



¿Cómo gestionar las inversiones en renta variable en el entorno actual?



Entorno económico y de mercados

El contexto es favorable, pero conviene estar atento a los riesgos crecientes

David Cano Martínez
dcano@afi.es
@david_cano_m

Socio de Analistas Financieros Internacionales (Afi)
Director General de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI
Barcelona, 18 de abril de 2018

1 | Claves

Claves

Política

Principal factor de riesgo

1. **Presidencia de Trump. Tratados comerciales y proteccionismo.**
2. **Elecciones en Italia y en varios países latinoamericanos**
3. **Corea del Norte**
4. **Tensión en el Golfo Pérsico y guerra en Siria**
5. **BREXIT**

Economía

Goldilocks... ¿o repunte de la inflación?

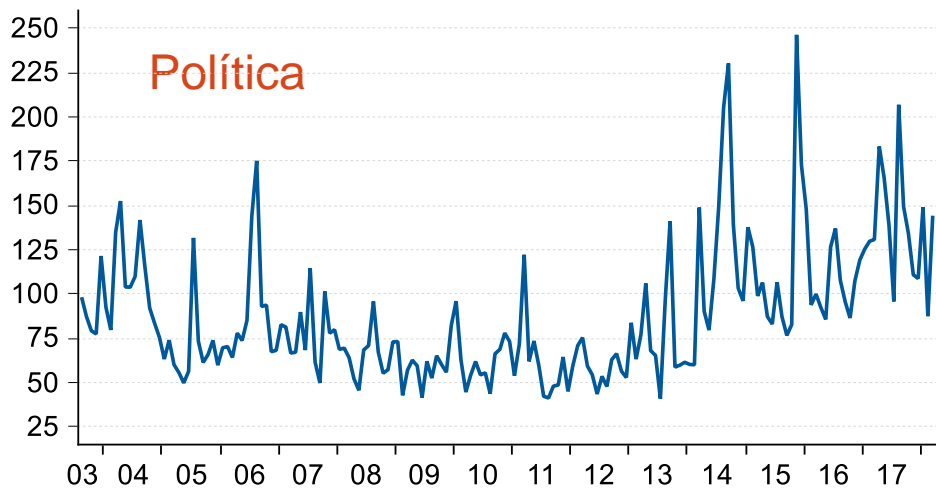
1. **Aceleración de la economía mundial. Mayor sincronización entre países.**
2. **Ordenada desaceleración en China, con la persistencia del principal factor de riesgo: elevado endeudamiento empresarial (150% del PIB)**
3. **Riesgo de repunte de la inflación**

Mercados

Avance en la normalización de los tipos de interés y de la volatilidad en los mercados

1. **Elevación de tipos de la Fed y avance en la reducción del tamaño del balance**
2. **Reducción del volumen de compras por parte del BCE e incluso final del APP**
3. **Repunte de los tipos largos, con aumento de pendiente (Deuda Pública)**
4. **Elevación de diferenciales (Renta Fija Privada, periferia UME y emergentes)**
5. **Aumento del BPA para compensar aumento de tipos de interés (Renta Variable)**
6. **¿Sobrevaloración del Nasdaq?**
7. **Normalización de la volatilidad**

Índice de riesgo político global (GPR)



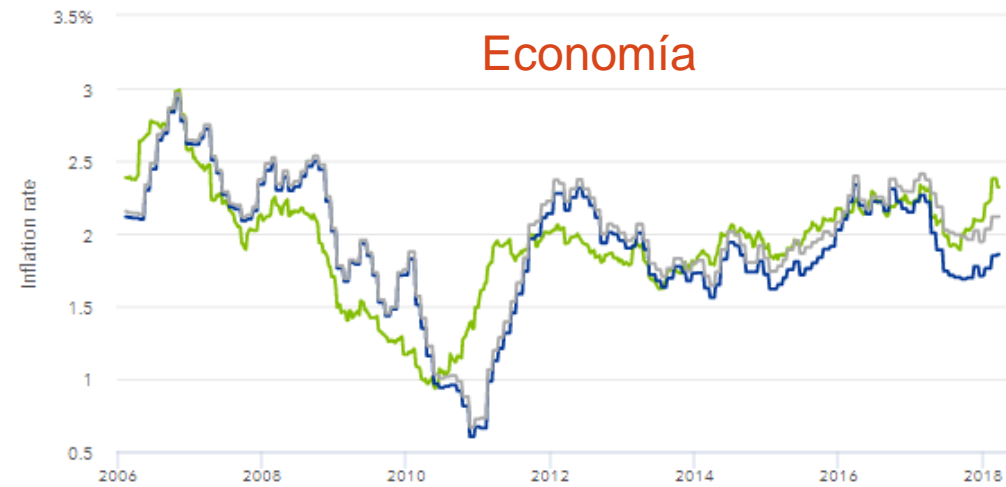
VIX



Previsiones de crecimiento del PIB G7

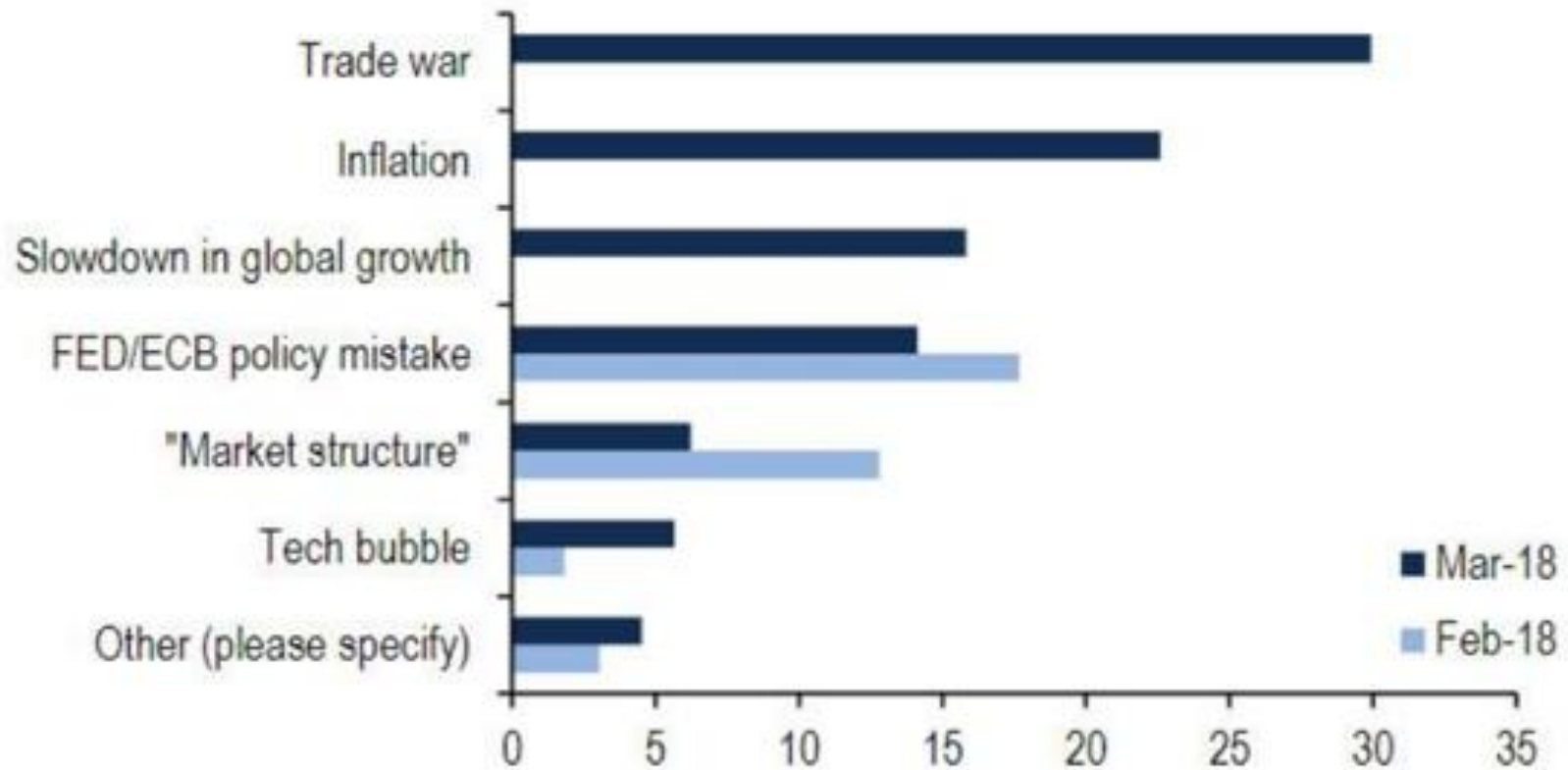


Evolución de la inflación en EEUU

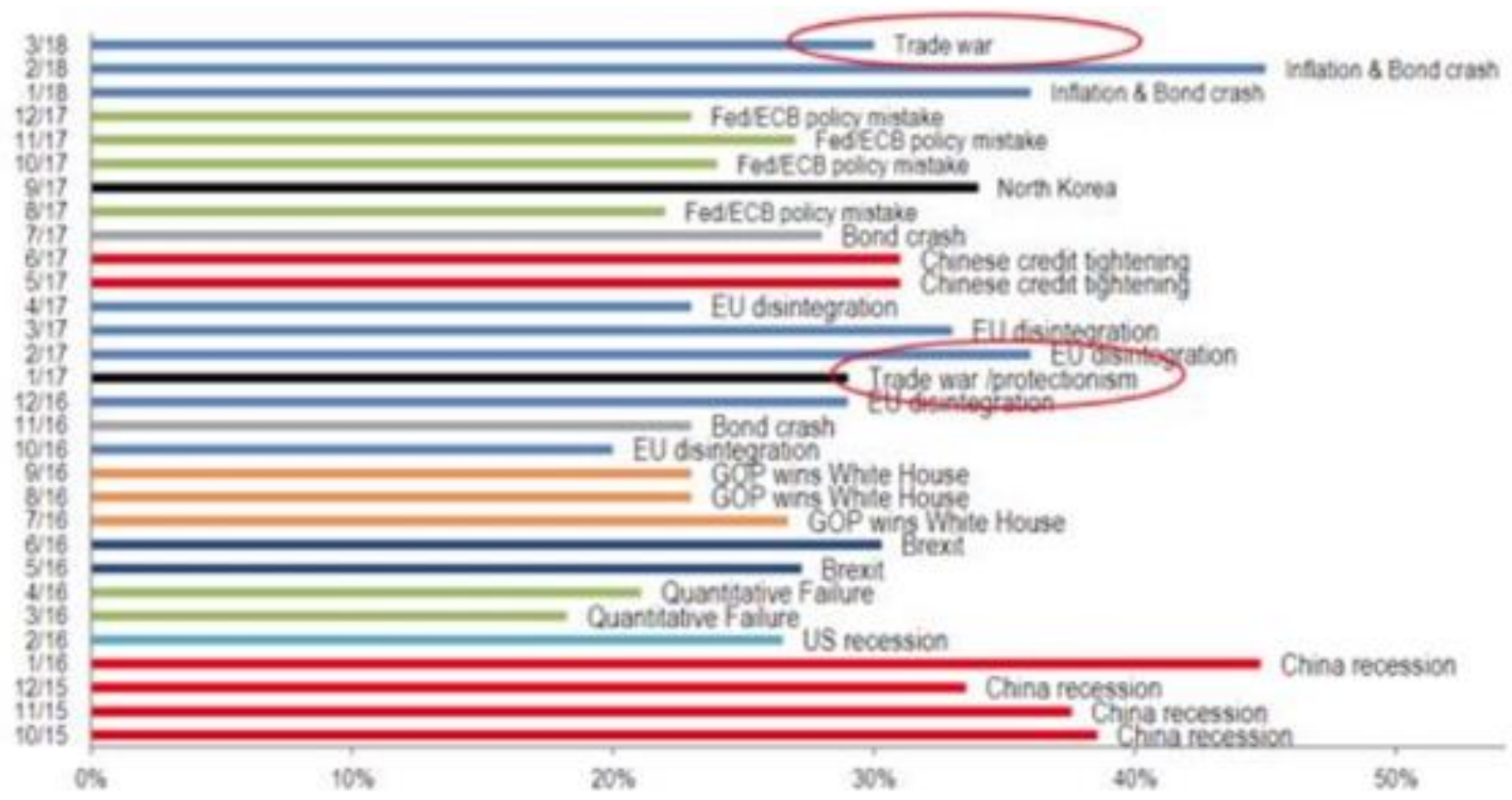


El proteccionismo, factor de riesgo para el crecimiento de la economía mundial

¿Cuál considera que es el principal factor de riesgo?



