus activos y realizará funciones de control sobre la gestora.
- Separación de patrimonios: Aunque los fondos de inversión no tienen personalidad jurídica, son patrimonios separados de la gestora y de la entidad depositaria, siendo sus propietarios los partícipes, quienes no se verían afectados por una eventual insolvencia de la gestora, o del depositario, sin tener la necesidad de estar cubiertos por un Fondo de Garantía.
- Gestión profesionalizada: Las inversiones del fondo se gestionan por un equipo de gestores profesionales de los mercados financieros, que por tanto disponen de

¹ La Comisión nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo que se encarga de la supervisión e inspección de los mercados y de la actividad de los intervinientes del mismo.

² Según la CNMV, la política o vocación inversora del fondo es un elemento fundamental para que el

los conocimientos y la información necesaria para poder tomar decisiones de la manera más eficientemente posible. Esto se debe en muchas ocasiones al hecho de estar gestionados por gestores que son procedentes del país objetivo de la inversión.

A pesar de ser muchos los puntos a favor de los fondos como vehículo de inversión, no hay que olvidar que como cualquier otro producto, llevan consigo determinados riesgos. Pese a ser considerados en general como productos seguros debido a la diversificación (favoreciendo la compensación de resultados positivos y negativos) de los activos, es posible que, en caso de que la evolución de los mercados en los que se ha decidido invertir no sea la esperada, se produzcan pérdidas. El alcance de los riesgos se encontrarán en función de la tipología del fondo, de las características del mismo y de los activos concretos en los que se haya invertido. Por supuesto, influirá la zona geográfica, la divisa y el riesgo de crédito en caso de activos de renta fija.

Por otro lado, las gestoras y las entidades depositarias cobran comisiones por sus servicios. Estas se fijan como un porcentaje sobre el rendimiento del fondo o sobre el patrimonio del mismo. En ocasiones, puede producirse una combinación de las dos. Las comisiones vienen recogidas en el folleto del fondo, donde se explica detalladamente la forma de calcularlas, así como el límite máximo de las mismas. Los diferentes tipos de comisiones son:

- Comisión de suscripción: La gestora cobra de manera individual a cada uno de los partícipes por el simple hecho de invertir en el fondo. Si bien, no todos los fondos cobran esta comisión.
- Comisión de reembolso: Se cobra a cada partícipe en el momento en el que deshacen la inversión en el fondo, sin importar si el reembolso es total, parcial o si se trata de un traspaso.
- Comisión de gestión: Las gestoras pueden recibir de los fondos una comisión de gestión como contraprestación por los servicios realizados. En general, se aplicará a todos los partícipes del fondo. Se devenga diariamente.

- Comisión de depósito o custodia: Las entidades depositarias pueden recibir una comisión por la administración y custodia de los valores que forman la cartera. Su devengo es diario (Quinto, 2017).

3. Evolución

Los fondos de inversión empezaron a aparecer en España en la década de los 80, pese a que el primer lanzamiento de un fondo español se produjo en febrero de 1966. Desde ese momento, los fondos han estado entre los productos más utilizados por los españoles a la hora de invertir. En estos años se produce el mayor auge de los Fondos, apoyado por la Ley 46/1984 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Esta ley significa el establecimiento del régimen jurídico aplicable a las instituciones de inversión colectiva. Recogía en gran parte el contenido de la Directiva de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios. Es importante destacar la regulación de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), modalidad que ya no existe en la actualidad, y que fue una muy buena alternativa para el mantenimiento de saldos de tesorería, siendo fundamental para el crecimiento de la inversión colectiva. De hecho, en el año 1995 esta modalidad representaba el 57% del patrimonio de los fondos (Bravo, 2015). En la actualidad, podemos afirmar que nos encontramos en España en un entorno financiero global y cada vez más desarrollado. En efecto, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, junto con su Reglamento, regulan figuras procedentes de países anglosajones como son los *Exchange Traded Funds* (ETFs) o los *hedge funds*. Por tanto, gozamos de una gran variedad de productos que se adaptan a los distintos perfiles de los inversores.

A pesar de las fluctuaciones sufridas por los mercados a lo largo de los años, y de las sucesivas reformas de los fondos, estos han conseguido ser el destino preferente dentro del ahorro familiar, llegando a formar en la actualidad un mercado totalmente desarrollado y maduro.

4. Tipos de fondos de inversión

El criterio más utilizado a la hora de clasificar los fondos de inversión es el de la vocación inversora², la cual aparece definida en el folleto elaborado por la sociedad gestora. En función de la vocación inversora, es posible distinguir entre:

- Fondos de renta fija: Invierten mayoritariamente su patrimonio en activos de renta fija, tales como letras del tesoro, bonos, obligaciones, repos o pagarés. En general, este tipo de fondo tiene una política de inversión conservadora, teniendo menos riesgo que los fondos de renta variable, lo que implica a su vez menores rentabilidades. La rentabilidad del fondo dependerá de la evolución de los activos en los que se encuentra invertido el fondo (siendo un factor fundamental los tipos de interés: cuando se encuentran en niveles altos su rentabilidad aumenta). Dentro de los fondos de renta fija nos encontramos con los fondos monetarios, que tienen un plazo de reembolso no superior a 18 meses, sin que puedan tener posiciones de renta variable.
- Fondos de renta variable: Invierten mayoritariamente su patrimonio en activos de renta variable, es decir, acciones. En España, la CNMV establece que son aquellos fondos que invierten más del 75% del patrimonio en renta variable. A su vez, se clasifican en distintas subcategorías en función de los mercados en los que el fondo invierta y los distintos sectores de actividad.
- Fondos mixtos: Invierten una parte del patrimonio en activos de renta fija y otra parte en activos de renta variable.
- Fondos garantizados: Garantizan el capital inicial que se ha invertido al inicio más un determinada rentabilidad, fija o variable, en una fecha futura y determinada.

² Según la CNMV, la política o vocación inversora del fondo es un elemento fundamental para que el inversor pueda saber si el fondo encaja con sus expectativas, situación económica y perfil de riesgo.

- Fondos globales: No tienen límites al invertir en activos de renta fija o renta variable. Es decir, su política de inversión no está definida de manera precisa.

5. Sociedad gestora y entidad depositaria

La sociedad gestora es una sociedad anónima que se encarga de la gestión, representación y de la administración de un fondo de inversión. Asimismo, adopta todas las decisiones relativas a la inversión, por lo que es ella la que invierte el capital de los partícipes en el conjunto de activos que conforman el fondo de inversión. De la misma manera, es la sociedad gestora la encargada de la elaboración del folleto en el que se recogerán todas las características del fondo.

En cuanto a la entidad depositaria, es la encargada de custodiar los valores y el efectivo del fondo, teniendo como principales funciones el control y la vigilancia del fondo con el objetivo de garantizar el bienestar de todos los inversores. De la misma manera, será la entidad depositaria la encargada junto a la CNMV de comprobar el respeto a los límites establecidos en la constitución del fondo. Por otro lado, será la CNMV la encargada de comprobar la actividad de la entidad depositaria.

Ambas figuras deben estar autorizadas por la CNMV. Asimismo, ninguna entidad estará capacitada para desarrollar funciones de gestión y de depósito de valores al mismo tiempo, con el objetivo de separar claramente las funciones de ambas entidades, evitar posibles conflictos de interés y para garantizar la seguridad de los inversores o partícipes.

6. Folleto

El folleto es un documento oficial en el que su contenido es determinado por la normativa. Las sociedades gestoras tienen la obligación de facilitarlos a los clientes en un momento anterior a la suscripción de las participaciones.

Resulta imprescindible para el inversor, conocer de manera detallada el contenido del folleto, de modo que sea capaz de adoptar decisiones adecuadas a su perfil y a su situación económica concreta.

Dentro de los datos más importantes del folleto se encuentran (CNMV, 2006):

- Características generales del fondo: Perfil de riesgo, inversión mínima inicial, inversión mínima a mantener, duración mínima recomendada de la inversión, período de comercialización.
- Suscripciones y reembolsos: Valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos, hora de corte, preavisos, frecuencia de cálculo del valor liquidativo, lugares de publicación del valor liquidativo.
- Política de inversión: Categoría del fondo, tipos de activos en los que se piensa invertir, objeto de gestión.
- Comisiones: comisiones aplicadas, base para el cálculo de las comisiones, otras condiciones para la aplicación de comisiones, límites máximos de las comisiones.

Cuando el fondo tenga un tiempo de vida determinado, se deberá incluir asimismo un Anexo en el folleto con las rentabilidades que se han obtenido en los años anteriores, al igual que los gastos totales soportados por el fondo.

SECCIÓN III: PROCESO DE FORMACIÓN DE LA CARTERA

Para la formación de una cartera de fondos de inversión, es necesario seguir por orden determinados pasos, con el objetivo de encontrar los mejores activos para un momento determinado de tiempo, que se adecúen a las necesidades concretas y al perfil del inversor.

Para ello, el primer paso a realizar es un análisis macroeconómico en profundidad, en el que se lleve a cabo un estudio pormenorizado del escenario económico en el que nos encontramos, detallando el funcionamiento de las principales potencias globales, de los bancos centrales, de los mercados en general, de la inflación, volatilidad y divisas.

El objetivo del análisis macroeconómico es obtener una visión lo más correcta posible de la economía a nivel global, para tener claro qué mercados o sectores son los más adecuados para invertir, y de esa manera, obtener mayores rentabilidades. De la misma manera, se deberán tener muy en cuenta los riesgos potenciales, tanto de corte político, social, legal o de mercado.

A continuación, es necesario determinar la estrategia de activos, es decir, establecer qué activos (renta variable, renta fija, alternativos, monetarios) son los que creemos que gozan de una mejor tendencia y pueden aportar mayores rentabilidad al fondo en el entorno económico actual, para invertir posteriormente en ellos.

Finalmente, se llevará a cabo la selección de activos (fondos en nuestro caso), mediante un análisis cualitativo de los mejores productos para la categoría seleccionada en el punto anterior.

7. ANÁLISIS MACROECONÓMICO

7.1. Diciembre 2017

El 2017 terminó de manera muy positiva y con crecimiento global. Debido a la baja volatilidad durante todo el año, los fundamentales (PIB, tasa de inflación, tipo de cambio, tasa de desempleo, tipo de interés) positivos han apoyado el buen funcionamiento de los mercados.

BANCOS CENTRALES

Tras la sustitución de Janet Yellen como presidenta de la Reserva Federal de los Estados Unidos, parece que la Reserva Federal de los Estados Unidos (en adelante, FED) va a continuar con su política de máxima transparencia. Como advertían las distintas señales que ha ido mandando la FED en los últimos meses, el *Federal Open Market Committee* (en adelante, FOMC) decidió aumentar los tipos de interés en un cuarto de punto, hasta alcanzar el 1,25-1,5%, medida que ya se encontraba descontada por el mercado. Asimismo, la FED pareció afirmar que en el 2018 habría como mínimo tres movimientos más de los tipos de interés, y destacó las revisiones al alza del crecimiento americano a pesar de las posibles medidas fiscales.

En la última reunión del 2017 del Banco Central Europeo (en adelante, BCE), no pareció alterarse la política monetaria, y se centró toda la atención en el aumento de las expectativas de crecimiento y de inflación recalculadas al alza. Por otro lado, se discutió la continuidad del *Quantitative Easing* (consistente en la compra de activos de deuda pública por parte del banco central, con el objetivo principal de aumentar la oferta de dinero y reducir los tipos de interés), discutiéndose cada vez más su necesidad debido a la mejora en los indicadores de la zona euro.