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey

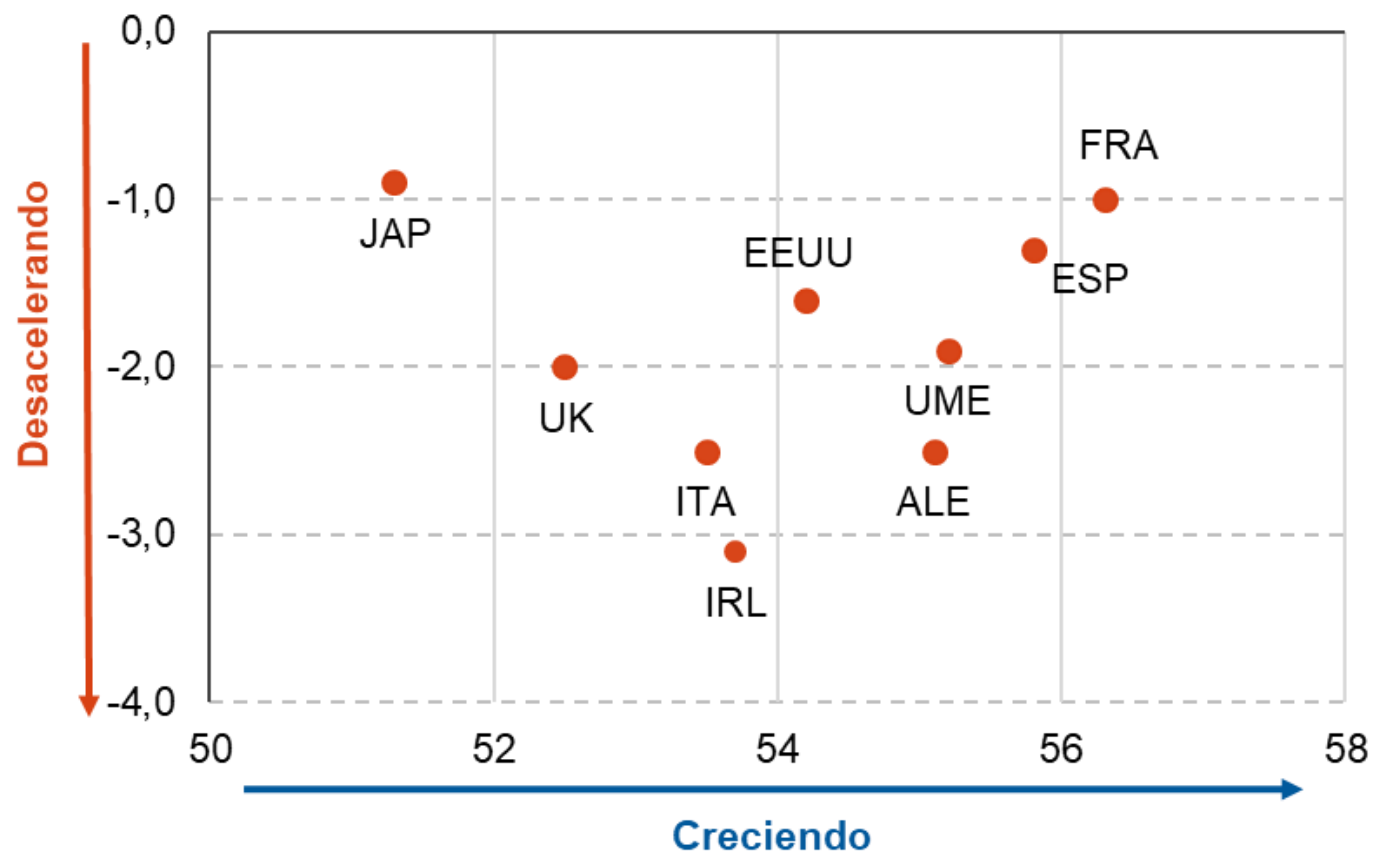


Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, Bloomberg

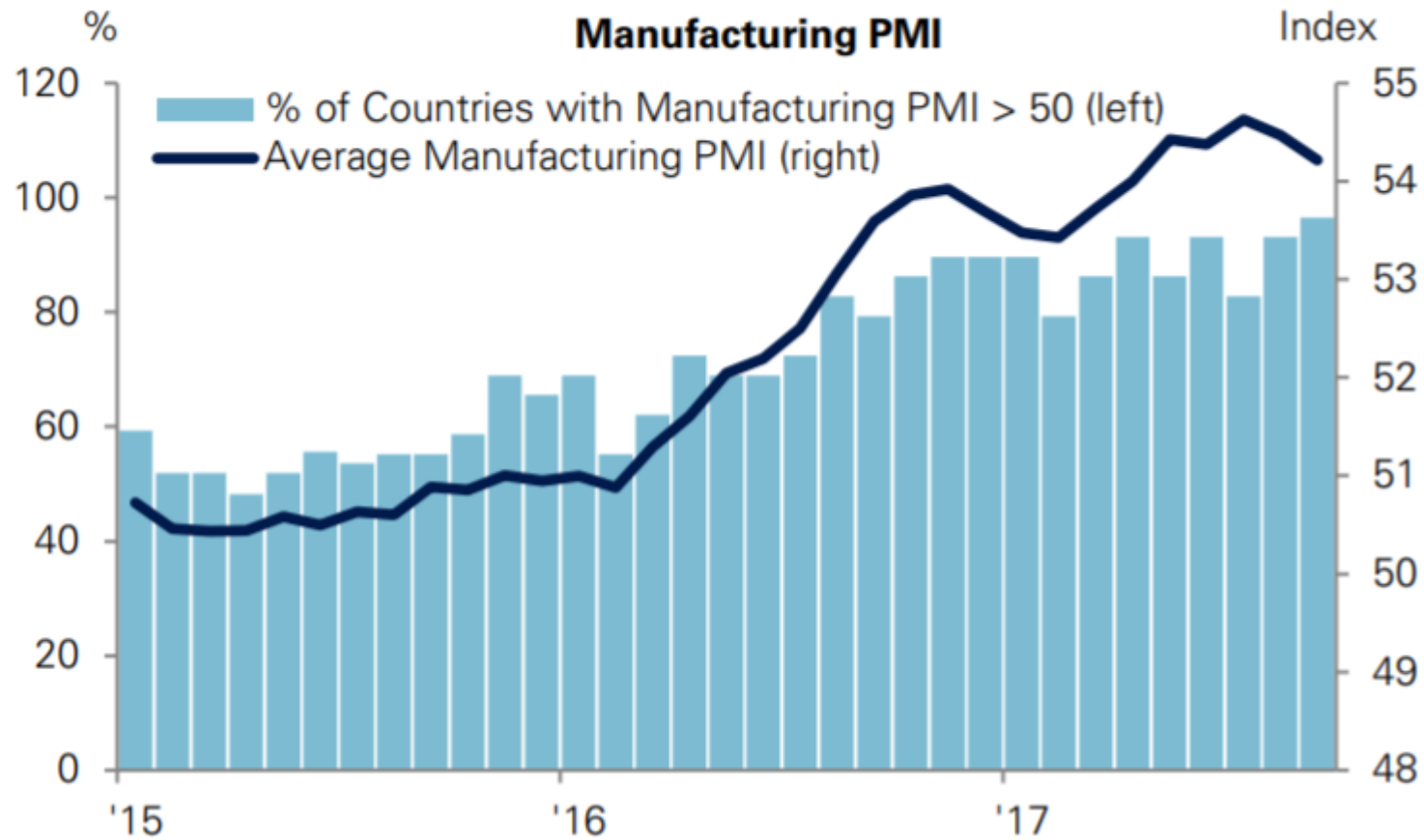
2 | Entorno económico

Primeras señales de deterioro en el ciclo...

PMI compuesto países desarrollados (variación mensual y nivel, marzo)



... que, no obstante, son compatibles con una clara expansión

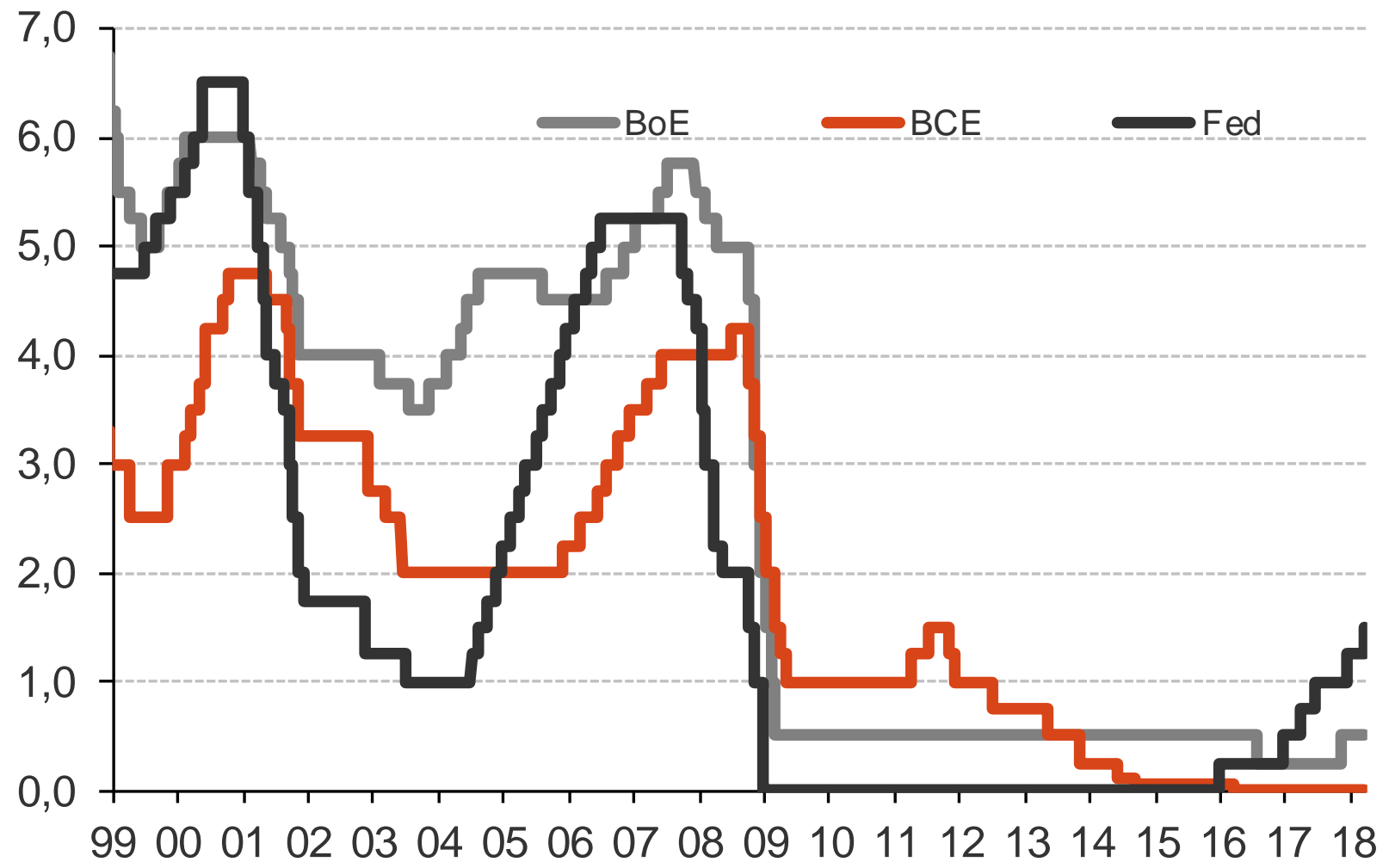


Previsiones

	Previsiones Afi			C. Europea (Nov. 2017)		FMI (ENE 2018)		
	2017	2018	2019	2018	2019	2017	2018	2019
Mundo	3,7%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,9%	3,9%
Desarrolladas	2,3%	2,3%	2,0%	2,2%	2,1%	2,3%	2,3%	2,2%
EEUU	2,3%	2,7%	2,4%	2,3%	2,1%	2,3%	2,7%	2,5%
Área euro	2,5%	2,2%	1,7%	2,1%	1,9%	2,4%	2,2%	2,0%
Alemania	2,5%	2,2%	1,8%	2,1%	2,0%	2,5%	2,2%	2,0%
Francia	2,0%	2,2%	1,6%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%
Italia	1,5%	1,3%	1,1%	1,3%	1,0%	1,6%	1,4%	1,1%
España	3,1%	2,8%	2,3%	2,5%	2,1%	3,1%	2,4%	2,1%
Japón	1,7%	1,5%	1,2%	1,2%	1,0%	1,8%	1,2%	0,9%
Reino Unido	1,8%	1,6%	1,2%	1,3%	1,1%	1,7%	1,5%	1,5%
Emergentes	4,6%	4,9%	4,9%	4,8%	4,9%	4,7%	4,9%	5,0%
Brasil	1,0%	2,4%	2,2%	1,8%	2,0%	1,1%	1,9%	2,1%
México	2,3%	1,8%	2,3%	2,2%	2,2%	2,0%	2,3%	3,0%
Rusia	1,5%	1,5%	1,4%	1,6%	1,5%	1,8%	1,7%	1,5%
India	6,4%	7,7%	7,8%	7,5%	7,6%	6,7%	7,4%	7,8%
China	6,9%	6,6%	6,3%	6,5%	6,2%	6,8%	6,6%	6,4%

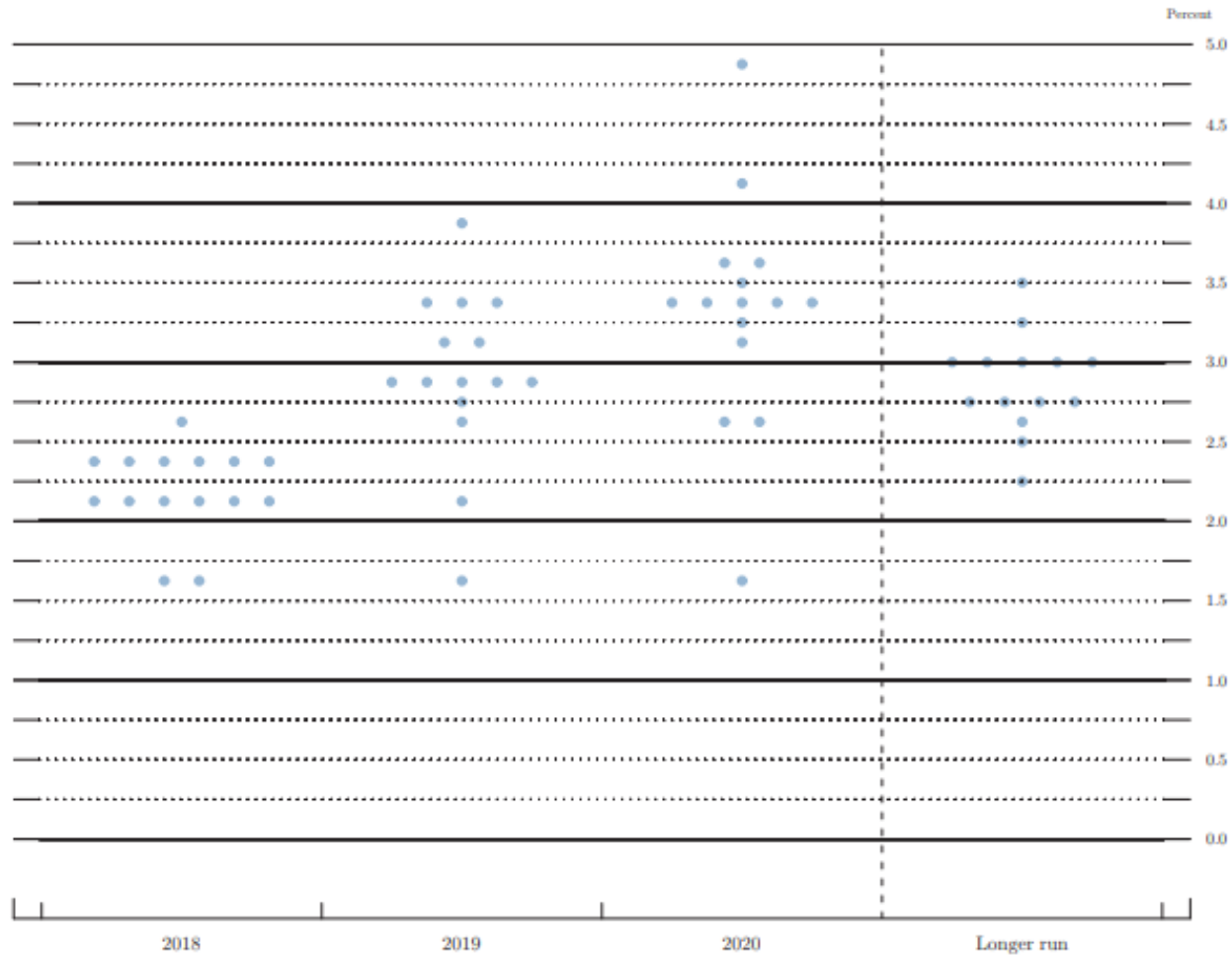
Continúa la normalización monetaria de la Fed...

Evolución de los tipos de interés de referencia

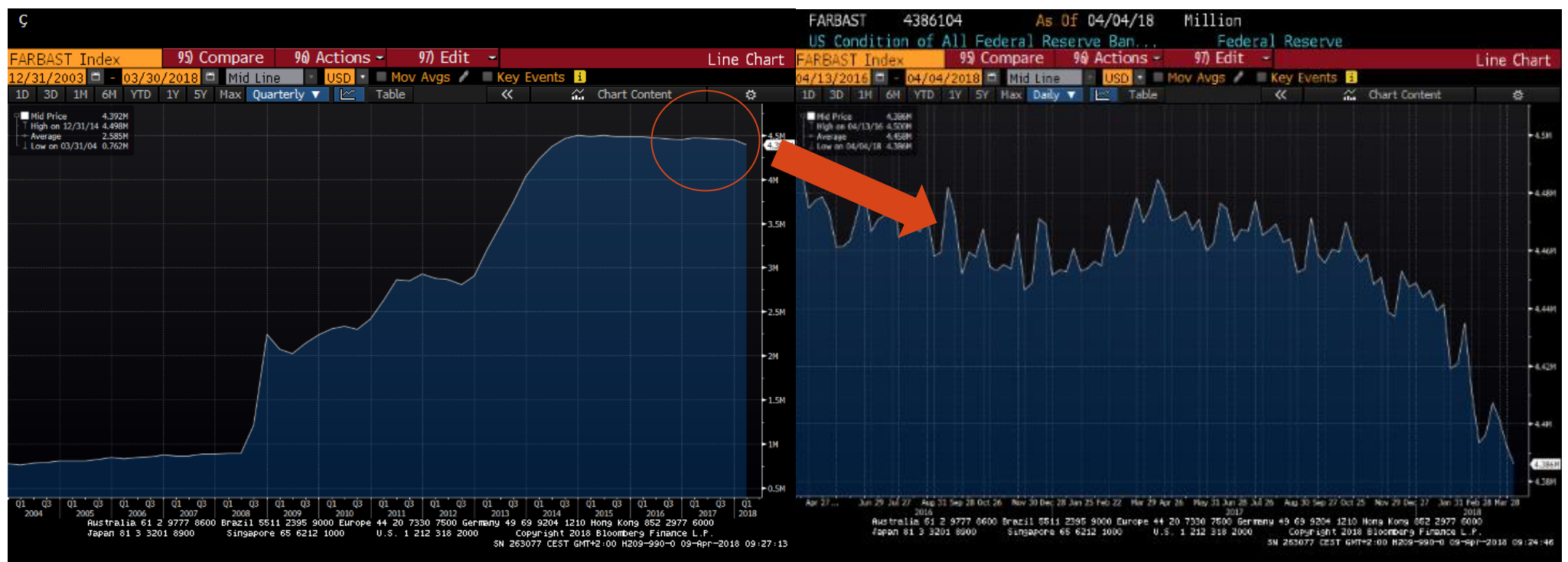


... que podría seguir siendo gradual hacia el 2,5%.