Dentro de los mercados emergentes, encontramos la primera reacción a la subida de tipos americanos en China, donde el *People's Bank of China* (en adelante, PBoC) aumentó los tipos interbancarios, lo cual encaja con la mejora experimentada en el país.

EE.UU.

Después de un año, por fin la nueva Administración americana pudo cumplir una de las promesas de la campaña electoral: la bajada de impuestos a empresas y particulares. Dicha aprobación, aunque tuvo ciertos recortes significativos, está orientada a impulsar de manera notable la economía estadounidense que mucha gente ve necesaria desde hace tiempo.

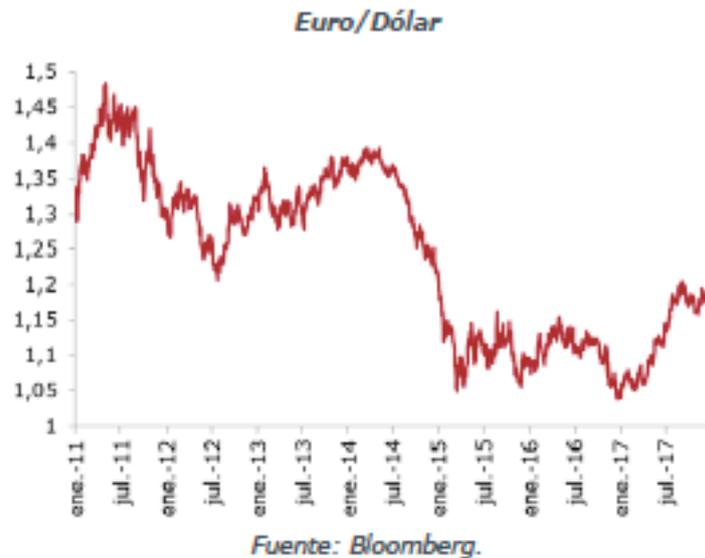
En cuanto a la macroeconomía, la inflación no alcanzó los mínimos esperados por la FED, algo decepcionante ya que aleja la consecución de los objetivos propuestos. Por otro lado, el PIB se mantuvo estable en el 3,2%, destacando la menor aportación de la inversión, factor necesario para mantener el crecimiento, y del consumo.

EUROPA

En los últimos tiempos, la política suele ser el factor dominante en Europa. Por un lado, nos encontramos con la incertidumbre del *brexit* y de sus lentas negociaciones para la salida de la Unión Europea. Por otro, tenemos las múltiples elecciones en Alemania, Italia, y todo el problema que supone Cataluña. Sin duda alguna, la principal causa de preocupación son los partidos políticos antieuropeístas, que buscan alejarse de todo lo referente a la Unión Europea. A pesar de esto, la actividad económica europea está mostrando una gran fuerza con capacidad suficiente para contrarrestar los frentes políticos. No obstante, y al igual que ocurre en Estados Unidos, la inflación no acaba de alcanzar los objetivos propuestos.

MERCADOS

El cruce de moneda que enfrenta al euro con el dólar (el más cotizado en el mercado de divisas), ha vuelto a tambalearse después de un período relativamente largo de tranquilidad. Debido a la mejora sostenida en los indicadores económicos de la zona euro, la moneda comunitaria sigue con su apreciación. Tras pasar varios meses el cruce euro-dólar estabilizado en 1,15-1,20 el 2017 terminó con la barrera psicológica del 1,20.



En cuanto al petróleo, aunque la volatilidad es una característica de las materias primas, éste está teniendo una línea recta pudiéndose hablar ya de una tendencia estabilizada. Este comportamiento característico se puede extender al resto de las materias primas, que en los últimos meses han crecido considerablemente.

En el entorno en que nos encontramos, no tenemos rastro alguno de la volatilidad, debido fundamentalmente al crecimiento generalizado y sostenido. Es esta fortaleza precisamente la que ayuda a mitigar los riesgos que se derivan de la incertidumbre política.

7.2. Enero 2018

El 2018 comenzó con un comportamiento magnífico por parte de los mercados, permaneciendo aún el entorno de baja volatilidad.

BANCOS CENTRALES

El nuevo presidente de la FED Jerome Powell, parece que va a continuar con el legado de su predecesora Janet Yellen. Parte con una postura totalmente continuista en lo que a

política monetaria de la FED se refiere. Las actas de las reuniones de diciembre muestran una especial preocupación por ciertos miembros del FOMC debido principalmente a la inflación y las perspectivas de crecimiento, lo que parece decirnos que en 2018 veremos quizás alguna subida de tipos de más de las que esperábamos en un principio. Es decir, existe la posibilidad de cuatro subidas de tipos en lugar de tres.

Por el contrario, en Europa las presiones vía precios no son tan intensas como en los Estados Unidos, siendo una posible causa de que varios miembros del BCE hayan lanzado mensajes que defienden la continuidad del *Quantitative Easing*, y la rebaja de las expectativas de las subidas de tipos.

En cuanto a Japón, el *Bank of Japan* (en adelante, BoJ) no ha tenido especiales novedades en el último mes a pesar de que economía ha mejorado. Haruhiko Kuroda, gobernador del BoJ, parece que pretende continuar con los estímulos con lo que transmite un fuerte optimismo respecto a la inflación.

EE.UU.

Parece que los resultados de la reciente reforma fiscal empieza a notarse en ciertos aspectos de la economía. A pesar de ello, el gobierno de Donald Trump se ha encontrado con otro obstáculo, el cierre de las estructuras federales del Gobierno. Un acuerdo en condiciones extremas pospuso el cierre a febrero, pese a que los inversores no pusieron especial interés en el potencial impacto que pudiese tener.

En referencia a los indicadores macroeconómicos, la inflación mejora dado que la subyacente fue capaz de aumentar una décima hasta el 1,8%, debido a la buena evolución del consumo y de las inversiones; a pesar de que el IPC general disminuye. Por tanto, parece que gradualmente las presiones inflacionistas llegaron a los Estados Unidos excepto por la parte de los salarios, que se muestran hasta el momento incapaces de recoger el empuje del IPC hacia el objetivo de la FED del 2%.

EUROPA

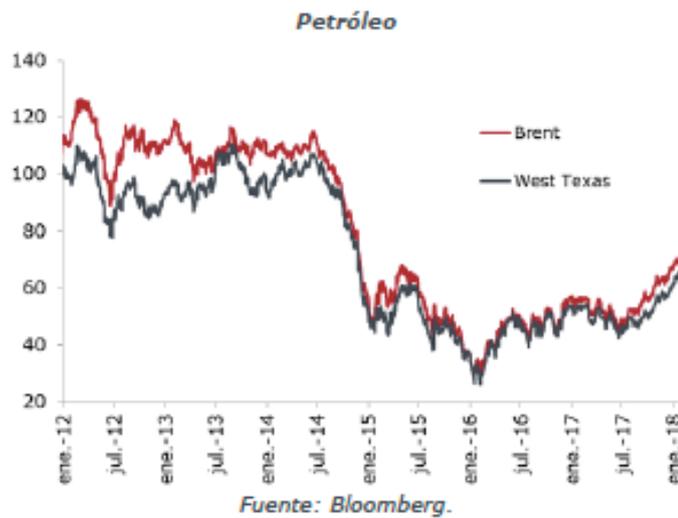
Como ya decíamos en diciembre, el riesgo político en Europa se está viendo minimizado debido a la gran fortaleza que la actividad económica de la zona euro está mostrando, tanto a nivel de economía real como a nivel de mercado. Un buen ejemplo es Alemania, donde la falta de un acuerdo de Gobierno se ha notado muy ligeramente en los indicadores económicos. De hecho, a nivel europeo, el crecimiento del PIB se encuentra en 2,7%, el más alto desde 2011. Además, las perspectivas en general siguen siendo positivas según los indicadores adelantados. Únicamente queda como tema pendiente la inflación.

MERCADOS

En este comienzo de año, a parte del buen comportamiento de las bolsas ya mencionado, destaca especialmente la evolución del mercado de renta fija. Concretamente, han sido los bonos refugio (bono alemán y americano) los que más han aumentado en términos de rentabilidad ante las expectativas de un posible endurecimiento de las condiciones monetarias. Sin embargo, los bonos periféricos en Europa han estrechado el diferencial.

Pasando a las divisas, y habiendo ya pulverizado las previsiones de 1,15-1,20; el euro ha continuado apreciándose ante el riesgo de que el BCE endurezca su postura, y asimismo motivado por las intactas perspectivas económicas positivas de la zona euro. Por el lado del dólar, los factores relativos a la apreciación de la moneda americana permanecen intactos.

De la misma manera, el precio del barril de petróleo continúa con su tendencia creciente estimulada por el impulso que recibe por parte de la oferta y la demanda.



Por otro lado, la temporada de resultados empresariales está comenzando en Estados Unidos y los resultados fueron muy positivos, siendo lo más notorio el contraste entre compañías del mismo sector, derivado del impacto de la reforma fiscal de Donald Trump.

En las últimas semanas, se dudó del crecimiento chino ante la aparente desaceleración de algunos de los indicadores económicos. No obstante, el PIB y ciertos indicadores adelantados continúan mejorando, dejando de lado, como viene siendo ya costumbre, a la inflación como la única tarea pendiente.

7.3. Febrero 2018

Febrero supuso un cambio radical de tendencia en los mercados, suponiendo el final de la complacencia en la que había entrado desde hace meses los inversores. Esto se ha visto reflejado en un aumento de las rentabilidades de la deuda que ha arrastrado al mercado. Belén Trincado (2018) sostiene que “las rentabilidades en el mercado de deuda empiezan poco a poco a despertar del letargo en el que las sumió las medidas de los bancos centrales. La retirada paulatina de los estímulos por parte de las autoridades monetarias, sumado a un repunte acelerado de la inflación han impulsado las

rentabilidades de los bonos en el mercado secundario”. Esto puede producir un trasvase de fondos de la renta variable a la fija, dado que las rentabilidades de la deuda esta superando en ciertos casos a la rentabilidad por dividendo de la renta variable.

BANCOS CENTRALES

El nuevo presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell mandó un mensaje más duro de lo que venía siendo habitual en lo que política monetaria se refiere. En su primera intervención al frente, el presidente dio a entender a los inversores que este año se podrían producir hasta cuatro subidas de tipos en lugar de tres, debido al avance de la actividad económica, de las previsiones de inflación y del mercado de trabajo. La situación es parecida en Reino Unido, pues con el último discurso, han aumentado las posibilidades de una subida en el corto plazo. En este caso sin embargo, el Banco de Inglaterra se vio obligado a adelantar los tiempos debido a la inflación producida por la depreciación de la libra.

En febrero, las políticas monetarias los bancos centrales de Japón y de la zona euro han quedado en un segundo plano. En el caso de la zona euro, el nombramiento del ex ministro de economía español Luis de Guindos ha producido que aumenten las especulaciones acerca de la próxima presidencia por parte del alemán Jens Weidmann (Mota, 2018). Mientras, parece que en Japón todo sigue igual, dado que Kuroda será el primer gobernador en repetir mandato en muchas décadas.

EE.UU.

Tras la nueva amenaza de otro cierre de la Administración Federal, demócratas y republicanos sorprendieron con un acuerdo que aumenta de manera considerable el gasto público en 300.000 millones de dólares para asuntos sanitarios, militares y de infraestructuras, con lo que consigue evitarse un *shutdown*.

En cuanto a la macroeconomía, los indicadores de crecimiento permanecen intactos, como bien vienen reflejando todos los indicadores. La inflación sigue siendo el gran

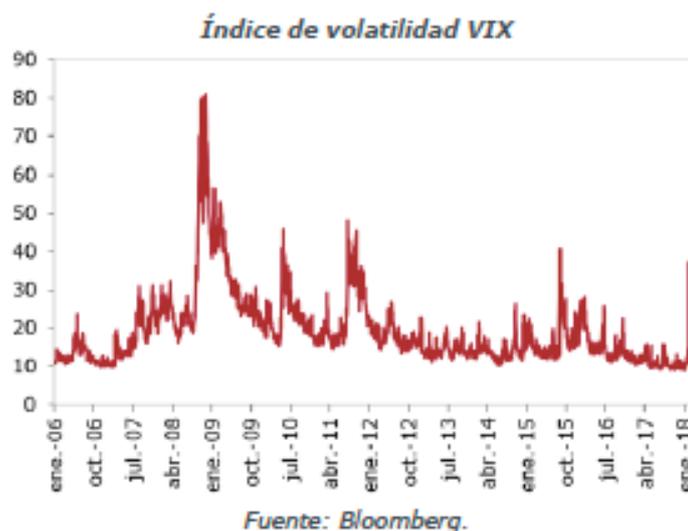
tema, debido a que aunque los distintos IPC no están teniendo un especial impulso, los inversores si están cotizando un aumento de las expectativas.

EUROPA

El mercado se encontraba a la espera de conocer si Merkel conseguía el apoyo del SPD, y de ver el nuevo Gobierno de Italia. Pese a la incertidumbre, la economía europea seguía con su tendencia de crecimiento. De todas formas, y al igual que en Estados Unidos, el asunto pendiente era la inflación. A pesar de los intentos del mercado por presionar en los precios, lo cierto es que los distintos IPC europeos se han mantenido en niveles reducidos.

MERCADOS

Sin duda alguna, la novedad en febrero fue el hecho de que la bolsa salió de su somnolencia por culpa de unas previsiones más duras en cuanto a las políticas monetarias se refiere, aumentado de manera violenta la volatilidad de los mercados, especialmente en los Estados Unidos. Tras varios meses tranquilos, la volatilidad se ha disparado, llevado al VIX a niveles del verano de 2015.



Como dice Olmo (2018) “Las turbulencias empezaron el viernes, cuando el Departamento de Trabajo de Estados Unidos publicó sus cifras de empleo. El informe recogía un aumento de los salarios mucho mayor de lo esperado. Que en Estados Unidos haya una situación de virtual pleno empleo y los trabajadores reciban mayores salarios podría parecer una buena noticia, pero en economía las cosas casi nunca son tan sencillas.” Esto lo explica muy bien la corresponsal de la BBC Yogita Limaye afirmando que “si los sueldos suben, la previsión es que la gente gastará más, haciendo que los precios aumenten”. Es precisamente este aumento de los precios el que puede conducir a la Reserva Federal a subir los tipos en más ocasiones para controlar de esta manera la inflación.

Otro posible factor que ha podido afectar a este cambio de tendencia en el mercado es el simple hecho del paso del tiempo. En los últimos años, los mercados han gozado de una extraordinaria estabilidad, y los tiempos de crecimiento no pueden durar siempre.

Muchos inversores consideran que la política de estímulos de Trump puede producir un sobrecalentamiento en la economía, y sostienen que la volatilidad vivida en febrero puede haber sido una confirmación de ello. Las bolsas mundiales no han escapado a la histeria vivida en los mercados, y no solamente han perdido todo ganado en lo que llevamos de 2018, sino que las caídas han ido más allá.

Las divisas no han quedado al margen de lo sucedido. Ha primado la búsqueda de los activos refugio, subiendo por tanto la cotización del dólar y del yen. De hecho, el tipo de cambio euro/dólar ha alterado su tendencia, al menos temporalmente.

7.4. Marzo 2018

Durante el mes de marzo, el mercado no fue capaz de frenar las caídas de febrero, aunque esta vez no vinieron por parte de la renta fija, sino por la amenaza de la guerra comercial.

BANCOS CENTRALES

Jerome Powell cumplió el guión preestablecido, al aumentar los tipos de interés en 25 puntos básicos, dejando claro que la política monetaria americana continuará por el camino de la normalización, dejando atrás la etapa de los estímulos. Esto se confirmó cuando Powell admitió la posibilidad de 4 subidas de tipos en lugar de tres en el 2018.

El BCE sigue los pasos de la FED poco a poco, que de la misma manera apuntan a la normalización. En el caso del banco europeo, el discurso de este mes sirvió para eliminar la posibilidad de un aumento en la compra de activos en caso de necesidad.

Por su parte, Kuroda ya ha ratificado su segundo mandato al frente del Banco de Japón, confirmándose la posibilidad de que el BoJ no cambiará sus políticas actuales.

EE.UU.

Los Estados Unidos atrajeron durante el mes de marzo toda la atención de los inversores. En primer lugar, por el cese y las dimisiones de los asesores y secretarios del Presidente Trump, entre los que destaca el ex secretario de Estado, Rex Tillerson (Torres, 2018). En segundo lugar, debido a las crecientes tensiones comerciales con China, que “se materializó con aranceles valorados en 60.000 millones de dólares anuales por supuestas afrentas a la propiedad intelectual estadounidenses, una cifra que supera en 10.000 millones a la adelantada poco antes por la Casa Blanca” (Ávila, 2018), sumándose de esta manera a las medidas proteccionistas sobre el carbón y el acero.

EUROPA

Los acontecimientos políticos eclipsaron la actualidad de Europa. Por un lado, se ha conseguido cerrar el acuerdo de Gobierno en Alemania. “El bloque conservador que lidera la canciller Angela Merkel y el Partido Socialdemócrata (SPD) de Martin Schulz, ha alcanzado hoy un acuerdo para formar Gobierno que incluye el reparto de los 15 ministerios de la nueva gran coalición, según ha confirmado el ministro en funciones de la Cancillería y de Finanzas, Peter Altmaier” (Valero, 2018). De la misma manera, se ha logrado un acuerdo entre Reino Unido y la Unión Europea acerca del período de transición, que terminará el 31 de diciembre de 2020. Como dice Pérez (2018): “Bruselas y Londres pactan retrasar 21 meses en total, hasta finales de 2020, el *Brexit* definitivo, y dan así una señal de tranquilidad a los mercados y a los sectores más afectados por el divorcio”. Sin embargo, el resultado de las elecciones en Italia ha dejado un Parlamento en el que todo es posible.

Por otro lado, los indicadores económicos parecen empezar a dar muestras de una desaceleración, aunque se puede considerar normal dado que se han alcanzado los mayores datos de crecimiento en los últimos 10 años. La inflación sigue sin preocupar a los inversores, al no haberse producido ningún repunte importante.

MERCADOS

El principal factor de riesgo en los mercados durante marzo ha sido la reaparición del proteccionismo, en primer lugar con los aranceles en Estados Unidos del carbón y el acero, y posteriormente con las contramedidas restrictivas por parte de China, que puede terminar en un ciclo muy negativo para ambas potencias. Por tanto, el riesgo de una guerra comercial ha afectado de manera negativa a los mercados

El sector tecnológico fue el otro protagonista en el mes de marzo, produciendo grandes caídas en las bolsas, principalmente por el escándalo entre Facebook y Cambridge Analytica, que ha afectado a su vez al resto de gigantes del sector aprovechando las altas valoraciones, demostrando una vez más el enorme poder que posee Facebook.

En cuanto a la volatilidad de los mercados, después del violento repunte experimentado en febrero, en marzo volvió poco a poco a la normalidad, aunque no se vieron los niveles mínimos en los que se vivía a principios de año.

7.5.Conclusiones

Por consiguiente, podemos terminar este apartado afirmando que aún nos encontramos en un ciclo económico expansivo, en el que los fundamentales siguen siendo positivos, aunque bien es cierto que podemos estar entrando en una fase desaceleración. Los datos de crecimiento no son malos, puesto que las estimaciones siguen estables, pero sí que parece que podemos empezar a vislumbrar una moderación del crecimiento a nivel global. Desde el inicio de año, las expectativas de inflación se han ido moderando, lo que afecta de manera negativa a las rentabilidades en la renta fija, y positivamente a la variable. Esto ayuda a pensar que no deberían producirse nuevos episodios de volatilidad en los mercados como los producidos a comienzos de febrero. Por otro lado, y en relación a las políticas monetarias, parece que se va a seguir la hoja de ruta marcada hasta el momento, con dos subidas de tipos más en lo que resta de año en EE.UU., y con una paralización de las compras de activos por parte del BCE a partir de septiembre. Parece pues claro, que siguen existiendo oportunidades atractivas en el mercado, tanto por el lado de la renta fija como de la variable.

Asimismo, es muy importante tener en cuenta los riesgos a los que se enfrenta el mercado. En primer lugar, debemos tener muy presente la batalla comercial entre EE.UU. y China, que pone muy nerviosos a los mercados ya que puede llegar a arrastrar al comercio internacional y posteriormente a la economía a nivel global. Asimismo, habrá que estar muy atentos a los distintos temas geopolíticos, tanto en Europa como en Estados Unidos, que en los últimos tiempos vienen siendo de los factores más importantes a la hora de influir en los mercados.

8. Análisis por tipo de activo

En este apartado analizaremos la estrategia de activos a seguir.

8.1. Renta variable

El entorno económico sigue siendo expansivo y las estimaciones para el 2018 son positivas, mientras que sigue habiendo espacio de mejora en las tasas de desempleo y en la producción industrial. Actualmente, no existen presiones inflacionistas que puedan producir una brusca actuación de los bancos centrales, lo que predice que no habrá más movimientos bruscos en las volatilidades. Asimismo, las condiciones financieras podemos afirmar que continúan siendo favorables. Parece por tanto que la estructura alcista se mantiene. Actualmente, el crecimiento esperado en EE.UU. se encuentra en 19.5% y en 8,4% en Europa para los próximos 12 meses.

8.1.1. Renta variable europea

Es cierto que 2017 fue un año espléndido para la renta variable europeo, y puede parecer que por ello que hay poco margen de mejora en el 2018. Podríamos por tanto considerar el mercado europeo de renta variable como no barato. Sin embargo, las previsiones sostienen lo contrario, dado que las valoraciones europeas a largo plazo están alcanzando promedios históricos. Según Inversis (2018), en Europa, el PIB crecerá en el 2018 en un 2% impulsado por un aumento en el gasto de los consumidores. Los resultados empresariales crecerán en Europa en torno al 10%.

Además, se está produciendo una notable mejora en los márgenes de beneficio de las empresas. Pese a esta mejora, los márgenes europeos continúan por detrás de los americanos, lo que nos hace pensar que aún pueden mejorar. Sin embargo, probablemente el tiempo necesario para alcanzar los beneficios de las empresas estadounidenses no será corto.