Dot plot



Ha comenzado la reducción del tamaño del balance, pero apenas perceptible





La Fed revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB hacia la zona 2,5% / 3,0%, lo que supondría una ligera aceleración

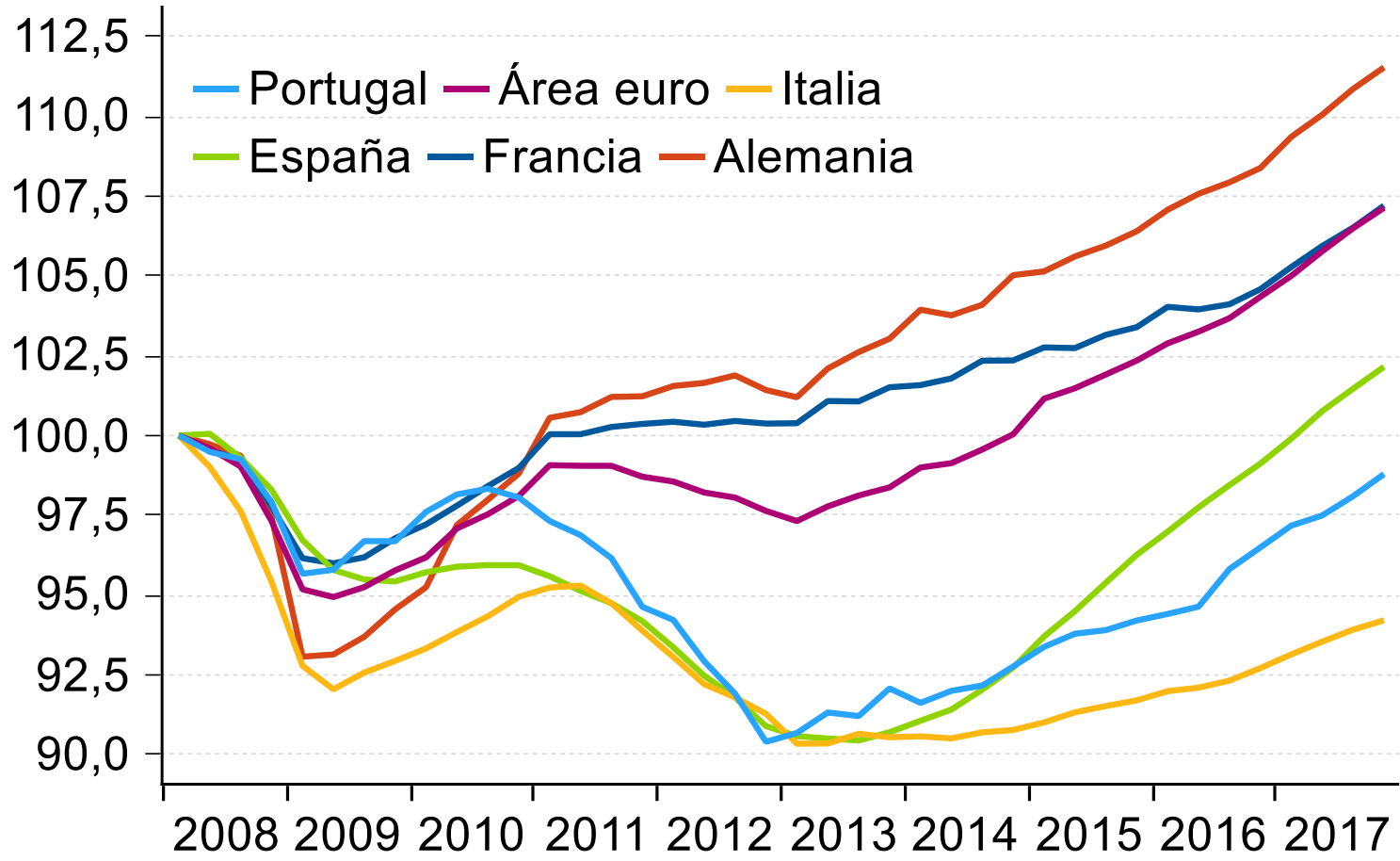
**Proyecciones de crecimiento, empleo e
inflación del último FOMC (21/3/18)**

	2018	2019	2020	Longer Run
PIB	2,7	2,4	2	1,8
<i>Prev. Dic.</i>	2,5	2,1	2	1,8
Tasa de paro	3,8	3,6	3,6	4,5
<i>Prev. Dic.</i>	3,9	3,9	4	4,6
PCE	1,9	2	2,1	2
<i>Prev. Dic.</i>	1,9	2	2	2
Core PCE	1,9	2,1	2,1	
<i>Prev. Dic.</i>	1,9	2	2	-

Fuente: Afi, FOMC

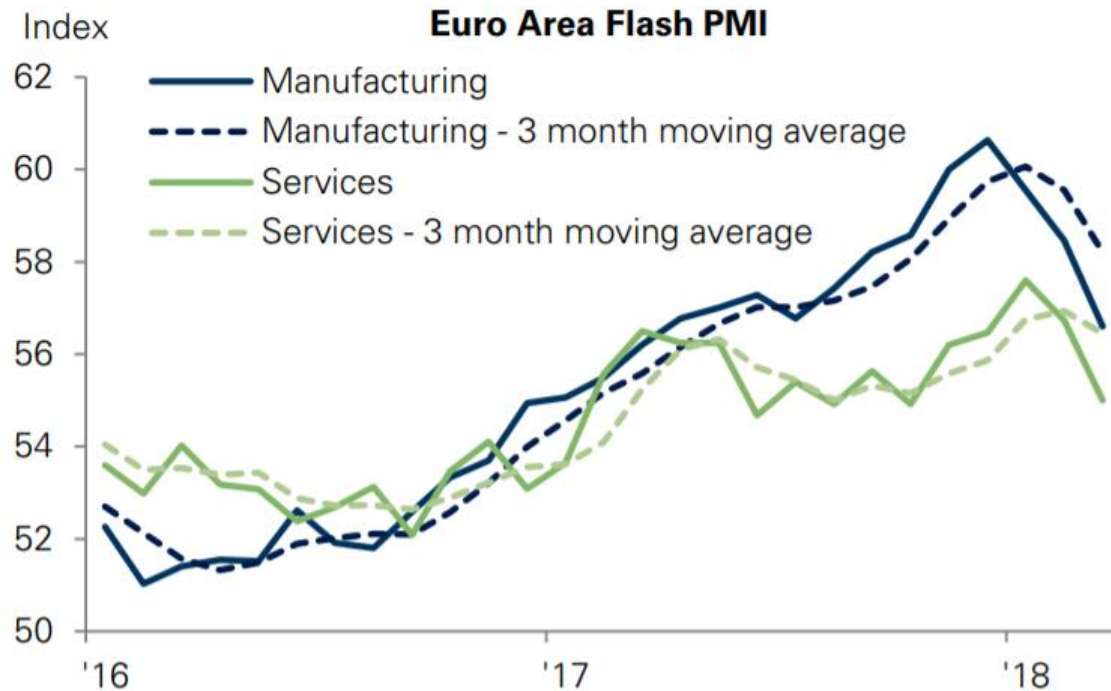
Continúa el crecimiento sincronizado del PIB de los países UME...

Evolución del PIB de los países del área euro (base 100 = ENE18)



... aunque hemos asistido a cierta pérdida de momentum...

Chart of the Week: Euro Area growth losing momentum?



Source: Macrobond. As of March 2018.

- The chart shows flash PMI data for the Euro area. Both the manufacturing and services indexes have dropped below their three month moving averages, suggesting some loss of momentum (although from elevated levels).
- We think the global synchronized expansion will continue but expect some moderation in key developed markets. This view is supported by this week's pull back in PMI data in both the Euro area and Japan.
- Looking ahead, further moderation in Euro area and Japanese activity would raise the challenge for already subdued core inflation rates to move higher.

Germany

Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



Show full history 

France

Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



Show full history 

Italy

Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



Show full history 

Spain

Future GDP growth implied by BlackRock GPS vs. consensus estimates



Show full history 

Previsiones Afi de tipos de interés del EUR, deuda alemana y española

%	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)				Deuda Española (TIR, %)				Spread ESP-ALE (pb)		
	BCE	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a	2a	5a	10a	30 a	2a	5a	10a
02-Apr-18	0.00	-0.33	-0.27	-0.19	-0.60	-0.10	0.50	1.16	-0.34	0.16	1.18	2.17	26	26	67
Jun-18	0.00	-0.30	-0.24	-0.15	-0.55	0.00	0.60	1.30	-0.23	0.35	1.35	2.45	32	35	75
Sep-18	0.00	-0.25	-0.20	-0.10	-0.45	0.10	0.75	1.45	-0.10	0.60	1.55	2.75	35	50	80
Dec-18	0.00	-0.21	-0.16	-0.06	-0.40	0.18	0.85	1.55	-0.03	0.70	1.65	2.80	38	53	80
Mar-19	0.00	-0.16	-0.11	-0.01	-0.32	0.25	0.95	1.60	0.06	0.75	1.80	2.95	38	50	85
Jun-19	0.00	-0.08	-0.03	0.05	-0.26	0.26	1.05	1.65	0.15	0.85	1.90	3.00	41	59	85
Sep-19	0.00	0.02	0.07	0.15	-0.20	0.30	1.10	1.70	0.25	0.90	2.05	3.05	45	60	95
Dec-19	0.00	0.12	0.17	0.25	-0.15	0.40	1.20	1.75	0.35	1.00	2.15	3.10	50	60	95
Mar-20	0.25	0.25	0.30	0.40	-0.10	0.45	1.25	1.80	0.40	1.10	2.30	3.15	50	65	105
Dec-20	0.50	0.50	0.70	0.90	0.35	0.75	1.40	1.85	0.85	1.45	2.50	3.25	50	70	110

Secuencia de política monetaria prevista para el BCE

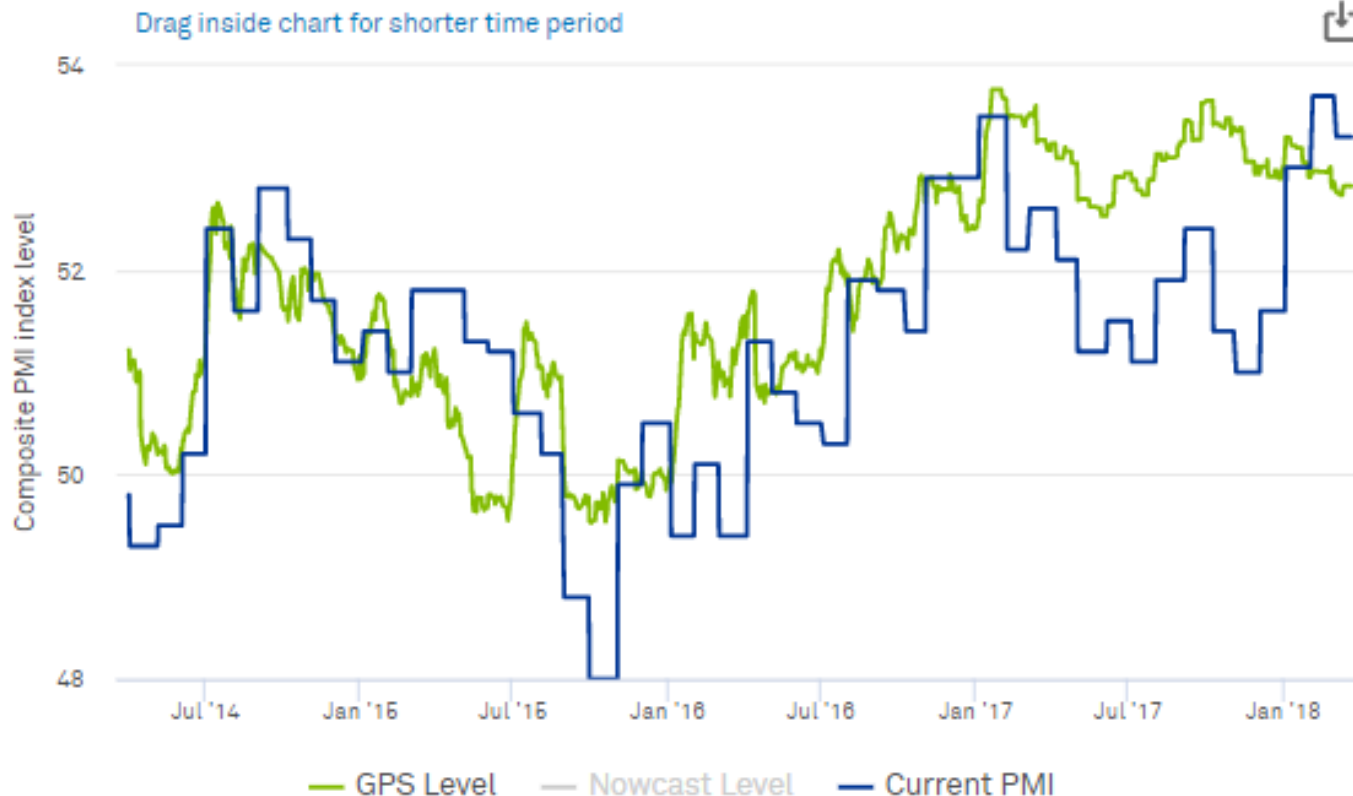


Persiste la favorable posición cíclica de la economía china...

China



Future PMI implied by BlackRock Macro GPS vs. current



Sources: BlackRock Investment Institute and Markit, March 2018. Notes: The GPS shows where the Caixin composite PMI may stand in three months' time. The blue line shows the current PMI level. The nowcast (orange line) shows the PMI forecast based on BlackRock's composite of traditional macroeconomic indicators.

... sin que de momento se vea un impacto por la guerra comercial.