Otro factor determinante está siendo el descenso de la inflación, que probablemente se mantenga en niveles bajos durante un tiempo. En un entorno de inflación baja, invertir

en renta fija puede no ser lo más rentable, por lo que la renta variable puede suponer una alternativa atractiva.

Por otro lado, las correlaciones entre los distintos sectores están cayendo. Durante los últimos años, los distintos sectores han sido apoyados por fuertes factores macroeconómicos entre los que destaca el *Quantitative Easing* (QE). Esto ha producido que las correlaciones entre sectores sean altas, debido a que compañías y sectores se impulsaban de forma artificial por estos factores macroeconómicos. Como la tendencia está cambiando, las correlaciones van a disminuir, mostrando la verdadera naturaleza de cada activo o sector, que ahora se basará únicamente en fundamentales y no en impulsos externos. En este entorno actual, la selección de activos debería ser más sencilla, al no existir distorsionadores de la realidad.

Teniendo en cuenta los factores anteriores, parece claro que nos encontramos en un entorno favorable para la inversión en renta variable europea.

8.1.2. Renta variable americana

Al igual que la renta variable europea, la americana disfrutó de un 2017 extraordinariamente positivo. Los índices estadounidenses alcanzaron durante sucesivos meses nuevos máximos, apoyándose principalmente en un crecimiento global sostenido, en el crecimiento de beneficios y en una muy flexible política monetaria.

Sin embargo, la renta variable americana se encuentra actualmente cara en comparación con su media histórica, aunque es cierto que entra dentro de lo razonable en base al crecimiento económico estimado de su economía y a las proyecciones de los beneficios de las empresas para el 2018. Además, comenzamos el año con un aumento importante en la volatilidad. Con estos datos, parece razonable plantearse si no es buen momento para buscar una alternativa. Sin embargo, hay varios factores que nos hacen pensar de manera distinta.

En primer lugar está el mercado inmobiliario, que es importante para el gasto de los consumidores y su confianza. Pues bien, las tendencias en la actualidad son positivas y el mercado se muestra muy sólido.

Por otro lado, vemos como los salarios están aumentando. “ El crecimiento salarial en los grupos con ingresos más elevados no se ha debilitado, pero el de los grupos con ingresos más bajos se está acelerando de forma acusada. La repercusión de esta tendencia debería ser que las empresas orientadas al consumo fuera del sector del lujo prosperen de manera desproporcionada” (Thornmann, 2018).

El aumento de la volatilidad y el proteccionismo comercial que se están dando en este año, junto con las posibles guerras comerciales que se puedan derivar, están produciendo un cambio en el sentimiento en los inversores y en los mercados. En cuanto al proteccionismo, parece que Trump se ha propuesto cumplir una de sus promesas electorales: equilibrar la balanza comercial americana. Esto se presenta como un riesgo a tener en cuenta dado que puede provocar distintas contramedidas tanto por parte de China como de la Unión Europea. Sin embargo, esto no tiene por qué suponer un cambio de escenario, aunque quizás sí produzca un ritmo algo más lento de expansión. Por tanto, el crecimiento continúa siendo firme.

Finalmente, Inversis (2018) sostiene que los resultados empresariales en EE.UU. crecerán cerca de un 16%, apoyado principalmente por la reforma fiscal, siendo considerada esta como responsable de un 50% del aumento de beneficios.

Parece por tanto claro, que también la renta variable americana va a seguir su ciclo expansivo, y que van a seguir existiendo oportunidades. Lo complicado será encontrar los activos que efectivamente aporten las mejores rentabilidades.

8.1.3. Renta variable emergente

En el 2017, “el índice bursátil MSCI Emerging Markets ha generado una rentabilidad del 35% (en USD), aupado por unas atractivas valoraciones y un posicionamiento de los inversores relativamente limitado después de las considerables salidas de capitales del período 2013-2015” (Wilson, 2017). Este crecimiento se deriva fundamentalmente del crecimiento global sostenido y del aumento del comercio a nivel mundial. En este contexto, las empresas han mejorado notablemente su ROE y los resultados.

Schroders (2017) espera que el crecimiento mundial se mantenga en el 3,3% en 2018, ligeramente por encima del 3,2% previsto para 2017. De la misma manera, se pronostica que los mercados emergentes crecerá un 4,9% en 2018.

Pese a que se espera crecimiento en el mercado chino, el ritmo del mismo decrecerá hasta el 6,4% (6,8% el año anterior), debido principalmente al endurecimiento de las condiciones monetarias.

Por otra parte, parece que tanto Brasil como Rusia continuarán con su particular recuperación económica. En Brasil, la confianza empresarial ha aumentado debido al entorno de tipos bajos en el que se encuentra el país, aunque habrá que estar muy al tanto de los asuntos políticos, en especial a las elecciones próximas. En cuanto a Rusia, los bajos niveles de inflación están permitiendo al banco central flexibilizar de manera notable sus políticas monetarias.

La recapitalización del sector bancario en la India fortalecerá el crecimiento, “lo que debería estimular la concesión de créditos a medida que nos adentremos en 2018 y 2019. Además, probablemente veamos medidas de estímulo presupuestario para impulsar el crecimiento de cara a las elecciones de 2019” (Schroders, 2017).

Pese a que las perspectivas para las economías emergentes son positivas, debemos tener muy presentes ciertos riesgos: en primer lugar, la desaceleración ya comentada de China, que podría llegar a afectar a la economía a nivel global, así como a las materias primas. Por otro lado, preocupa la política comercial de EE.UU. que como hemos comentado anteriormente puede tener un impacto global, en función de cómo se

desarrollen los acontecimientos. Asimismo, sería perjudicial para las economías emergentes una potencial apreciación del dólar estadounidense frente a las monedas emergentes, haciendo que el capital fluyese hacia el mercado americano.

La inversión en mercados emergentes está relacionada con la idea de riesgo. Dado que el perfil inversor con el que estamos trabajando es uno medio, no parece que la renta variable emergente sea el activo más adecuado para nuestra cartera de fondos, teniendo en cuenta los múltiples riesgos a los que se enfrenta en este 2018.

8.2. Renta fija

Todo hace indicar que el comportamiento de los tipos de interés será parecido al del 2017, no habrá subidas. Parece que el mercado continuará buscando bonos con rendimientos que resulten atractivos en el entorno de tipos bajos en el que nos encontramos. Sin embargo, puede que los tipos comiencen a subir de manera gradual si los bancos centrales dejan atrás sus políticas comodaticias. Por lo que 2018 supondrá la normalización monetaria, que derivará en una gran cantidad de nuevas oportunidades.

Como explica Lucas Maruri Pérez, Gestor de Gesconsult, “nos encontramos en un entorno de revisiones al alza en la mayoría de países a nivel mundial apoyado por el avance de la demanda interna y de las exportaciones, reflejo del impacto positivo de las reformas realizadas en los años pasados” (Morcillo, 2017).

Podemos afirmar que el *Quantitative Easing* ha sido positivo dado que los tipos de interés han disminuido de forma continuada, cumpliendo de esa manera uno de sus principales objetivos, reduciendo los costes de financiación. Pero como ya hemos comentado anteriormente, el BCE no puede mantener esta política de compra de activos indefinidamente, debido principalmente a la inflación. Por tanto, si efectivamente se produce este año la normalización monetaria, parece que los tipos aumentarían.

Por otro lado, es importante destacar que el ciclo expansivo puede estar alargándose demasiado. Según Jolly (2017), “el final de una fase de expansión es claramente negativo para los beneficios empresariales y, por extensión, para los bonos corporativos

(la deuda emitida por el sector privado), pero suele ser un buen momento para invertir en deuda pública segura. No obstante, las fases de expansión económica no suelen morir de viejas, sino que tienden a precipitarse, bien porque los bancos centrales llevan a cabo subidas excesivas de los tipos de interés, o porque los excesos alimentados por la deuda se acumulan hasta el punto de que los deudores, ya sean los hogares o el sector privado, empiezan a incumplir sus obligaciones de reembolso. Por tanto, si bien queda claro que esta expansión está durando mucho, los indicios típicos de fatiga parecen estar ausentes”.

En cuanto a la evolución demográfica, hay gestores de fondos, como Ian Spreadbury (2018), que consideran al aumentar la población mundial y envejecer esta de manera muy rápida, aumentan el número de jubilados, reduciéndose el número total de horas trabajadas, lo que provocaría que las rentabilidades de los bonos continuasen en niveles muy bajos.

La política será otro de los factores determinantes, destacando especialmente las distintas elecciones y las negociaciones del brexit.

9. Selección de activos

El objetivo es seleccionar una combinación de fondos de inversión para el momento actual en el que nos encontramos utilizando el análisis cualitativo. La gestión de carteras se realiza atendiendo al perfil de riesgo del inversor, su horizonte temporal y a las circunstancias de los mercados.

Formaremos una cartera equilibrada, ni muy conservadora ni muy agresiva, formada principalmente por renta variable europea y americana, apoyada por dos fondos de renta fija emergente y global. Finalmente, incluiremos un fondo alternativo con el objetivo de descorrelacionar la cartera.

En las carteras equilibradas, el objetivo principal del inversor es el del crecimiento del capital a medio plazo, asumiendo ciertas fluctuaciones en el capital, pero no tomando excesivos riesgos. Es por ello por lo que evitamos por ejemplo la renta variable emergente. El porcentaje máximo en renta variable de una cartera equilibrada típica es del 60% aproximadamente.

Para analizar los fondos, utilizaremos la misma estructura:

- 1) Filosofía de inversión.
- 2) Proceso de inversión.
- 3) Estrategia de inversión.

%	Fondo	Zona
23,50%	RENTA FIJA	
10,00%	M&G Emerging Markets Bond	Emergentes
13,50%	Pimco Income	Global
23,00%	MIXTOS	
7,50%	MFS Prudent Wealth	Global
9,50%	Nordea Stable Return	Global
6,00%	M&G Dynamic Allocation	Global
41,50%	RENTA VARIABLE	
8,50%	Eleva European Selection	Europa
7,00%	Invesco Pan European Equity	Europa
8,50%	Amundi US Fundamental Growth	EEUU
8,00%	Schoder US Small&Mid Cap	EEUU
9,50%	Robeco Global Premium	Global
12,00%	ALTERNATIVO	
12,00%	Old Mutual GEAR	Global

9.1. M&G EMERGING MARKETS BOND

FILOSOFÍA DE INVERSION

Se trata de un fondo de renta fija emergente sin restricciones con respecto a un índice, cuyo objetivo es la maximización de la rentabilidad total a través de una construcción de cartera basada en una combinación del entorno macroeconómico y el análisis fundamental de cada uno de los bonos. Este estudio conjunto permite seleccionar aquellos activos atractivos a juicio de la gestora de entre todo el universo objeto de inversión, teniendo total flexibilidad para moverse entre distintas emisiones y duraciones, sin más límites que los internos. “El fondo tiene como objetivo maximizar el rendimiento total mediante la inversión en bonos emitidos por países con mercados emergentes y sus organismos, aunque el fondo también mantiene una parte de su cartera en otros instrumentos de deuda. No existen restricciones en cuanto a la moneda en la que pueden emitirse los bonos de la cartera, por lo que el fondo puede enfrentarse a un riesgo de cambio mayor al normal, que por lo general no es objeto de cobertura” (Morningstar, 2018).