<i>tasa interanual</i>	mar.-17	abr.-17	may.-17	jun.-17	jul.-17	ago.-17	sep.-17	oct.-17	nov.-17	dic.-17	ene.-18	feb.-18	mar.-18
PIB	6,9	-	-	6,9	-	-	6,8	-	-	6,8	-	-	n.d.
Li Keqiang (1)	12,9	11,8	10,5	10,4	11,2	12,6	9,8	9,6	8,0	7,5	7,3	11,2	n.d.
Crecimiento Bloomberg (1)	7,0	7,6	7,2	7,1	7,7	7,0	6,9	7,2	7,0	6,9	6,8	7,3	n.d.
Old China	2,4	3,1	3,2	4,4	4,2	4,2	3,6	3,0	2,6	2,3	n.d.	n.d.	n.d.
New China	8,4	9,0	9,6	10,4	10,5	10,2	9,7	10,3	11,1	11,3	n.d.	n.d.	n.d.
HOGARES													
Venta de vehículos	4,2	-1,8	0,2	4,9	6,4	5,6	5,7	2,0	0,6	0,2	11,5	-11,4	n.d.
Ventas minoristas	10,9	10,7	10,7	11,0	10,4	10,1	10,3	10,0	10,2	9,4	9,4	9,4	n.d.
Pasajeros aéreos	13,9	10,0	15,4	15,1	11,6	8,7	11,6	11,6	17,0	15,5	5,8	13,2	n.d.
INDUSTRIA													
Tráfico en puertos	9,3	7,2	8,6	6,3	7,4	5,4	7,1	6,2	2,8	1,7	5,2	9,7	n.d.
Generación de electricidad	8,2	7,3	6,7	6,0	9,8	5,8	6,2	3,3	3,2	6,9	12,2	12,2	n.d.
Producción industrial	7,6	6,5	6,5	7,6	6,4	6,0	6,6	6,2	6,1	6,2	6,2	7,2	n.d.
Tráfico de mercancías	17,3	15,4	14,0	16,5	17,7	13,1	9,2	4,8	0,9	-3,8	9,4	8,2	n.d.
Producción MMPP (2)	-2,6	-1,5	-2,5	-2,6	-1,2	0,2	-0,9	-0,7	-2,7	0,2	-2,7	-2,7	n.d.
INMOBILIARIO													
Consumo de cemento	-0,2	-	-	1,6	-	-	0,6	-	-	-1,7	-	-	n.d.
Venta de viviendas	-17,6	-56,6	-51,1	-65,2	-62,2	-64,3	-70,6	-66,1	-47,5	-49,8	-25,5	-73,5	n.d.
Espacio para construir	1,4	1,3	1,2	1,5	1,3	1,1	0,9	0,3	0,4	-0,2	n.d.	n.d.	n.d.
CONFIANZA													
PMI de manufacturas	51,2	50,3	49,6	50,4	51,1	51,6	51,0	51,0	50,8	51,5	51,5	51,6	51,0
PMI de servicios	52,2	51,5	52,8	51,6	51,5	52,7	50,6	51,2	51,9	53,9	54,7	54,2	52,3
PMI de manufacturas oficial	51,8	51,2	51,2	51,7	51,4	51,7	52,4	51,6	51,8	51,6	51,3	50,3	51,5
PMI de servicios oficial	54,2	52,6	53,5	53,8	53,1	52,6	54,4	53,5	53,6	53,4	54,4	53,8	53,6
CRÉDITO Y RESERVAS													
Reservas (3)	3.009,1	3.029,5	3.053,6	3.056,8	3.080,7	3.091,5	3.108,5	3.109,2	3.119,3	3.139,9	3.161,5	3.161,5	n.d.
Crédito al sector privado (4)	-	210,4	-	-	210,5	-	-	n.d.	-	-	n.d.	-	-
SECTOR EXTERIOR													
Exportaciones (USD)	15,7	7,0	8,0	10,9	6,6	5,2	8,1	6,8	12,3	10,9	11,1	44,5	n.d.
Importaciones (USD)	20,1	11,5	14,0	17,0	11,0	13,3	18,7	17,2	17,7	4,5	36,8	6,3	n.d.
Exportaciones (CNY)	21,6	13,3	14,7	16,9	10,6	6,6	9,1	6,0	10,3	7,4	6,0	36,2	n.d.
Importaciones (CNY)	26,1	18,2	21,2	23,0	14,6	14,4	19,4	15,9	15,6	0,9	30,2	-0,2	n.d.
DIVISAS													
CNH/USD	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,6	6,6	6,6	6,5	6,3	6,4
CNY/USD	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6	6,7	6,6	6,6	6,5	6,3	6,4
Gap CNY - CNH	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CNY/EUR	7,2	7,4	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,9	7,7	7,9	7,8	7,8	7,7
CFETS	97,0	96,5	95,5	95,7	95,1	94,3	96,8	95,5	96,8	95,8	96,6	97,7	98,0

(1) Proxies de crecimiento del PIB de China

(2) Tasa mensual

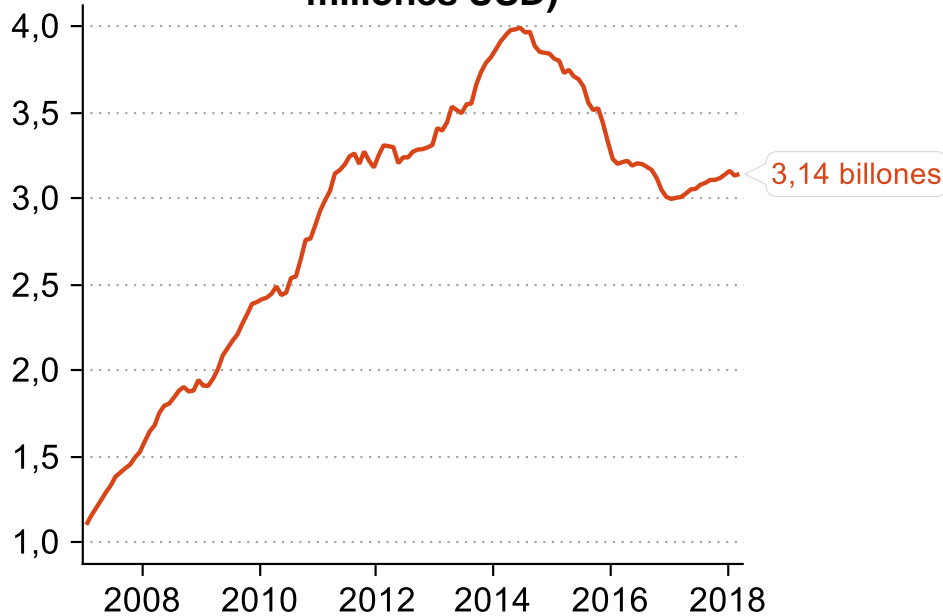
(3) Miles de millones de dólares

(4) Porcentaje sobre el PIB

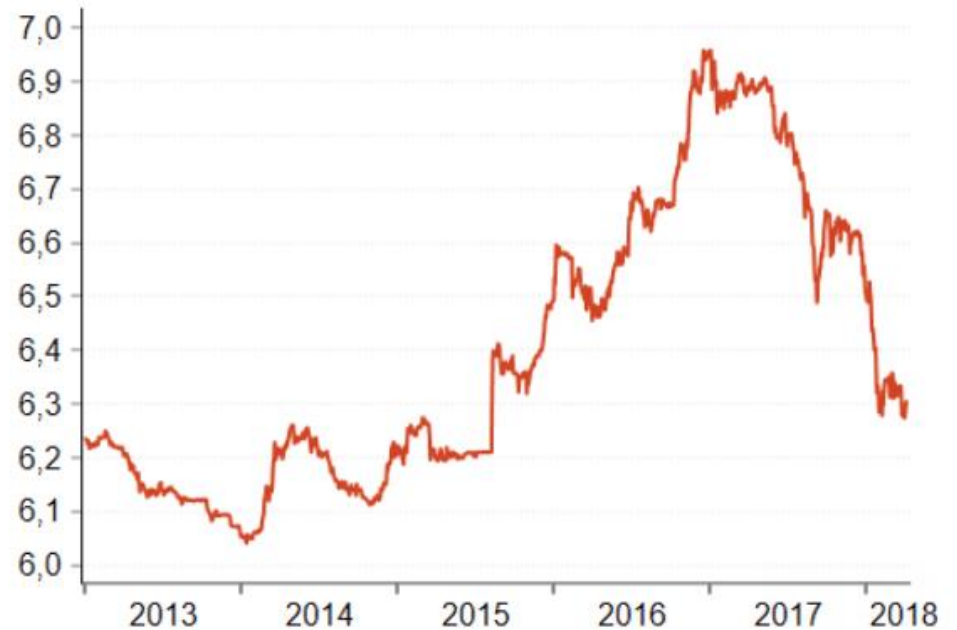


El yuan se aprecia hasta los niveles en los que cotizaba cuando se devaluó en agosto de 2015

Volumen de reservas de China (miles de millones USD)

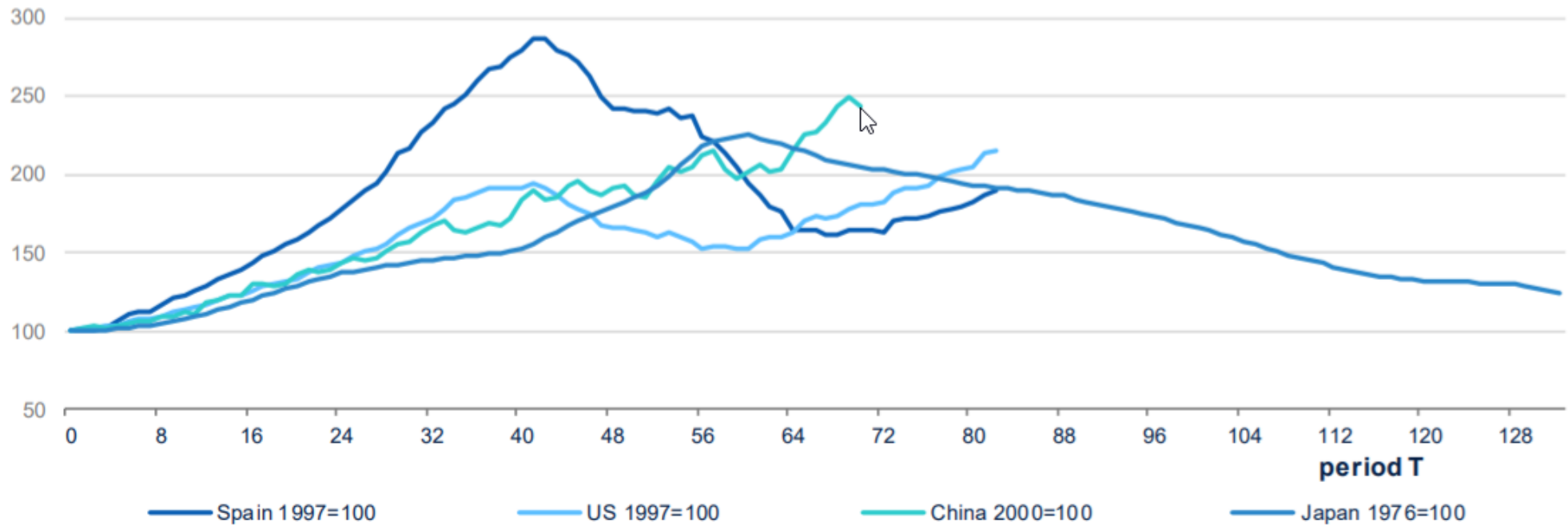


CNY/USD



El precio de la vivienda vuelve a caer tras dos procesos de corrección.

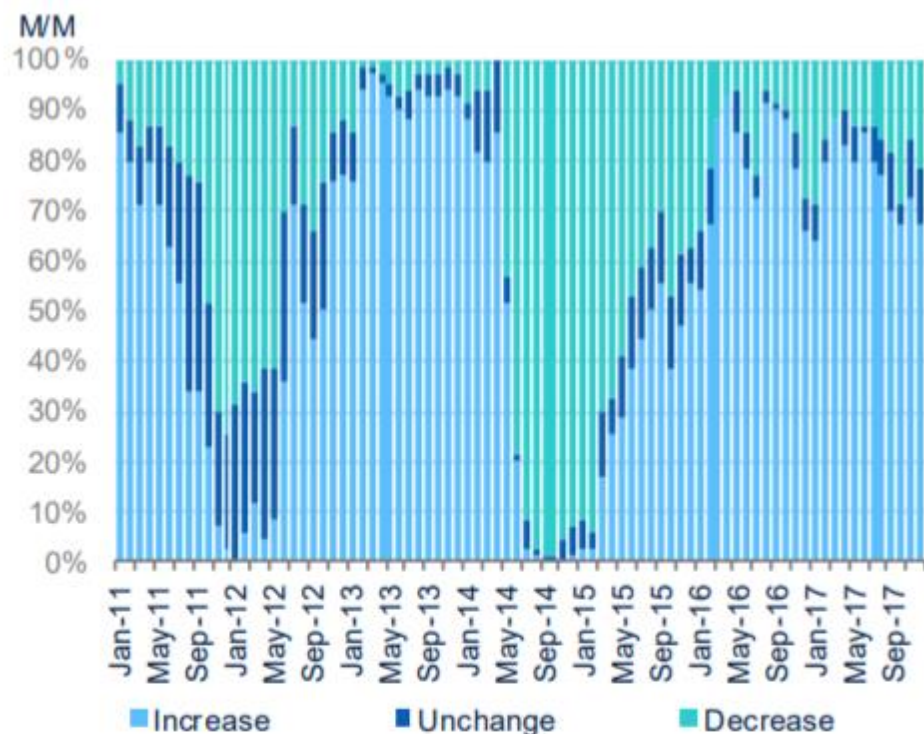
**Evolución del precio de la vivienda
 (comparativa internacional)**



Source: CEIC and BBVA Research

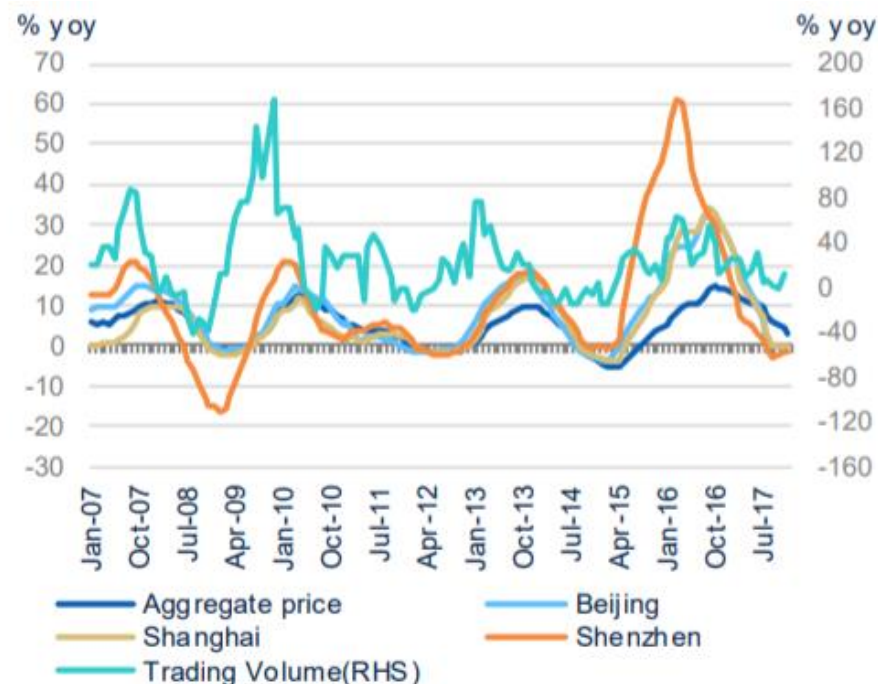
Cada vez más ciudades están experimentando caída del precio de la vivienda

% de ciudades con aumento, disminución o estabilidad del precio de la vivienda



Source: CEIC and BBVA Research

Variación interanual del precio de la vivienda y de la actividad



Source: CEIC and BBVA Research

3 | Mercados financieros

Evolución de índices AFI de fondos de inversión (20 de marzo – 27 de marzo)

Categoría	Rent	Categoría	Rent	Categoría	Rent
RV Malasia	1,3%	Monetarios Internacional	-0,6%	RV Brasil	-2,1%
RV Utilities	0,6%	Garantizado parcial	-0,6%	RV Euro	-2,2%
RF Emergentes Moneda local	0,5%	Gestión Alternativa	-0,6%	RV Corea	-2,2%
RF Deuda pública EUR	0,4%	RF JPY	-0,6%	RV Autos	-2,2%
RF Inflación	0,4%	RF Corto USD	-0,7%	RV Turquía	-2,2%
RF CNY	0,3%	Monetarios USD	-0,7%	RV Industria e Infraestructuras	-2,2%
RF GBP	0,3%	RF CHF	-0,7%	RV Suecia	-2,4%
RF Largo Euro	0,1%	RV Holanda	-0,8%	RV Consumo	-2,4%
Materias primas	0,1%	RF HK	-0,8%	RV Taiwan	-2,5%
RF Deuda pública global	0,1%	RV Mixta Euro	-0,9%	RV Suiza	-2,5%
RV India	0,0%	RV Emergentes MENA y Africa	-1,1%	RV Alemania	-2,6%
Garantizado rendimiento variable	0,0%	RV Real Estate	-1,1%	RV Singapur	-2,7%
Monetario GBP	0,0%	RV Japón	-1,1%	RV Francia	-2,8%
Monetarios Euro	0,0%	RF NOK	-1,1%	RV Global	-3,1%
RF Corto Euro	-0,1%	Gestión Global	-1,2%	RV Emergentes Global	-3,1%
Garantizado RF y obj. rentab. no gar	-0,1%	RV Energía	-1,2%	RV Asia	-3,3%
RF Corporativa investment grade	-0,2%	RV España	-1,3%	RV Financieros	-3,5%
RF Global	-0,2%	RV Tailandia	-1,3%	RV Australia	-3,5%
RF Largo USD	-0,2%	RF Convertibles	-1,3%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-3,7%
RF Emergentes Moneda fuerte	-0,3%	RV Mixta Internacional	-1,3%	RV Indonesia	-3,9%
RF Deuda pública USD	-0,3%	RV Grecia	-1,5%	RV Health Care and Biotech	-4,0%
RF Emergentes Global	-0,3%	RV Emergentes Latinoamérica	-1,5%	RV Sudáfrica	-4,1%
Retorno Absoluto Conservador	-0,3%	RV Materias Primas	-1,6%	RV EEUU	-4,3%
Fondos de Inversión Libre (FIL)	-0,4%	RV Canadá	-1,6%	RV Telecom	-5,6%
RF Corporativa global	-0,4%	RV Reino Unido	-1,6%	RV Tecnología	-5,6%
RV México	-0,4%	RF SEK	-1,8%	RV China	-5,9%
RF Mixta Euro	-0,4%	RV Emergentes Europa del Este	-1,8%		
RF Corporativa High Yield	-0,5%	RV Rusia	-1,9%		
RF Emergentes Corporate	-0,5%	RV Europa	-1,9%		
RF Mixta Internacional	-0,6%	RV Italia	-2,0%		

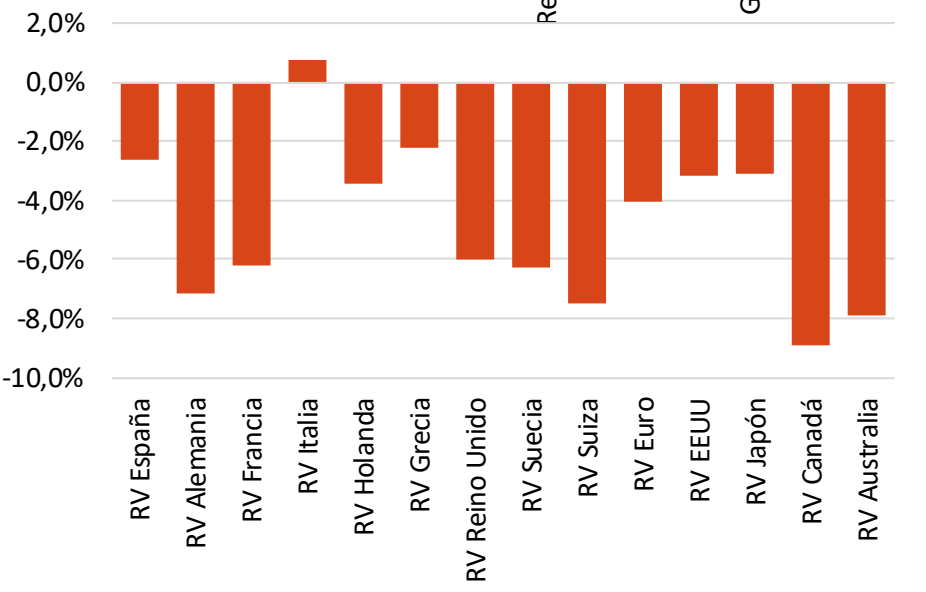
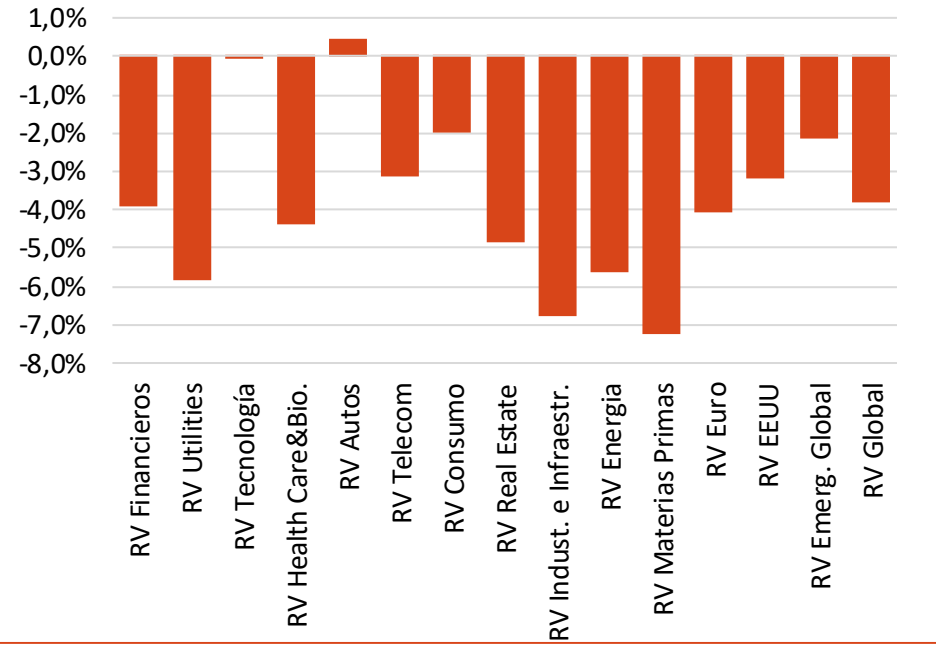
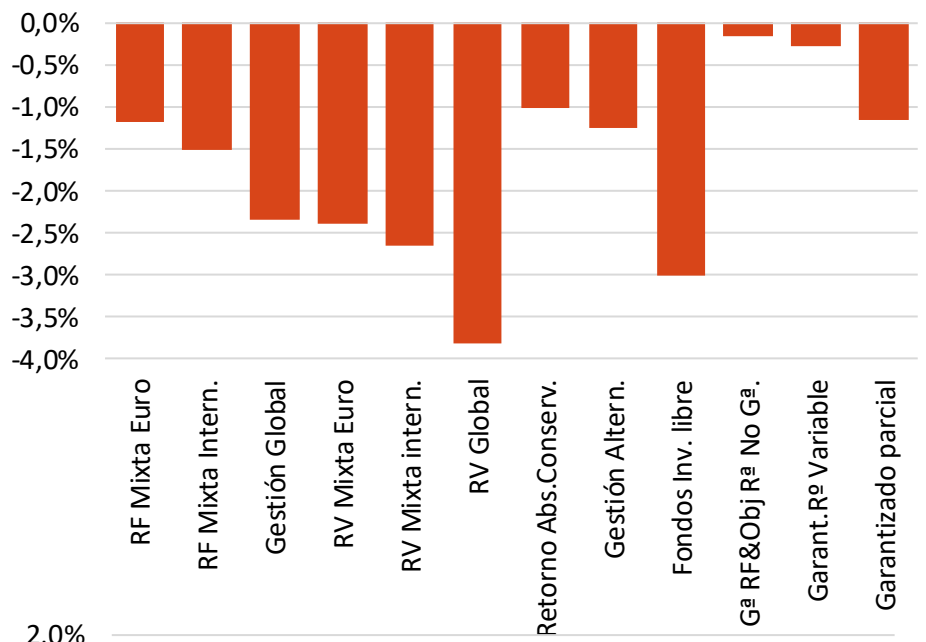
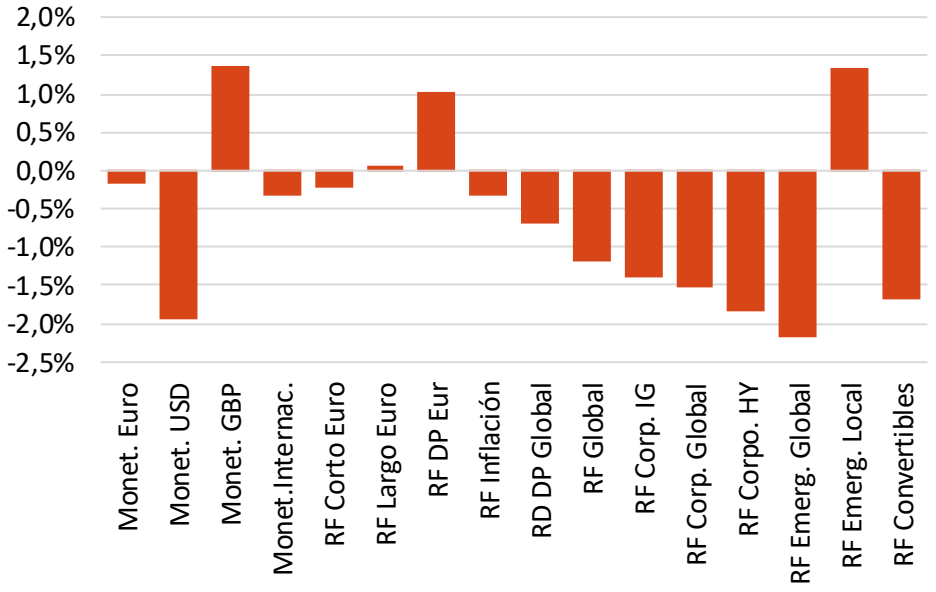


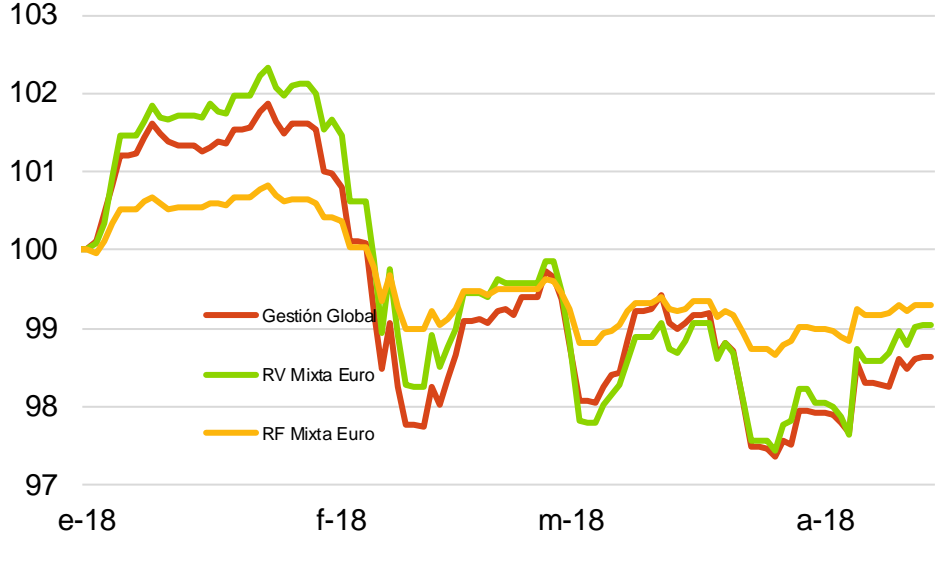
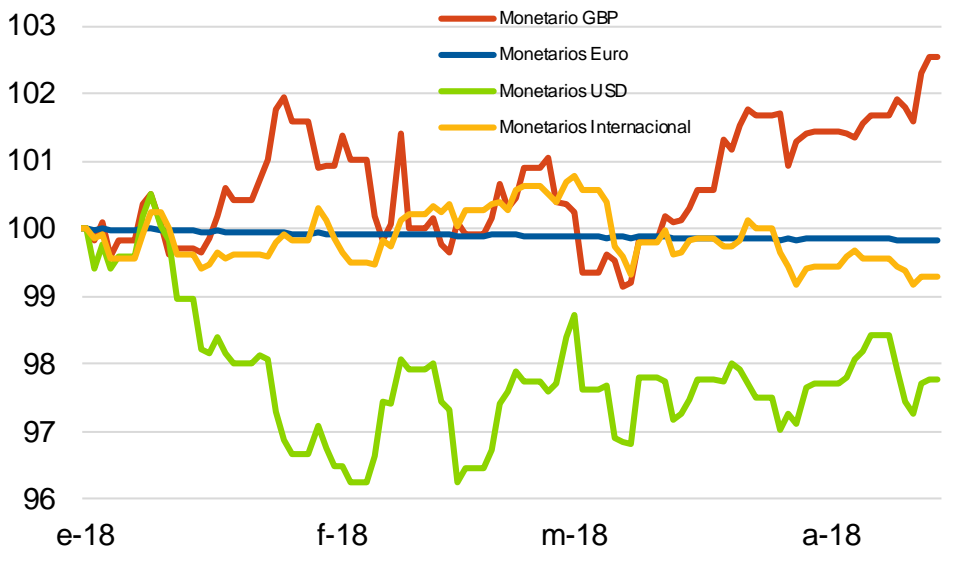
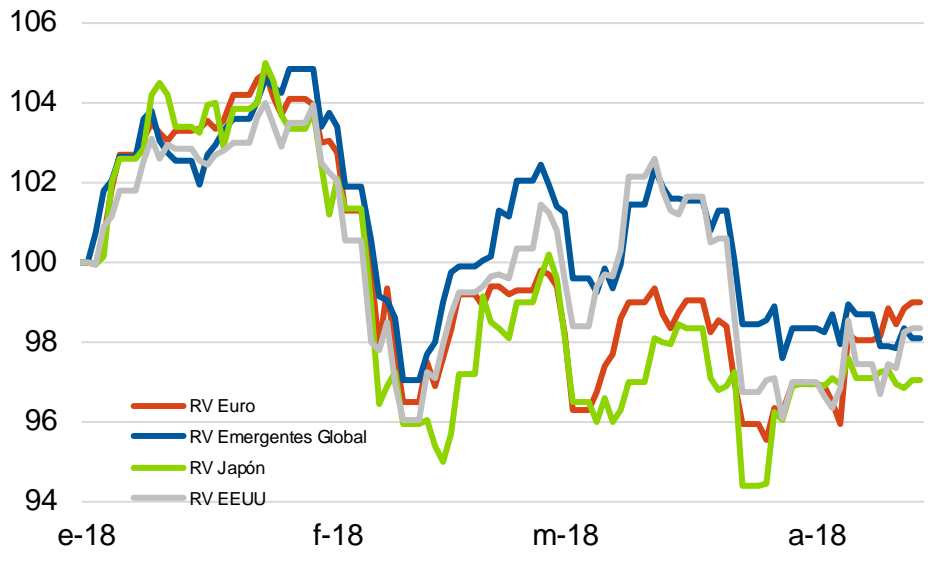
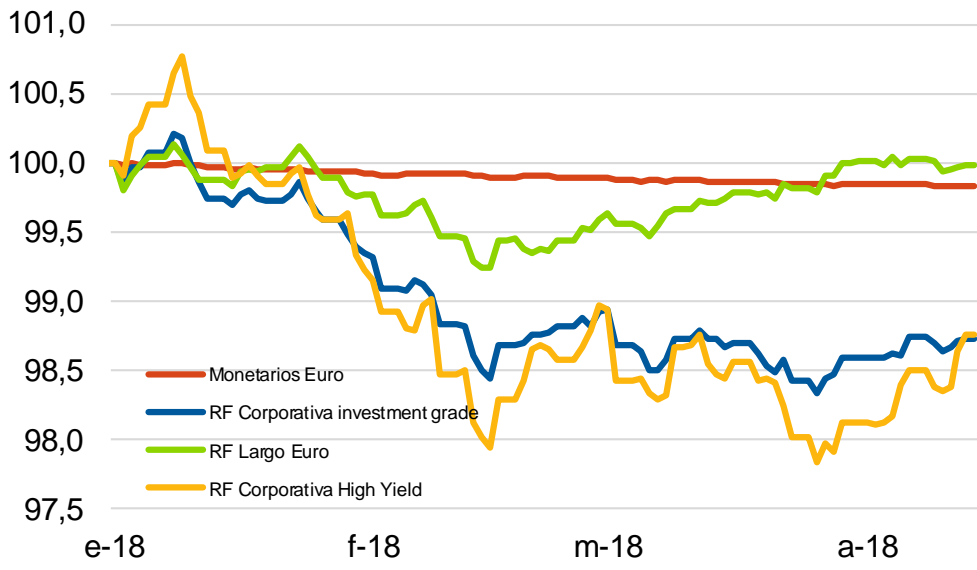
Evolución de índices AFI de fondos de inversión (27 de enero – 9 de febrero)