PROCESO DE INVERSION

Los gestores analizan el entorno macro para continuar con la evaluación del mercado soberano y corporativo de renta fija de los países emergentes. Por lo tanto, el proceso se inicia con el establecimiento de una visión macroeconómica y de mercado que incluye el análisis tanto de fundamentales como de elementos técnicos, así como del riesgo general de la región.

A continuación, se estudian los mercados tanto de deuda soberana como de crédito. Los factores que se tienen en cuenta a nivel bono son:

- En los bonos soberanos: liquidez, solvencia, saldo comercial y factores políticos.
- En los bonos corporativos: la estructura accionarial, y el riesgo financiero y de negocio.

En el caso de estos últimos, la información se genera a través de fuentes internas, en las que los analistas examinarán tanto tendencias financieras como el equipo ejecutivo, el modelo de negocio y la estructura de deuda. El análisis sectorial se revisa de manera semestral.

La distribución considerada neutral entre las tres sub-clases de activos es un tercio en cada una de ellas (deuda gubernamental en *local currency*, deuda gubernamental en *hard currency*³, deuda corporativa en *hard currency*). Esto provoca que la exposición a dólar sea típicamente de un 67%.

La responsable del fondo es la que determina el peso de cada posición en función de su grado de convicción, pudiendo apalancarse en el caso de que este nivel sea muy elevado.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

La consideración de un país como emergente es competencia de la gestora, coincidiendo tradicionalmente con la clasificación del FMI o el Banco Mundial.

El fondo podrá invertir en bonos, divisas, fondos de inversión, liquidez, depósitos o derivados. El uso de éstos últimos se introduce para alterar la exposición de la cartera a los diferentes activos de forma mucho más ágil que mediante la compraventa de los títulos físicos, ayudando a que el fondo sea altamente flexible y se pueda adaptar velozmente a cambios en los mercados. Asimismo, también pueden usar derivados para apalancar la cartera en el caso ya mencionado.

Las otras limitaciones son las siguientes:

- La duración oscilará entre 0-10 años.
- Pueden posicionarse cortos en algún activo.

³ *Hard currency* es un concepto que hace referencia a las divisas más sólidas, que sufren pocas fluctuaciones y que es comerciada a nivel global, por lo que es un vale fiable y estable.

- Como mínimo, el 70% del fondo tendrá que estar invertido en bonos de gobiernos, agencias o compañías de mercados emergentes.
- Al menos, deben tener un 3% en activos libres de riesgo, que son considerados como liquidez.
- Máximo de -10% de exposición corta a divisas emergentes (-25% en agregado).
- Máximo 5% para un solo emisor corporativo.

9.2. PIMCO INCOME

FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

Fondo de renta fija multiestrategia de ámbito global, totalmente flexible gracias a que no sigue ningún índice de referencia.

“El fondo tiene como objetivo generar ingresos, manteniendo y aumentando su inversión original. El fondo invierte principalmente en una gama de valores de renta fija (préstamos que pagan un tipo de interés fijo o variable) emitidos por sociedades o gobiernos de todo el mundo que proporcionan un nivel de ingresos constante y en aumento. El fondo también puede invertir hasta un 50% en valores con calificaciones inferiores, de «Baa3»”. (Morningstar, 2018).

PROCESO DE INVERSIÓN

El proceso de inversión combina el análisis macroeconómico con la selección de valores. El *top-down* está basado en la visión de Pimco, que busca tendencias a largo plazo capaces de evitar los repentes de euforia y depresión. En cuanto al *bottom-up*, aprovechan los inputs de cada especialista por activo para invertir en activos infravalorados. Además, dispone de un Comité de Inversión encargado de la toma de

decisiones en materia de duración, curva, convexidad, concentración y calidad crediticia. El fondo trata de generar rentabilidad a través de una cartera diversificada a lo largo de toda la renta fija.

Activos en los que generalmente invierte:

- 1) Corporativos *High Yield e Investment Grade*, incluidos emergentes.
- 2) Gobiernos, agencias y similares.
- 3) Relacionados con hipotecas.
- 4) Posiciones en divisa.

En cualquier caso, el fondo no tiene ninguna obligación con ningún activo. Asimismo, tiene habilitado el uso de derivados (opciones, futuros, opciones sobre futuros, swaps y CDS), ya sean como inversión o cobertura.

Las decisiones de compra y venta dependen directamente de los dos cogestores, si bien están apoyados por equipos especializados de riesgos.

Por último, es importante destacar que el fondo tienen ciertas limitaciones: la duración será de 0 a 8 años; la divisa sin cubrir será como máximo del 30%, mientras que la inversión en *High Yield* será como máximo del 50% y un 20% en emergentes.

9.3. MFS PRUDENT WEALTH

FILOSOFIA DE INVERSION

Se trata de un fondo mixto global que busca batir al MSCI World de forma consistente con menor volatilidad que el índice, para lo cual invertirá principalmente en renta variable global en combinación con instrumentos del mercado monetario y de renta fija para reducir el riesgo de la cartera. La cartera se gestiona desde la perspectiva de la

selección pura de valores con el objetivo de construirla con una concentración de entre 30 y 60 títulos sin ningún tipo de restricción por índice, región o capitalización. “Lo que se busca por tanto es el rendimiento total medida en dólares” (Morningstar, 2018).

La idea es gestionar la reducción del riesgo desde una perspectiva que engloba cinco conceptos:

- Paciencia: Capacidad de no seguir al mercado y esperar a las oportunidades para capturar valores infravalorados.
- Objetividad: Dejar de lado factores humanos.
- Independencia respecto a las tendencias del mercado.
- Precaución: La mejor manera de ganar dinero es no perderlo.
- Simplicidad: Priorizar el sentido común respecto a modelos.

Además de todo lo anterior, el fondo utiliza ninguna métrica concreta para la selección de las compañías.

PROCESO DE INVERSION

Dado que es un fondo sin restricciones, la selección de valores es el criterio principal a la hora de gestionar la cartera, si bien también se apalancan en las expectativas que les ofrecen los retornos en renta variable y fija para modular la exposición a cada uno de los dos activos. Teniendo como premisa fundamental la inversión flexible a precios atractivos, y fijando la atención en ratios como *market value/earnings*, flujos de caja y dividendos, busca que las compañías cuenten con las siguientes características:

- Rentabilidad por encima del coste del capital (creación de valor).
- Disponer de una ventaja competitiva.
- Contar con un equipo directivo que haya demostrado priorizar los intereses de los accionistas en el largo plazo.
- Balance sólido.
- Flujos de caja sostenibles propios de su actividad ordinaria.
- Potencial de mejora.

De la misma manera evitarán empresas con patrones de demanda insostenible, modelos de negocio que no comprendan, equipo directivo que no priorice los intereses de los accionistas, balances débiles.

En cualquier caso, la selección de las compañías parte de los analistas de MFS, dejando al gestor adecuar las distintas ideas a la filosofía del fondo. En el caso de no encontrar oportunidades dispone de la facultad no ya de dejar los fondos en liquidez, sino la de invertir en bonos, e incluso, la de utilizar derivados para aumentar las coberturas para reducir el riesgo.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

El universo de inversión comprende 10.000 acciones globales con una capitalización superior a 250 millones de dólares. En cuanto a la parte de la cartera que se destina a renta fija, se incluyen deuda pública, crédito de grado de inversión y especulativo, así como también bonos de países emergentes.

Los derivados con los que es posible operar incluyen opciones sobre índices por la parte larga cuando no encuentran valoraciones atractivas pero queriendo tomar posiciones, así como *puts* por la parte corta para implementar la reducción de riesgo. Por otro lado, cabe destacar que no cubren las divisas.

A pesar de no tener limitaciones por país o sector, no podrán destinar más del 10% del total de la cartera a un solo título. Los niveles medios de exposición son:

- Renta variable global: 50-90%.
- Renta fija global: 10-30%.
- Liquidez: 0-40%.

La disciplina de venta es la siguiente: alcanzar el nivel de valoración objetivo, encontrar una mejor alternativa y que se produzca un deterioro de los fundamentales.

9.4. NORDEA STABLE RETURN

FILOSOFIA DE INVERSION

Se trata de un fondo mixto global con el objetivo fundamental de generar rentabilidad a tres años bajo la premisa de preservar el capital con bajos niveles de volatilidad, para lo cual podrá invertir en renta variable, renta fija e instrumentos del mercado monetario, todos ellos en diversas divisas. No sigue ningún índice. La idea es crear una cartera capaz de generar rentabilidad positiva en cualquier entorno de mercado, evitando tomar perspectivas macroeconómicas.

Se basa en unos principios básicos:

- El análisis de cada activo se focaliza sobre la rentabilidad/riesgo que ofrece y los niveles de correlación. Con ello, buscan reducir el potencial de caídas del fondo.
- Reducción de la volatilidad, centrando la atención en equilibrar el riesgo entre las distintas inversiones.

PROCESO DE INVERSION

La composición de la cartera se fundamenta en la selección pura de cada línea de inversión, mezclando los aspectos cuantitativos con los fundamentales. Los pasos a la hora de construir la cartera son los siguientes:

- Estratégico: Identificar los catalizadores de rentabilidad/riesgo mediante las expectativas de rentabilidad esperada, la volatilidad y las correlaciones. También se especifica cada factor de riesgo para ver si la apuesta es propia de un entorno de aversión o propensión al riesgo. Este apartado representa como mínimo el 80% de la cartera y generalmente está dedicado prácticamente entero a renta variable.

- Optimización y construcción de la cartera: Ya identificados los componentes relevantes a través de la selección pura, se distribuye el riesgo entre las partes estratégicas y tácticas para diversos escenarios de mercado.
- Distribución táctica de activos para modular la duración, el riesgo de crédito y la beta de la renta variable bajo un prisma cuantitativo.

En cuanto a la renta variable, el elemento central a la hora de valorar las inversiones es el crecimiento de los beneficios. A la hora del análisis, el primer paso es el cuantitativo, dividido en:

- 1) Integridad de datos: Se exige una historia mínima de cinco años (deseable de diez).
- 2) Liquidez.
- 3) Estabilidad: Se realizan regresiones sobre precio, beneficios, dividendos, EBITDA, flujos de caja y crecimiento de beneficios, siendo obligatorio que todos ellos resultan aceptables.

El segundo paso responde a aspectos fundamentales, pues los cogestores deben revisar y aprobar los informes individuales de los analistas.

Buscan compañías que inviertan el capital de forma prudente y cuyo crecimiento del negocio sea más estable, así como generadoras recurrentes de ingresos, dividendos y flujos de caja.

En cuanto a la renta fija y los instrumentos del mercado monetario, el proceso de selección de estos está orientado a definir la duración y el riesgo de impago.

No tiene ninguna limitación oficial más allá de la volatilidad objetivo, que oscilará en el 4-7%. Puede utilizar derivados para ajustar la beta y la duración; esta última nunca podrá ser negativa. En cuanto a bonos de Gobierno, pueden invertir en EEUU, Alemania, Reino Unido, Japón, Canadá y Australia.

En la renta fija se invierte generalmente mediante índices (CDS) con excepciones como las cédulas. Las divisas sólo podrán asumir el 25% del presupuesto de riesgo del fondo.

9.5. M&G DYNAMIC ALLOCATION

FILOSOFIA DE INVERSION

Se trata de un fondo multiactivos global con un objetivo de rentabilidad positiva, 5-10% anual, de forma consistente, además de realizarlo en periodos de tres años bajo una perspectiva *top-down*. La característica fundamental que lo diferencia es la utilización, como un pilar elemental, del *behavioural finance*.⁴ Dentro de esta idea de gestión se evitan las predicciones (de mercado, económicas, etc), fijando la atención en su lugar en las señales que muestran las valoraciones de cada activo. Es por esto que creen que existe valor en un instrumento financiero que se aleja de su valor razonable si eso se debe a factores emocionales de los mercados, esperando que haya una vuelta hacia dicho valor.

Asimismo, también consideran la valoración en el largo plazo como el otro pilar. Por eso mismo, el criterio de los gestores a la hora de analizar el entorno y calificar las valoraciones se vuelve indispensable. Siendo el riesgo una variable elemental a la hora de gestionar el fondo, se busca aproximar la volatilidad a la horquilla del 5-12% en el medio plazo. No tiene en cuenta ningún índice, ni siquiera como referencia.

PROCESO DE INVERSION

Consideran que las oportunidades son más fácilmente observables a nivel de activo, geográfico o sectorial, por lo que este enfoque *top-down* hace de la distribución de activos el eje de la gestión del fondo.

El proceso de construcción de la cartera en sí consta de tres pasos:

- 1) Evaluación estratégica. Primero realizan una valoración objetiva del universo de activos para obtener su valor razonable. A partir de esto se obtiene la neutralidad

⁴ Según Investopedia, el Behavioural Finance es un campo de las finanzas que propone teorías basadas en la psicología para explicar las anomalías del mercado, como las caídas violentas del precio de las acciones.

para cada uno para comparar contra las rentabilidades reales y calcular oportunidades. Tienen en cuenta rentabilidades esperadas históricas, teorías económicas y preferencias de los inversores.

- 2) Evaluación táctica. Identificado un activo con sobrevaloración o infravaloración se busca el porqué. Puede ser una razón correctamente basada en fundamentales o en factores de *behavioural finance*, habiendo para este último tres factores para detectarlo: Atención en un único evento específico, reacciones inconsistentes con el entorno, y movimientos rápidos de precios.
- 3) Construcción de la cartera.

El *research* en el que se basan los gestores es mixto, pues además de apalancarse en el equipo de multiactivos y el resto de M&G, también utilizan fuentes externas. No cuentan como tal con unos principios que determinen los pesos de cada posición, siendo estos determinados por la convicción y la volatilidad de la cartera en su conjunto. Debido a la gestión altamente flexible del producto, el *timing* de mercado es un elemento vital.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

Las exposiciones tienen las siguientes limitaciones internas:

- 1) Renta fija: 20-80%. La duración puede oscilar desde -3 años hasta +10. En lo relativo a gobiernos puede invertir en bonos o derivados (ya sea para inversión o como cobertura), mientras que por la parte de corporativos se realiza a través de índices teniendo en consideración el rating, la duración, la geografía y el sector.
- 2) Renta variable: 20 a 60%. Se realiza mayoritariamente mediante futuros sobre índices, si bien puede hacerse por sectores o incluso cesta de acciones de un determinado sector. Además se pueden aplicar apuestas de valor relativo.
- 3) La suma de otros activos (convertibles y REITs) máximo en el 20%.

- 4) Hasta un 10% en otros fondos, siempre de M&G.
- 5) Normalmente, el gestor de inversiones mantendrá al menos un 30% del fondo en euros y al menos un 60% en una combinación de dólares estadounidenses, euros y libras esterlinas.

El fondo no tiene acotado el universo de inversión por activos financieros siempre y cuando entren dentro de las limitaciones. No cuentan con ningún programa disciplinado de venta de sus posiciones, pues esta acción solo responderá a las valoraciones. Por otro lado, los derivados que puede utilizar son CDS, CDX, futuros y opciones. En esta línea, el fondo podrá ser apalancado hasta 1,3 veces.

9.6. ELEVA EUROPEAN SELECTION FUND

FILOSOFIA DE INVERSION

Fondo de renta variable europea centrado en la selección de compañías. Las decisiones de inversión se fundamentan en fuertes convicciones, pudiendo diferir de manera significativa con el índice de referencia. El gestor del fondo es consciente de los riesgos que esta filosofía conlleva por lo que procura mantener una cartera equilibrada en términos del perfil de riesgo que asume.

Las inversiones se pueden hacer de acuerdo con criterios de valor y/o crecimiento (enfoque *value/growth*) en función del ciclo de mercado y la evaluación sobre el conjunto de oportunidades relativas.

El fondo invierte en todos los segmentos de capitalización del mercado, teniendo en cuenta siempre la liquidez, con la peculiaridad que las empresas de gran capitalización presentan un sesgo *value* y aquellas con capitalizaciones inferiores uno *growth*.

PROCESO DE INVERSION

Partiendo de un universo de inversión de 11.500 compañías europeas, el equipo se centra en aquellas que cuenten con una liquidez diaria mínima de 2 millones. Con dicho filtro se reduce a 1.300 empresas. Buscan identificar a compañías “emergentes” dentro de los diferentes sectores, lo que les lleva a contar en algunos momentos con una posición importante en empresas de pequeña capitalización.

En el caso de títulos cuyo valor es inferior a los 5.000 millones, únicamente se centran en aquellos que cuenten con un crecimiento de beneficios superior al 7% en los últimos cinco años y un balance saneado, es decir, que tengan un ratio de deuda neta/EBITDA por debajo de 1,5x.

Tras estos filtros, quedarán únicamente 500 compañías objeto de inversión. El posterior análisis se centrará en la selección de aquellas que cuenten con alguna de las siguientes características:

- 1) Empresas de propiedad familiar, que tienden a tener mayor visión estratégica y capacidad para aplicar decisiones en contra del ciclo que pueden dar frutos a largo plazo.
- 2) Compañías de fuerte crecimiento en sectores maduros, debido a factores como modelos de negocios diferenciados, ventajas de costes sostenibles, tecnología superior. Las valoraciones de estas empresas tienden a verse influidas por el hecho de que pertenecen a un sector de bajo crecimiento, ya que los analistas tienden a subestimar sus beneficios.
- 3) Títulos cuyas acciones y bonos presenten divergencia de valoraciones. Los analistas de renta fija son más sensibles a la capacidad de las empresas de generar flujos de caja libres y la sostenibilidad de sus balances.
- 4) Empresas sometidas a importantes cambios en la gestión o en los accionistas. Centrándose en los *spin-off* de conglomerados, empresas mal gestionadas con nuevos equipos de gestión o que han realizado importantes cambios en la estrategia.

Al seleccionar las acciones, el gestor tiene un horizonte de inversión de 18-24 meses, sobre el cual se fija el precio objetivo.

Por último, analiza la calidad de la dirección de la compañías (historial, rotación en puestos clave, habilidad para generar rentabilidad para los accionistas), los esquemas de compensación para el personal clave y el tipo de métricas que son relevantes, posición competitiva dentro de su sector (modelo de negocio, cuota de mercado, análisis DAFO), barreras de entrada y perspectivas de crecimiento del negocio.

Si bien las métricas de valoración pueden cambiar de un sector a otro, el equipo prestará especial atención al retorno del capital empleado y la generación de flujos de efectivo libre, teniendo en cuenta los CAPEX normalizados, el coste de capital, los impuestos y las posibles reestructuraciones.

Para la selección final de los entre 40 y 50 valores que componen la cartera se excluyen sectores que no sean socialmente responsables (armamento, entretenimiento de adultos, juego y bebidas).

Todas las compañías en cartera deberán ser visitadas al menos dos veces al año. El equipo de inversión también puede usar contactos con consultores de la industria. La liquidez de los valores que se mantienen en la cartera es clave para el gestor. Así, al menos el 15% del total de la cartera se deberá poder deshacer en un único día y el 50% en una semana.

No hay exposición máxima ni mínima formal a ningún país o región. Sin embargo, se limita al 10% la exposición a economías emergentes (principalmente Rusia y Turquía). Tampoco tiene restricciones sectoriales. Sin embargo, en situaciones normales el fondo no contará con más de un 35% en valores financieros ni más de un 30% en el resto de sectores.

Las decisiones de inversión se toman pensando en el largo plazo. Sin embargo, si los indicadores macroeconómicos principales empiezan a debilitarse a partir de un período de fuerza determinado, el equipo revisará la asignación a compañías cíclicas que estén cerca de sus objetivos de precio y podrían centrarse en valores defensivos.

En el caso de que una empresa retroceda un 10% desde el momento de compra o cierra un trimestre en negativo se reexaminara la tesis de inversión. En cuanto a liquidez, el fondo tiende a encontrarse invertido en su totalidad. Podrá contar con un 10% máximo en liquidez.

9.7. INVESCO PAN EUROPEAN EQUITY

FILOSOFÍA DE INVERSION

Se trata de un fondo de renta variable paneuropea sin ningún sesgo en cuanto a estilo de inversión, distribución geográfica o sectorial, pero tendiendo a grandes compañías en el aspecto de la capitalización. Se gestiona bajo la idea de que el comportamiento de los inversores genera oportunidades e ineficiencias en el mercado. Creen que la mejor forma de explotar esas ineficiencias es mediante la determinación del valor intrínseco de una compañía, pues es la clave de su rendimiento a largo plazo.

La selección de valores se combinará con una visión macroeconómica que trate de ayudar a entender como el entorno puede afectar a elementos microeconómicos relevantes para la valoración. El número de valores en cartera suele variar entre 65-75 posiciones.

El objetivo del fondo será el crecimiento del capital a largo plazo, definido éste como un período de entre 3 y 5 años. No toman ningún índice de referencia, aunque el MSCI Europe Index es el utilizado a nivel comparativo.

PROCESO DE INVERSION

El proceso de inversión se basa en 4 características fundamentales:

- 1) Ser activos: No limitándose frente a ninguna referencia.
- 2) Pragmatismo y flexibilidad: No contar con ningún sesgo predeterminado, posicionándose donde ven las mejores oportunidades.
- 3) Foco en la valoración: Determinar de esta forma si un valor es atractivo o no, identificando si el valor presente o potencial futuro está reflejado en su precio.
- 4) Combinación de selección de valores y visión macroeconómica: Aunque esperan que la selección aporte la mayor parte de la rentabilidad, el contexto puede ayudar particularmente en puntos de inflexión del mercado o del ciclo.

La generación de ideas acordes a la filosofía de inversión pueden partir de la investigación propia, de reuniones con compañías, seminarios o de agentes terceros (*brokers*, compañías de análisis externas). Aquellos valores con mayor potencial serán objeto de un análisis fundamental en detalle.

El paso más importante, pues, consiste en la identificación de la característica clave de cada compañía. Habitualmente buscarán un catalizador de cambio que pueda afectar a diferentes aspectos. Los más habituales suelen corresponder a la gestión y a la estrategia de la empresa, su percepción de mercado, tendencias estructurales y valoración. Para ello, se centrarán fundamentalmente en el análisis del equipo gestor, la posición de mercado de la compañía, la estrategia empresarial y el empleo del capital.