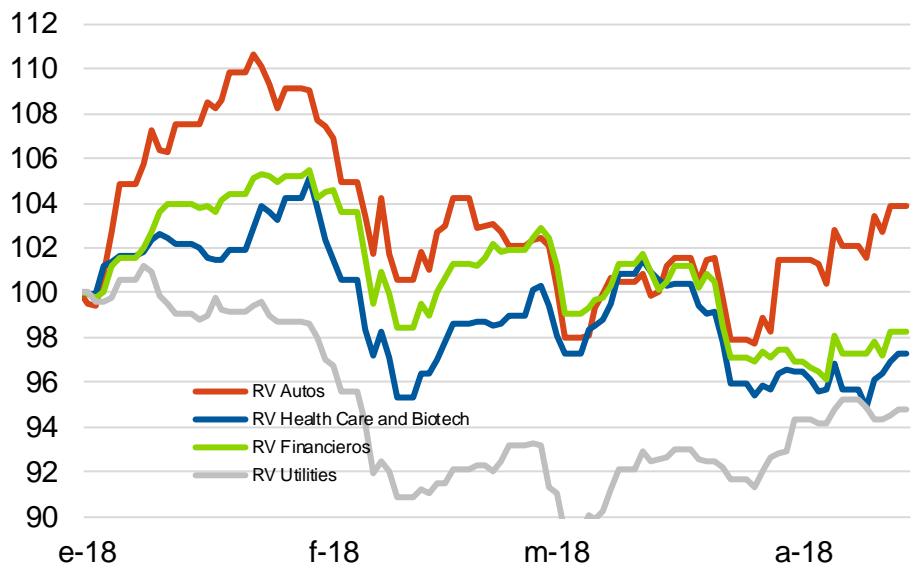
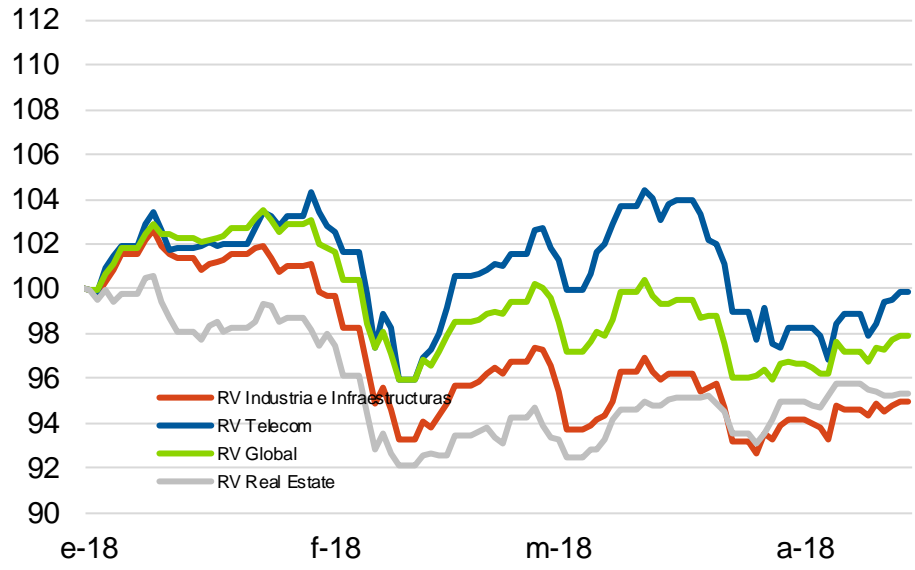
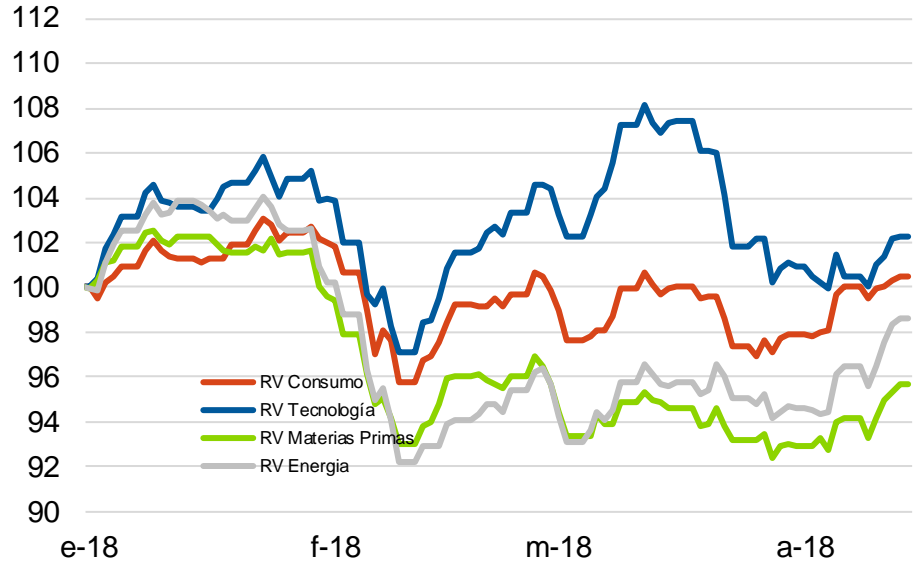
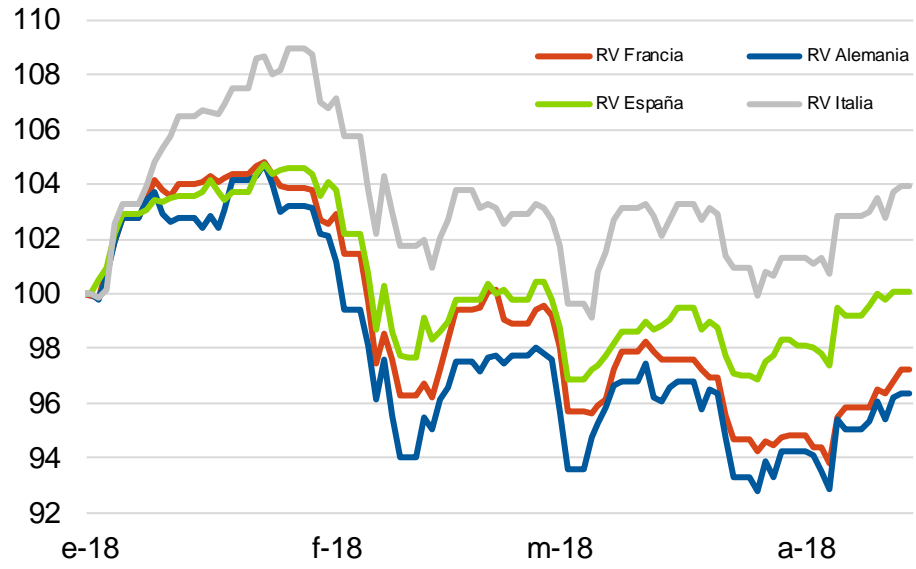
Categoría	Rent	Categoría	Rent	Categoría	Rent
Monetarios USD	1,3%	RF SEK	-1,5%	RV Global	-6,6%
RF HK	1,1%	Garantizado parcial	-1,6%	RV Emergentes Latinoamérica	-6,7%
RF JPY	1,1%	RF NOK	-2,4%	RV Telecom	-6,7%
RF Corto USD	0,8%	RV Tailandia	-2,4%	RV Financieros	-6,7%
RF CNY	0,6%	RF Convertibles	-2,7%	RV Autos	-6,8%
RF CHF	0,4%	RV Malasia	-2,8%	RV Real Estate	-6,9%
RF Deuda pública USD	0,4%	RF GBP	-3,0%	RV Japón	-6,9%
Monetarios Internacional	0,3%	Gestión Global	-3,0%	RV Francia	-6,9%
RF Largo USD	0,1%	RV Indonesia	-3,3%	RV Asia	-6,9%
Monetarios Euro	0,0%	RV Mixta Euro	-3,3%	RV Utilities	-7,0%
RF Deuda pública global	0,0%	RV Mixta Internacional	-3,7%	RV Emergentes Global	-7,1%
RF Corto Euro	-0,1%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	-3,8%	RV Industria e Infraestructuras	-7,3%
RF Deuda pública EUR	-0,2%	Materias primas	-4,1%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-7,4%
RF Global	-0,2%	RV México	-4,3%	RV EEUU	-7,4%
RF Largo Euro	-0,3%	RV Grecia	-4,8%	RV Suecia	-7,4%
RF Corporativa global	-0,4%	RV Emergentes MENA y Africa	-4,9%	RV Canadá	-7,5%
RF Inflación	-0,4%	RV India	-5,1%	RV Tecnología	-7,5%
Garantizado RF y obj. rentab. no gara	-0,5%	RV Rusia	-5,1%	RV Alemania	-7,8%
RF Emergentes Corporate	-0,6%	RV Australia	-5,3%	RV Reino Unido	-7,8%
RF Corporativa investment grade	-0,7%	RV Turquía	-5,8%	RV Corea	-8,0%
Retorno Absoluto Conservador	-0,7%	RV Emergentes Europa del Este	-5,9%	RV Materias Primas	-8,3%
Garantizado rendimiento variable	-0,7%	RV Singapur	-6,0%	RV Holanda	-8,6%
RF Emergentes Global	-0,9%	RV Brasil	-6,1%	RV Health Care and Biotech	-8,6%
Monetario GBP	-1,0%	RV España	-6,2%	RV Sudáfrica	-8,7%
RF Corporativa High Yield	-1,0%	RV Euro	-6,3%	RV Energía	-10,1%
RF Emergentes Moneda local	-1,0%	RV Europa	-6,3%	RV China	-10,3%
RF Mixta Euro	-1,3%	RV Italia	-6,4%		
RF Emergentes Moneda fuerte	-1,3%	RV Consumo	-6,4%		
Gestión Alternativa	-1,4%	RV Taiwan	-6,4%		
RF Mixta Internacional	-1,5%	RV Suiza	-6,4%		

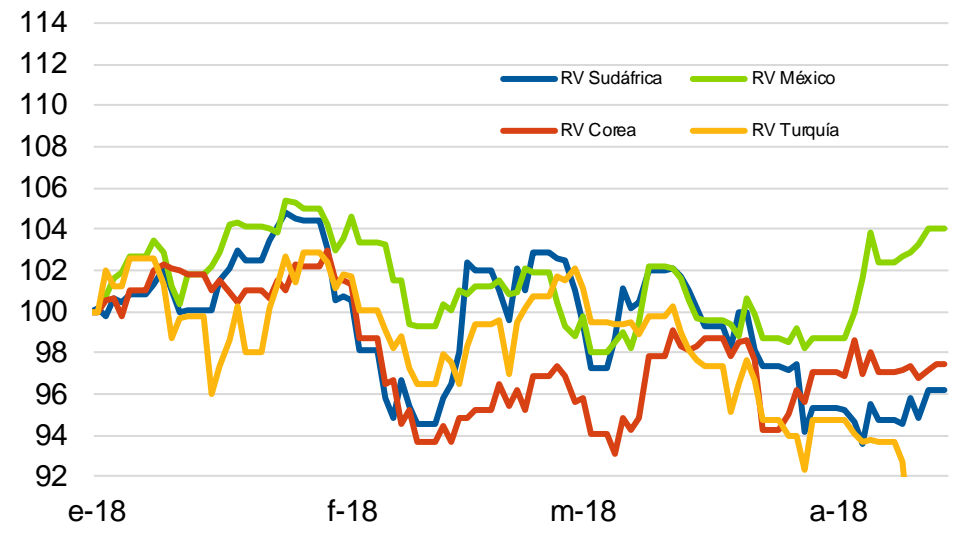
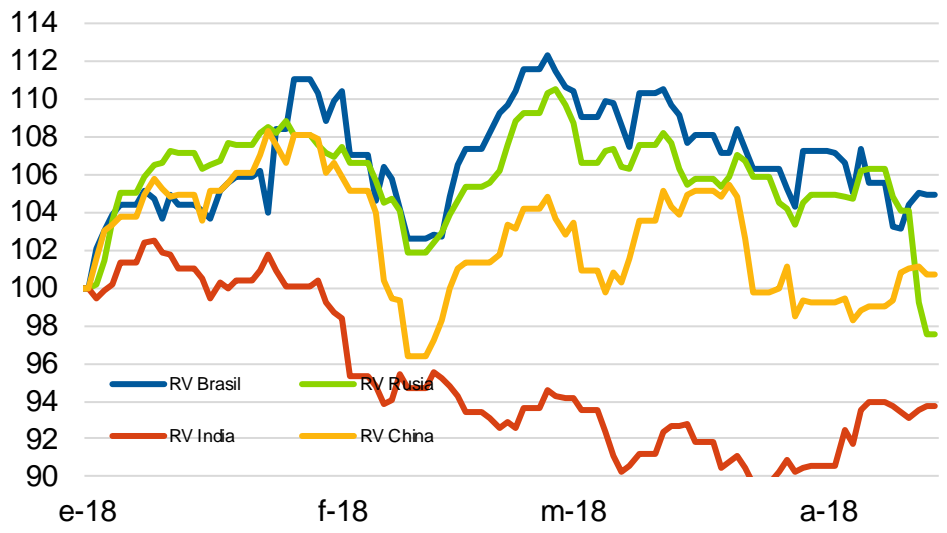
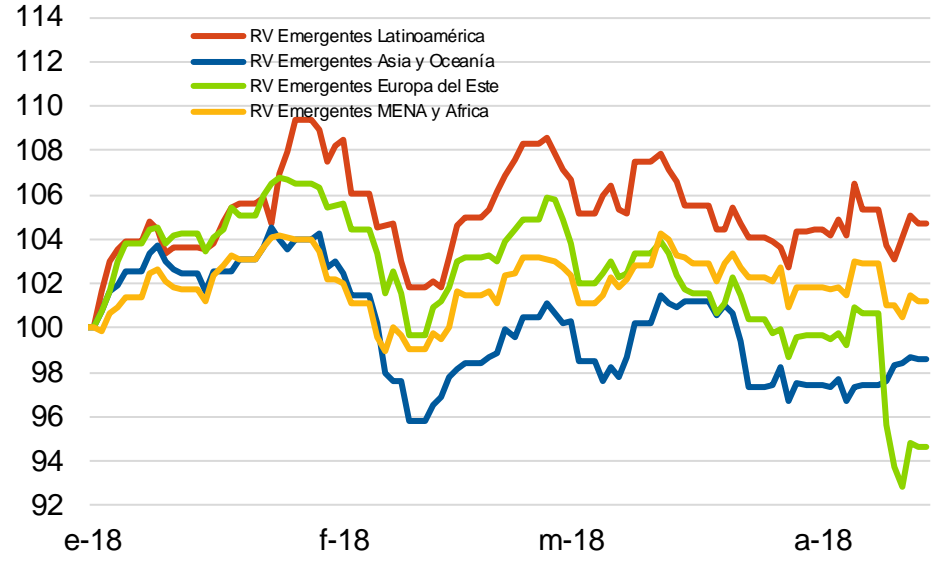
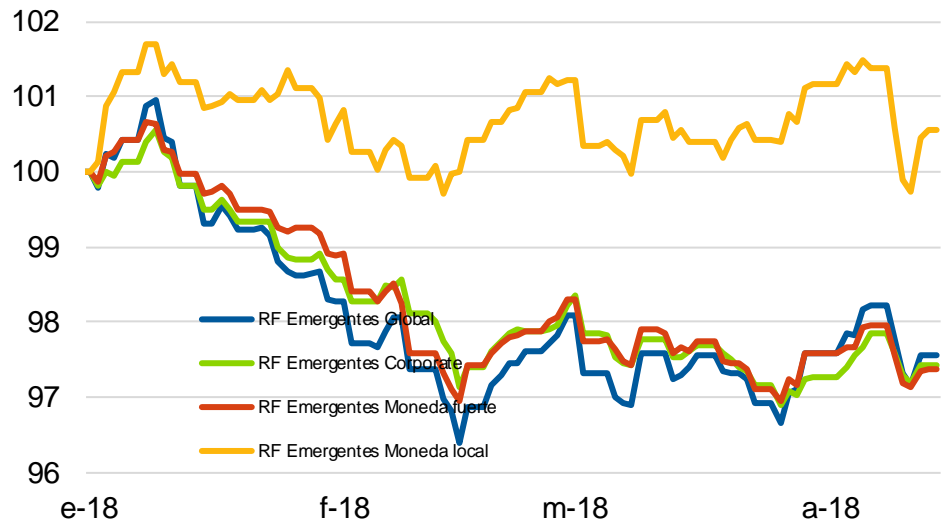
Evolución YTD de índices AFI de fondos de inversión (hasta 14 de abril)