El proceso de valoración cuantitativa se basará en la construcción de diferentes escenarios de valoración a largo plazo basada en toda la información recogida anteriormente. Estos escenarios, para los que utilizarán diferentes herramientas (P/E, EV/EBITDA, generación de flujos libres de caja) en función del tipo de empresa tratando así de valorarla lo más adecuadamente posible, serán comparados con el precio de mercado de la acción. El tamaño de la posición dependerá del potencial alcista, la convicción en la compañía, la contribución al riesgo y la liquidez del valor.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

El universo comprende todas las compañías listadas en Europa o con la mayoría de su actividad desarrollada en esta región. Al menos el 70% de la cartera debería invertirse en compañías que cumplan este requisito. Por otro lado, no dispone de restricciones ni por región geográfica ni por sector, ya que son resultado del proceso de selección de valores. En el caso de la capitalización, podrá tomar decisiones en cualquier compañía en la que encuentren valor, pero habitualmente se encuentran entre 1.000 y 50.000 millones de euros, siendo poco frecuente en la práctica que lo hagan por debajo de los 1.000 millones de capitalización bursátil. Esto se debe a que el tamaño del fondo podría provocar problemas de liquidez.

La liquidez puede oscilar entre el 0-30%, mientras que habitualmente ninguna posición cuenta con más del 5% del total. El active share ronda el 70%, pueden utilizar derivados, tanto opciones y futuros para optimizar la gestión y como herramienta de cobertura. No existe una gestión activa del riesgo divisa, y el apalancamiento, aunque permitido por folleto, nunca se ha producido.

La venta de una posición se desencadenará si la misma refleja el potencial total otorgado por el equipo, si alguna de las características identificadas como fundamentales cambia o si existiese una mejor alternativa en términos de rentabilidad/riesgo.

9.8. AMUNDI US FUNDAMENTAL GROWTH

FILOSOFIA DE INVERSION

Se trata de un fondo de renta variable americana que sigue un enfoque estrictamente fundamental y de selección de valores por encima de los 10.000 millones de dólares de capitalización. Se enmarca dentro de la filosofía *growth* en base a una serie de pautas, si

bien destaca por el hecho de incorporar la necesidad de cotizar con descuento para entrar en cartera, más propio del enfoque *value*.

Debido a que es un fondo de convicciones, tiene la cartera concentrada en 35-45 posiciones, utilizando el Russel 1000 Growth como índice de referencia. No cuenta con objetivos o restricciones de rentabilidad y riesgo.

PROCESO DE INVERSION

La filosofía de inversión del fondo es puramente de selección de valores sin tener en cuenta el análisis macroeconómico más allá del estudio de las compañías.

Todas las compañías que entran en cartera deben cumplir todos los siguientes requisitos:

- Retorno sobre crecimiento del capital. Cómo se reinvierte el capital para generar crecimiento a través de marca y publicidad, I+D, distribución y adquisiciones.
- Ventaja competitiva sostenida. Para conseguir ese crecimiento hace falta destacar por la vía de la marca, ventajas en costes, tecnología y eficiencia de la cadena.
- Oportunidades de crecimiento secular (crecimiento consistente y predecible soportado por un factor identificable).
- Valoración atractiva. No tienen marcado un margen de seguridad como tal, lo que no quita que calculen el potencial a la baja.

El proceso consta de cuatro fases bien definidas:

- 1) Generación de ideas. Puede partir de un *screening* cuantitativo sobre el Russell 1000 Growth para valorar calidad y riesgo, del análisis de los gestores o del *research* de los analistas.

- 2) *Research* y valoración. Una vez pasa el primer filtro cuantitativo, el especialista del sector valora los cuatro factores fundamentales junto con un estudio de flujos de caja.
- 3) Análisis específico de estrategias. Se realiza una evaluación de las barreras de entrada, retorno sobre crecimiento del capital y crecimiento secular.
- 4) Construcción de la cartera. A discrecionalidad de los gestores, los analistas han otorgado previamente un rating a las acciones, que sirve de punto de partida.

El peso por compañía dependerá del grado de convicción y la relación con el riesgo en términos absolutos y relativos. Por su parte, la distribución sectorial será íntegramente consecuencia de la selección y las convicciones.

El 90% del *research* es generado de forma interna por los gestores, así como por un equipo de 15 analistas especializados por sector. La atención de este análisis gira en torno a la fortaleza del balance, estado de la industria, reunión con dirección, previsiones de beneficios y drivers potenciales. El 10% restante es externo, si bien no es aceptado si no cuenta con el visto bueno del equipo de *research*.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

El universo de inversión está compuesto por todas las acciones que integran el Russel 1000 Growth con una capitalización superior a los 10.000 millones.

Cuenta con las siguientes limitaciones:

- Una acción puede significar como máximo un 5% de la cartera, susceptible de subir al 6% por apreciación. Además, si el comité de inversiones lo aprueba, excepcionalmente puede alcanzar el 8%.
- Máximo del 25% por sector
- Hasta un 10% en acciones fuera de EEUU.

No realiza una gestión activa de la liquidez ni de las divisas. En cuanto a los derivados, disponen de la capacidad de utilizarlos, si bien no lo suelen hacer.

Por lo que respecta a la disciplina de venta, no incluye ningún programa de *stop-loss*, se ciñe al incumplimiento de algunas de los cuatro requisitos fundamentales.

9.9. SCHRODER US SMALL & MID-CAP EQUITY

FILOSOFÍA DE INVERSION

El objetivo del fondo es batir al Russel 2500 por 200-300 puntos básicos al año, mediante la inversión en empresas radicadas en el mercado americano que se encuentren, o bien en el segmento alto de las pequeñas compañías o en el bajo de las medianas. Así, las capitalizaciones de las mismas están entre los 750M\$ y los 10.000M\$, siguiendo de cerca unos 500 valores para conformar una cartera de 90-130 posiciones. La selección es puramente *bottom-up* a través del análisis fundamental (análisis de cash flows, tendencias y proyecciones de beneficio, equipo directivo...), buscando modelos de negocio fuertes, con márgenes atractivos y buen gobierno corporativo. Prestan especial atención al control de las caídas.

Se distinguen tres tipos de compañías en cartera:

- Compañías infravaloradas: Entre el 50-70% de la cartera. Compañías infravaloradas que, o bien por la dinámica del sector o de la propia compañía, presentan un alto potencial de crecimiento de sus beneficios/márgenes que el mercado no está descontando.

- Compañías estables: Entre el 20-50% de la cartera. Aunque con potenciales de revalorización menores que las anteriores, constituyen la protección de la cartera ante bajadas de mercado.

- Compañías *distressed*: Entre el 0-20%. Apuesta táctica. Compañías en problemas que el equipo creen que superarán volviendo a crecer. Son las que tienen mayor potencial de apreciación, al igual que de riesgo.

PROCESO DE INVERSIÓN

El proceso de selección es claramente *bottom-up* comenzando con la identificación, por parte de los analistas especializados en cada sector, de posibles ideas que cumplen las tesis expuestas en el apartado anterior nutriéndose de fuentes tanto internas como externas (éstas últimas son aproximadamente un 20%).

Las compañías que superan esta primera criba se someten a un estudio más riguroso de balance y cuenta de resultados, efectuando, adicionalmente en algunos casos, selección cuantitativa. En este punto, la mayoría de la información se genera internamente a partir de estos estados financieros y demás datos aportados por el equipo directivo con el que se reúnen.

Se centran especialmente en:

- Cash flows: flujos de caja con respecto al nivel de apalancamiento de la compañía y capacidad de generación de flujos de caja libres.
- Cuenta de resultados: Datos históricos de crecimiento de ingresos y ventas, márgenes operativos, ROA, ROE, crecimiento histórico de beneficios por acción.
- Balance: Niveles de deuda, de efectivo y fondo de comercio.

La evaluación de la directiva de la compañía es un punto muy importante del proceso de selección de valores. El tiempo dedicado a estas reuniones depende de la complejidad del modelo de negocio, el tipo de industria o el conocimiento previo que puedan tener del equipo. A lo largo de un año se mantienen aproximadamente 1.000 reuniones.

Llegados a este punto, si, además, la compañía tiene una valoración atractiva, los gestores la integran en la cartera con una fuerte convicción en su potencial de crecimiento, siendo el horizonte temporal medio de 2-3 años.

En cuanto a la disciplina de venta, se procederá a la misma cuando:

- Precio de la acción supere el 90% del precio objetivo
- Aparezca una alternativa con mejor binomio rentabilidad/riesgo
- Se deterioren los fundamentales, negocio o industria

Por otro lado, no cubren la divisa, y fijan en 5% el máximo que puede alcanzar cada posición. Los niveles de liquidez típicamente se encuentra entre 6-8% y hay una rotación de la cartera aproximada del 80-100% anual. Por último, el fondo tiene entre 90 y 130 posiciones.

9.10. ROBECO BP GLOBAL PREMIUM EQUITIES

FILOSOFÍA DE INVERSION

El objetivo del fondo es superar en alrededor de 200 puntos básicos al MSCI World a lo largo de un ciclo completo de mercado. Para ello, la cartera se construye mediante la selección de valores dentro de un amplio universo de compañías a partir de una capitalización mínima de 250 millones de dólares, en el que considera todas las áreas geográficas y sectores. Así, la composición dependerá de esta selección, no estando limitado por ningún índice a nivel país, ni industria, ni capitalización. Habitualmente, estará compuesta por entre 70 y 135 posiciones, siendo la rotación anual media de un 100-125% en función del comportamiento del mercado.

PROCESO DE INVERSIÓN

La selección de valores consta de un primer análisis cuantitativo que reduzca un universo de inversión inicial de aproximadamente 8.400 valores, a los que se les aplican las tres premisas básicas expuestas en el punto anterior, a 900 compañías en las que convergen las características básicas. Una vez identificadas éstas, se definen tres etapas de análisis fundamental:

1. Análisis de los estados financieros históricos, ratios, comportamiento de la acción y revisiones de beneficios.
2. Identificación del catalizador: proyecciones financieras, entrevistas con los equipos directivos, conocimiento de proveedores, competidores, clientes y recopilación de análisis de terceros.
3. Determinación del precio objetivo y decisión de inversión. En este punto se decide el peso de la posición en cartera, que dependerá del potencial de apreciación, la convicción de los gestores y el nivel de liquidez del mismo. Generalmente, ninguna posición representa más del 5% del fondo. La distribución geográfica y sectorial del vehículo dependerá únicamente de la selección de valores.

El proceso anteriormente descrito se realiza mayoritariamente con información generada internamente. No obstante, la información externa utilizada proviene de diferentes bases de datos, *brokers* y otros analistas.

En cuanto a la disciplina de venta, dado el comportamiento de la acción, la decisión de venta se desata por el incumplimiento de alguna de las tres premisas básicas, así como por haber alcanzado su precio objetivo o experimentar un cambio significativo en sus fundamentales.

Asimismo, el fondo presenta las siguientes limitaciones:

- No mantener liquidez.
- Generalmente no existirán posiciones con un peso mayor del 5%.
- Máximo 20% de exposición a mercados emergentes.

- Máximo 25% de exposición a una misma industria y 35% a un mismo sector.
- No se apalanca ni utiliza derivados.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

El proceso de inversión se sustenta en el criterio de los “tres círculos” utilizado en todos los fondos de la casa Boston Partners que constituyen los tres pilares básicos de su estrategia:

- *Valoración*: Compañías con valoraciones bajas poniendo especial énfasis en la búsqueda de valor intrínseco a través del análisis de ratios como precio/ventas, precio/FCF o deuda/FCF.
- *Fundamentales*: Tratan de identificar fundamentales sólidos que presenten retornos sostenibles sobre capital, fuertes ventajas competitivas y crecimiento de alta calidad.
- *Momentum*: Valores que se encuentran enmarcados dentro de tendencias empresariales positivas, buscando un catalizador que empuje al alza el valor de la compañía.

9.11. OLD MUTUAL GEAR

FILOSOFIA DE INVERSION

Se trata de un fondo de renta variable global de filosofía *market neutral* que busca explotar las ineficiencias del mercado que, de forma dinámica y sin restricciones, se pueden generar a partir del comportamiento de los inversores. Analiza las compañías desde un proceso fundamental que engloba cinco criterios a partir de una mezcla de los estilos *value*, *growth*, *momentum* y calidad, que irán preponderando de forma dinámica

según el entorno de mercado. El objetivo final es generar una cartera altamente diversificada que no sigue ningún índice y sin riesgo de mercado.

Buscan componer una cartera con entre 600 y 1.200 acciones, sin direccionalidad al mercado y con el objetivo de retornos positivos en periodos *rolling* de doce meses con una volatilidad máxima del 6%, por lo que existe el objetivo de obtener un ratio de Sharpe superior a uno.

PROCESO DE INVERSION

El proceso consta de cinco métricas que se aplican a todas las acciones del universo en las que se analiza el comportamiento histórico, así como las estimaciones de rendimiento:

- Valoración dinámica: Mezcla un modelo de valoración con medidas de calidad, ajustándolo a las condiciones de mercado de cada momento, dando como resultado una estrategia orientada al rendimiento en el largo plazo con protección a las caídas.
- Dinámicas del mercado: Se analizan el *momentum* y las expectativas de reversión a la media según cada entorno, lo que ayuda a limitar la volatilidad del componente de *momentum*.
- Crecimiento sostenible: Ayuda a diferenciar las compañías con beneficios consistentes a largo plazo de aquellas que no los tienen.
- Sentimiento de los analistas: Parte de la idea de que el mercado no responde a las expectativas de los analistas, por lo que se generan oportunidades en el corto plazo, pensando en una sobre-reacción o una reversión en el corto plazo.
- Equipo directivo: Se analiza el valor que los equipos directivos aportan al accionista haciendo un uso eficiente y adecuado del capital.
- El peso de cada acción irá dependiendo del entorno de mercado según el sesgo por estilo que se le vaya dando al fondo, si bien el rebalanceo es continuo. Dicho sesgo se fija en función de aquellas variables que mejor han respondido en entornos similares al actual. No utilizan *research* externo, todo es generado por el equipo gestor.

ESTRATEGIAS DE INVERSION

El universo de inversión engloba los mercados desarrollados más Corea, Taiwán y las acciones chinas listadas en Hong-Kong, eliminando el 65% menos líquido.

No se asume riesgo divisa dado que todas las posiciones se cubren al dólar mediante forwards sobre divisas. La disciplina de compra y venta obedece solo al proceso de inversión mejorando el binomio rentabilidad-riesgo de la cartera. En esa misma línea, no cuentan con *stop-loss* debido a la naturaleza de reversión a la media de algunas de las estrategias del modelo.

También cuentan con la habilidad para invertir entre el 0% y el 100% del fondo en bonos ordinarios, convertibles o equivalentes de la zona euro, instrumentos del mercado monetario o en depósitos.

10. Conclusión

El objetivo principal del trabajo era realizar una propuesta de inversión adecuada a las condiciones coyunturales para un perfil de inversor equilibrado o medio. Es decir, el horizonte medio de inversión será de entre 3 a 5 años, y se debe ser consciente de que se pueden obtener pérdidas si los mercados no van como se esperaba.

Para abordar esta inversión, se ha decidido formar una cartera una cartera de 11 fondos de inversión, dadas las múltiples ventajas que ofrecen los fondos como vehículo de inversión. Destacan la diversificación y la gestión profesionalizada, así como el singular tratamiento fiscal que reciben por parte del ordenamiento jurídico: las plusvalías generadas no tributarán hasta que se reembolsen las participaciones, ya sea total o parcialmente. Cabe mencionar asimismo el especial régimen de traspasos, por el que cuando un inversor traspasa el capital de un fondo a otro, es decir, cuando realiza un reembolso de las participaciones en un fondo, para a continuación suscribir participaciones en otro fondo, el inversor no se ve afectado por ningún tipo de efecto fiscal en lo que a IRPF se refiere. Por ello, y pese a que la cartera es en un principio fija, los fondos ofrecen un especial dinamismo en la toma de decisiones, permitiendo realizar cambios de capital mediante traspasos, en caso de un fondo concreto no esté funcionando como esperábamos en un primer momento.

Una vez comprendido el funcionamiento de los fondos de inversión, hemos seguido tres pasos para seleccionar los mejores fondos de entre todo el universo de inversión, con el objetivo de realizar la composición de nuestra cartera..

El primero de ellos ha sido la realización de un análisis de la situación macroeconómica, para entender cómo han funcionado las distintas economías en los últimos meses, y sobretodo analizar las variables que más les afectan. Tras la realización del mismo, hemos podido comprobar cómo la economía continúa disfrutando del ciclo expansivo, aunque no al mismo ritmo que en el 2017. Tras el aumento de volatilidad sufrido en febrero, parece que el ciclo comenzó una desaceleración, lo cual no quita que siga habiendo crecimiento, y por tanto oportunidades.

En cuanto a los riesgos principales para lo que resta de año, es necesario destacar la guerra comercial protagonizada por EE.UU., que dependiendo del desenlace puede llegar a ser muy dañino para el conjunto de la economía mundial. Por otro lado, deberemos estar muy atentos a los distintos eventos políticos que se puedan ir sucediendo en los próximos meses.

El segundo paso para la formación de la cartera ha consistido en el análisis de los distintos tipos de activo. Tras su finalización, hemos comprobado que las previsiones siguen siendo muy positivas para la renta variable europea, y sobretodo para la americana, donde la reforma fiscal de Trump ha tenido mucho que ver. En cuanto a la renta variable emergente, hemos concluido que para un perfil equilibrado, pese a la posibilidad de obtener altas rentabilidades, no compensa afrontar los distintos riesgos que los países emergentes van a afrontar en los próximos meses. Por el lado de la renta fija, parece claro que las presiones inflacionistas se mantienen en niveles bajos, lo que provocaría que las rentabilidades no fuesen excepcionalmente altas. En cuanto a las políticas monetarias, destacar que faltan dos subidas de tipos más en EE.UU.

Por último, hemos seleccionado 11 fondos de inversión que conformarán nuestra cartera, que se basa fundamentalmente en renta variable europea y americana (41,50%) y fondos mixtos globales (23%), que se complementan con dos fondos de renta fija, uno de ellos global y otro emergente; y con un fondo alternativo, que buscará descorrelacionar la cartera y obtener rentabilidades positivas independientemente del momento del ciclo en el que nos encontremos y del entorno de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- Ávila, S. (2018). Los aranceles a las importaciones de China podrían ser de 60.000 millones de dólares. *Merca2*. Obtenido el 20 de mayo de 2018, de: <https://www.merca2.es/aranceles-importaciones-china-60-000-millones-dolares/>
- Bankia. (2015). *Guía fondos de Inversión*.
- Blanco, A. (2012). *La gestión de fondos de inversión en activos de renta fija*. Universidad del País Vasco.
- Bravo, M. (2015). *Fondos de Inversión: evolución histórica y situación actual*.
- CNMV (2006). *Guía informativa: Los fondos de inversión y la inversión colectiva*.
- Inversis. (2018). Inversis apuesta en 2018 por la renta variable europea. *Cinco días*. Obtenido el 28 de mayo de 2018, de: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/02/mercados/1517570701_288954.html
- Schroders (2017). *Perspectivas para 2018: renta fija global*.
- United Nations (2018). *Situación y perspectivas de la economía mundial 2018: Resumen*.
- Morcillo, S. (2017). Algunas variables que mirar si queremos participar del mercado de renta fija en 2018. *Estrategias de Inversión*. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de: <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/acciones-para-invertir/algunas-variables-que-mirar-si-queremos-participar-n-388187>
- JP Morgan (2018). *Buenas perspectivas para la bolsa más grande del mundo: Invertir en renta variable estadounidense*.
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín oficial del Estado. Madrid, 27 de diciembre de 1984, núm 310.
- Morningstar. (2018). M&G Emerging Markets Bond Fund Euro A Acc. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de

<http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000NZ6H>

- Morningstar. (2018). MFS Meridian Funds - Prudent Wealth Fund I1 EUR. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de <http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000M0UF>
- Morningstar. (2018). PIMCO Funds: Global Investors Series PLC - Income Fund E EUR Hedged Acc. Obtenido el 3 de mayo de 2018, de <http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000OZ46>
- Mota, J. (2018). Weidmann y Guindos, la extraña pareja. *El País*. Obtenido el 15 de abril de 2018, de: https://elpais.com/elpais/2018/02/27/opinion/1519757737_358567.html
- Olmo, G. (2018). Estados Unidos: 5 claves para entender por qué el principal índice de Wall Street sufrió la mayor caída desde 2011. *BBC*. Obtenido el 14 de marzo de 2018: <http://www.bbc.com/mundo/noticias-42955954>
- Pérez, C. (2018). La UE y Reino Unido alcanzan un acuerdo para la transición post-Brexit. *El País*. Obtenido el 12 de mayo de 2018, de: https://elpais.com/internacional/2018/03/19/actualidad/1521461547_934278.html
- Pérez, D. (2017). 10 Ventajas e inconvenientes de los fondos de inversión. *Rankia*. Obtenido el 2 de mayo de 2018: <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/3424921-10-ventajas-inconvenientes-fondos-inversion>
- Portafolio. (2018). Pujantes mercados emergentes enfrentan peligros en el 2018. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de <http://www.portafolio.co/economia/mercados-emergentes-enfrentan-peligros-en-el-2018-512645>
- Quinto, C. (2017). ¿Qué comisiones se pagan por contratar un fondo de inversión? Suscripción, reembolso, gestión y custodia. *Rankia*. Obtenido el 2 de Mayo de 2018 de: <https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2065302-que-comisiones-pagan-por-contratar-fondo-inversion-suscripcion-reembolso-gestion-custodia>
- Spreadbury, I. (2018). Perspectivas para la renta fija mundial en 2018. *La Razón*. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de: <https://www.larazon.es/economia/perspectivas-para-la-renta-fija-mundial-en-2018-FG17444661>

- Schroders. (2018). *Perspectivas para 2018: renta variable estadounidense*.
- Torres, M. (2018). Donald Trump despide al secretario de Estado, Rex Tillerson, y le sustituye por el jefe de la CIA, Mike Pompeo. *El Mundo*. Obtenido el 7 de abril de 2018, de: <http://www.elmundo.es/internacional/2018/03/13/5aa7c94fe2704eac3e8b45bc.html>
- Trincado, B. (2018). La rentabilidad de la deuda de EE UU compite con el dividendo de Wall Street; ¿es momento de rotar carteras? *Cinco días*. Obtenido el 02 de abril de 2018, de: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/15/mercados/1518722605_674677.html
- Valero, C. (2018). Angela Merkel y Martin Schulz alcanzan un acuerdo de gobierno. *El Mundo*. Obtenido el 2 de mayo de 2018, de: <http://www.elmundo.es/internacional/2018/02/07/5a7abfb9e5fdea51148b4573.html>
- Schroders. (2017). *Perspectivas para 2018: renta variable emergente*.