Categoría	2018	Categoría	2018	Categoría	2018
RV Brasil	5,0%	RF Global	-1,2%	Materias primas	-3,3%
RV Rusia	4,7%	RF Mixta Euro	-1,2%	RV Holanda	-3,4%
RV Emergentes Latinoamérica	4,2%	Gestión Alternativa	-1,2%	RF Largo USD	-3,7%
RF JPY	4,0%	RF Corporativa investment grade	-1,4%	RV Global	-3,8%
RV Malasia	3,5%	RF Mixta Internacional	-1,5%	RV Asia	-3,9%
RF NOK	2,0%	RF Corporativa global	-1,5%	RV Financieros	-3,9%
RF CNY	1,9%	RF Convertibles	-1,7%	RV Euro	-4,1%
RV México	1,6%	RV China	-1,7%	RV Health Care and Biotech	-4,4%
RV Emergentes MENA y Africa	1,4%	RF Corporativa High Yield	-1,8%	RF SEK	-4,4%
Monetario GBP	1,3%	Monetarios USD	-1,9%	RV Europa	-4,7%
RF Emergentes Moneda local	1,3%	RV Consumo	-1,9%	RV Real Estate	-4,8%
RF Deuda pública EUR	1,0%	RV Emergentes Global	-2,1%	RV Energía	-5,6%
RV Tailandia	0,8%	RF Emergentes Global	-2,2%	RV Utilities	-5,8%
RV Italia	0,7%	RV Grecia	-2,2%	RV Reino Unido	-6,0%
RV Autos	0,4%	Gestión Global	-2,3%	RV Francia	-6,2%
RV Taiwan	0,4%	RF Emergentes Moneda fuerte	-2,3%	RV Suecia	-6,3%
RF Largo Euro	0,0%	RF Deuda pública USD	-2,4%	RV Turquía	-6,4%
RV Tecnología	0,0%	RV Mixta Euro	-2,4%	RV Sudáfrica	-6,4%
Garantizado RF y obj. rentab. no gar	-0,1%	RF Emergentes Corporate	-2,5%	RV Industria e Infraestructuras	-6,7%
Monetarios Euro	-0,2%	RV Singapur	-2,5%	RV Alemania	-7,2%
RF Corto Euro	-0,2%	RF Corto USD	-2,6%	RV Materias Primas	-7,2%
Garantizado rendimiento variable	-0,3%	RV Mixta Internacional	-2,6%	RV Suiza	-7,5%
RF GBP	-0,3%	RV España	-2,6%	RV Australia	-7,9%
Monetarios Internacional	-0,3%	RF HK	-2,8%	RV India	-8,3%
RF Inflación	-0,3%	RV Corea	-3,0%	RV Canadá	-8,9%
RF Deuda pública global	-0,7%	Fondos de Inversión Libre (FIL)	-3,0%	RV Indonesia	-9,2%
RV Emergentes Europa del Este	-0,7%	RV Japón	-3,1%		
Retorno Absoluto Conservador	-1,0%	RV Telecom	-3,1%		
Garantizado parcial	-1,1%	RV EEUU	-3,2%		
RF CHF	-1,1%	RV Emergentes Asia y Oceanía	-3,3%		



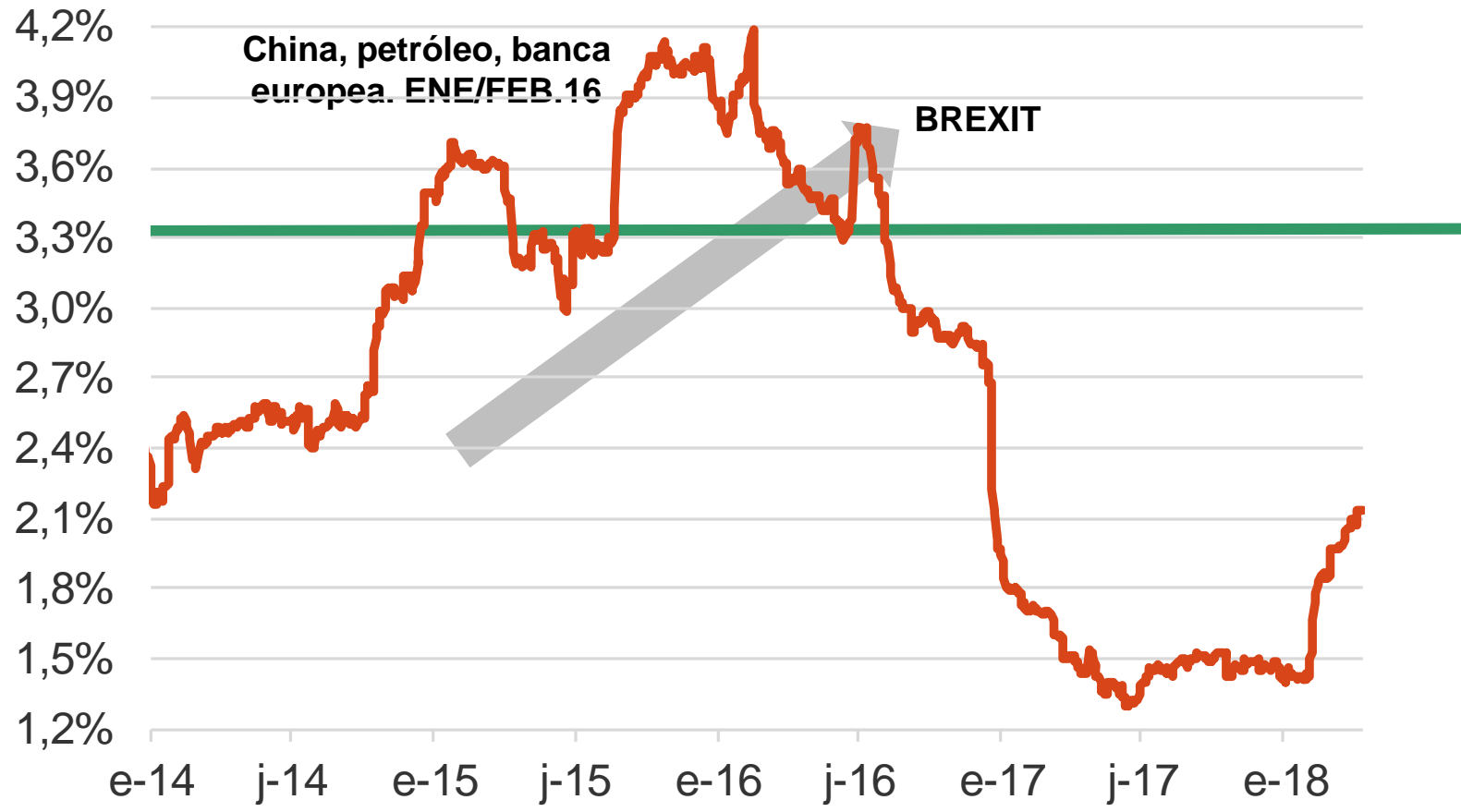






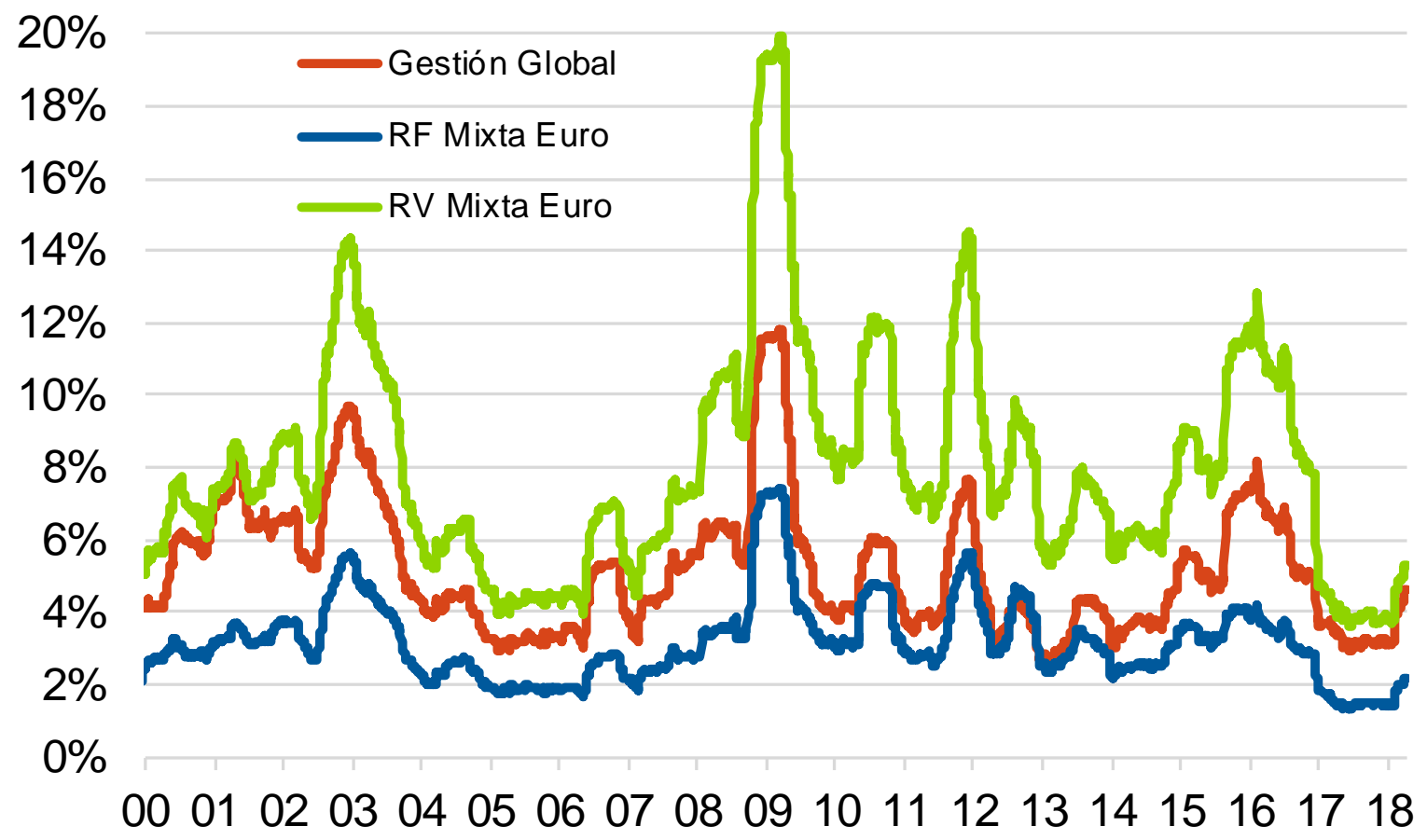
La volatilidad comienza a repuntar...

Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión.
Renta Fija Mixta



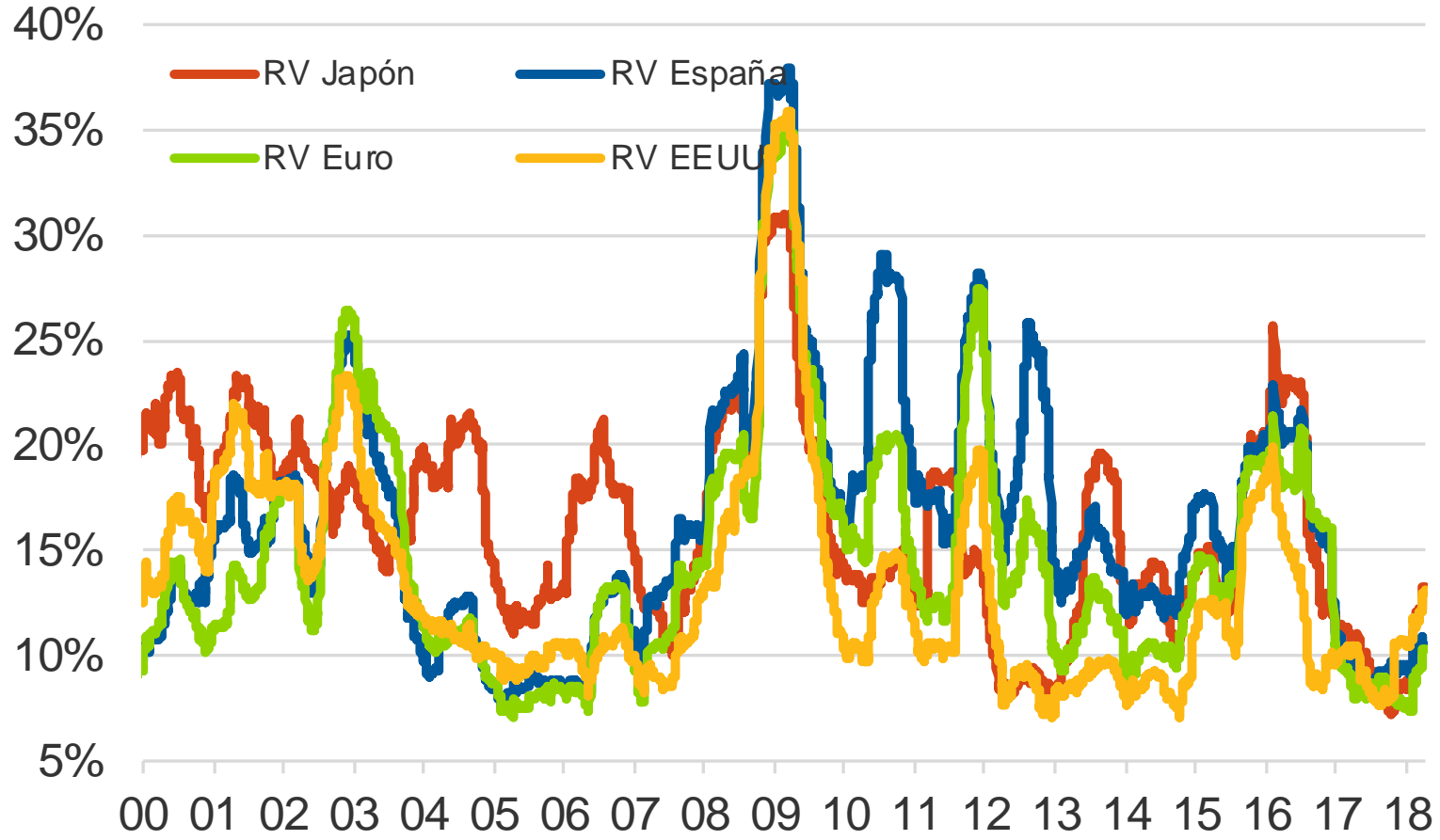
... pero todavía de forma muy limitada

**Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión.
 Renta Fija Mixta, Gestión Global y Renta Variable Mixta**



... incluso en renta variable.

Volatilidad (6m) índice Afi de fondos de inversión



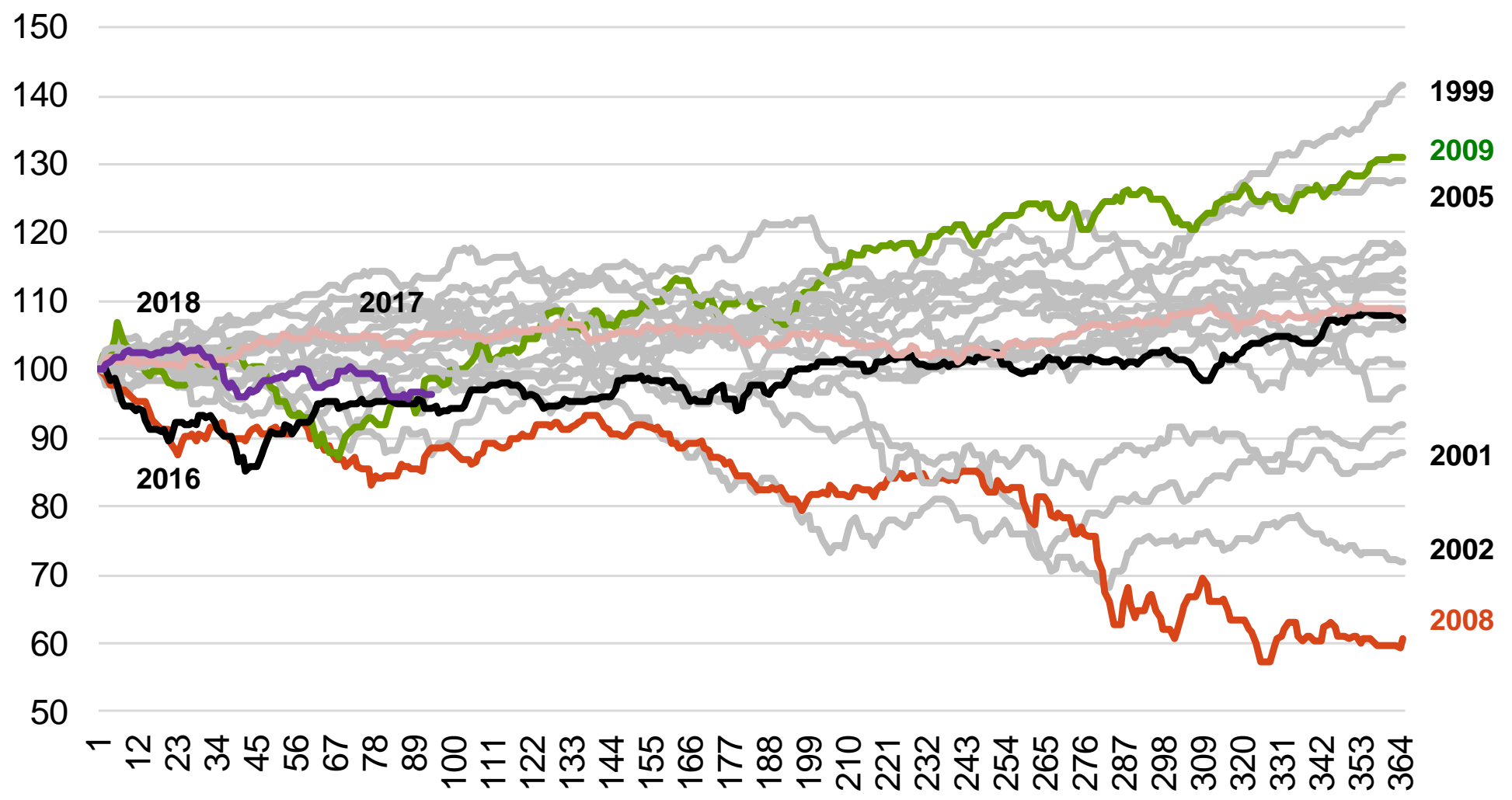


Volatilidad índices AFI de fondos de inversión

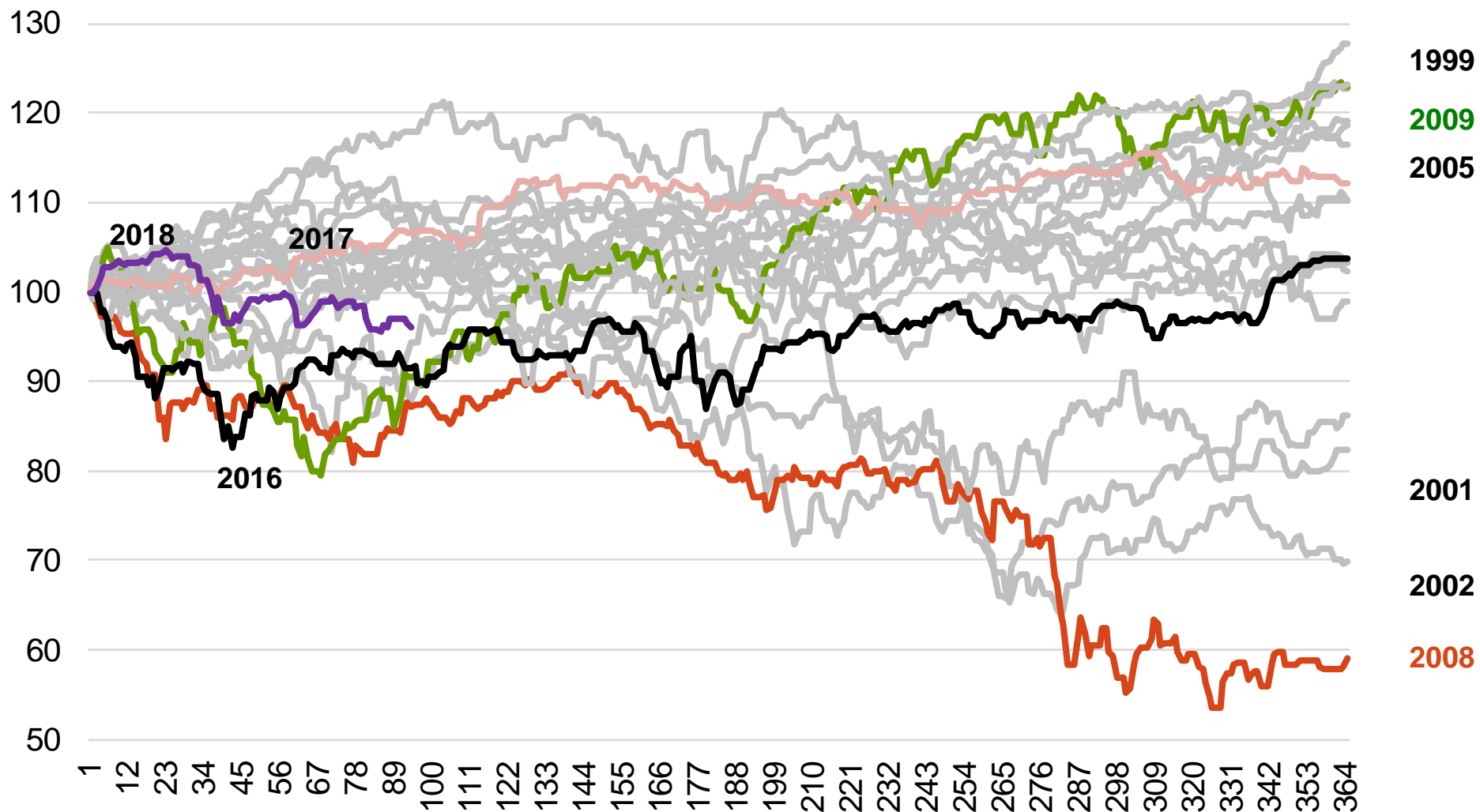
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 *	Diferencia (2017-2013)	Diferencia (2018-2017)	1999-2018	Diferencia (2017-histórica)
Monetarios EUR	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	-0,1%
Monetarios USD	12,2%	10,9%	9,8%	6,6%	7,1%	5,6%	11,2%	8,7%	7,2%	6,8%	0,1%	-0,4%	9,5%	-2,3%
Monetarios GBP	12,0%	9,4%	5,6%	4,6%	7,0%	5,3%	10,3%	11,8%	7,4%	6,6%	0,3%	-0,7%	7,6%	-0,2%
Monetarios Intern.	6,6%	6,8%	7,4%	3,1%	4,4%	2,8%	8,1%	7,5%	4,5%	3,5%	0,1%	-1,0%	5,4%	-1,0%
RF Corto	0,4%	0,5%	0,7%	0,9%	0,9%	0,7%	0,8%	0,5%	0,3%	0,4%	-0,6%	0,1%	0,6%	-0,3%
RF Largo	2,2%	1,7%	2,2%	1,8%	1,9%	1,3%	2,3%	1,8%	1,5%	1,2%	-0,5%	-0,3%	1,7%	-0,2%
RF HY	6,2%	4,3%	4,6%	2,5%	2,6%	2,8%	4,2%	3,9%	2,6%	2,7%	0,0%	0,1%	4,1%	-1,5%
RF Emergente	7,1%	6,5%	5,7%	3,9%	5,3%	4,6%	7,2%	5,8%	4,7%	4,6%	-0,6%	-0,1%	7,3%	-2,6%
RF Emergente Corp	n.d.	n.d.	6,0%	4,1%	4,6%	3,1%	4,3%	3,3%	3,0%	3,1%	-1,5%	0,0%	4,2%	-1,1%
RF Convertible	4,5%	4,9%	5,0%	3,0%	3,5%	3,9%	5,6%	4,7%	3,1%	4,7%	-0,4%	1,6%	4,9%	-1,7%
RF Mixta Euro	3,6%	3,9%	4,3%	3,4%	2,9%	3,0%	3,6%	3,0%	1,4%	2,5%	-1,5%	1,1%	3,3%	-1,9%
RV Mixta Euro	10,1%	10,0%	11,0%	7,5%	6,8%	7,3%	9,9%	8,8%	3,8%	6,3%	-3,0%	2,5%	8,5%	-4,7%
Gestión Global	5,1%	5,0%	5,9%	3,4%	3,8%	4,5%	6,2%	5,6%	3,1%	5,5%	-0,7%	2,4%	5,4%	-2,3%
Renta variable	14,3%	11,2%	13,4%	7,2%	7,7%	8,2%	13,1%	11,3%	6,5%	10,6%	-1,2%	4,1%	11,8%	-5,2%
Euro	20,1%	17,1%	20,6%	13,3%	11,6%	11,9%	16,3%	16,6%	8,0%	12,2%	-3,6%	4,3%	15,5%	-7,5%
España	21,1%	23,7%	22,4%	19,0%	14,6%	14,9%	17,4%	17,4%	9,0%	11,6%	-5,6%	2,6%	17,3%	-8,3%
Alemania	22,0%	15,9%	22,6%	12,9%	11,9%	13,2%	19,4%	17,7%	9,0%	15,3%	-3,0%	6,4%	17,4%	-8,4%
Francia	21,4%	19,4%	21,8%	12,9%	12,3%	12,9%	17,4%	17,3%	9,0%	12,3%	-3,3%	3,3%	17,3%	-8,3%
Italia	15,1%	11,2%	19,1%	14,1%	14,3%	16,9%	18,9%	22,3%	11,2%	14,0%	-3,2%	2,8%	15,8%	-4,7%
Suiza	16,5%	11,8%	15,0%	8,4%	9,7%	9,3%	16,6%	14,3%	8,2%	12,2%	-1,5%	4,0%	13,7%	-5,5%
R. Unido	21,6%	16,0%	15,6%	9,7%	10,6%	11,4%	16,5%	18,2%	8,5%	12,7%	-2,1%	4,1%	16,6%	-8,0%
Suecia	29,2%	21,1%	23,2%	12,7%	12,2%	12,5%	15,7%	17,3%	8,8%	10,8%	-3,4%	2,1%	20,3%	-11,5%
Holanda	28,1%	19,5%	21,4%	13,5%	13,0%	14,4%	20,9%	18,3%	8,9%	14,8%	-4,1%	5,9%	20,4%	-11,5%
Grecia	40,1%	40,1%	43,7%	40,3%	32,7%	34,9%	48,9%	31,8%	17,2%	16,3%	-15,5%	-0,8%	36,8%	-19,6%
EEUU	16,6%	12,5%	15,0%	8,2%	8,9%	9,8%	15,0%	12,1%	9,5%	13,2%	0,6%	3,7%	14,2%	-4,7%
Canadá	30,4%	17,8%	19,8%	11,5%	12,2%	14,2%	19,5%	19,2%	11,6%	13,9%	-0,5%	2,2%	20,2%	-8,6%
Japón	17,2%	13,4%	16,0%	8,5%	15,7%	13,8%	16,7%	18,2%	9,0%	15,0%	-6,6%	5,9%	16,7%	-7,7%
Australia	20,0%	16,9%	18,5%	9,1%	13,3%	12,3%	18,7%	17,0%	10,4%	11,0%	-2,8%	0,5%	16,8%	-6,3%
Emergentes	18,2%	13,2%	15,2%	8,8%	10,8%	10,0%	15,6%	13,3%	8,7%	11,5%	-2,0%	2,8%	15,1%	-6,4%

* Última fecha: 11/04/18

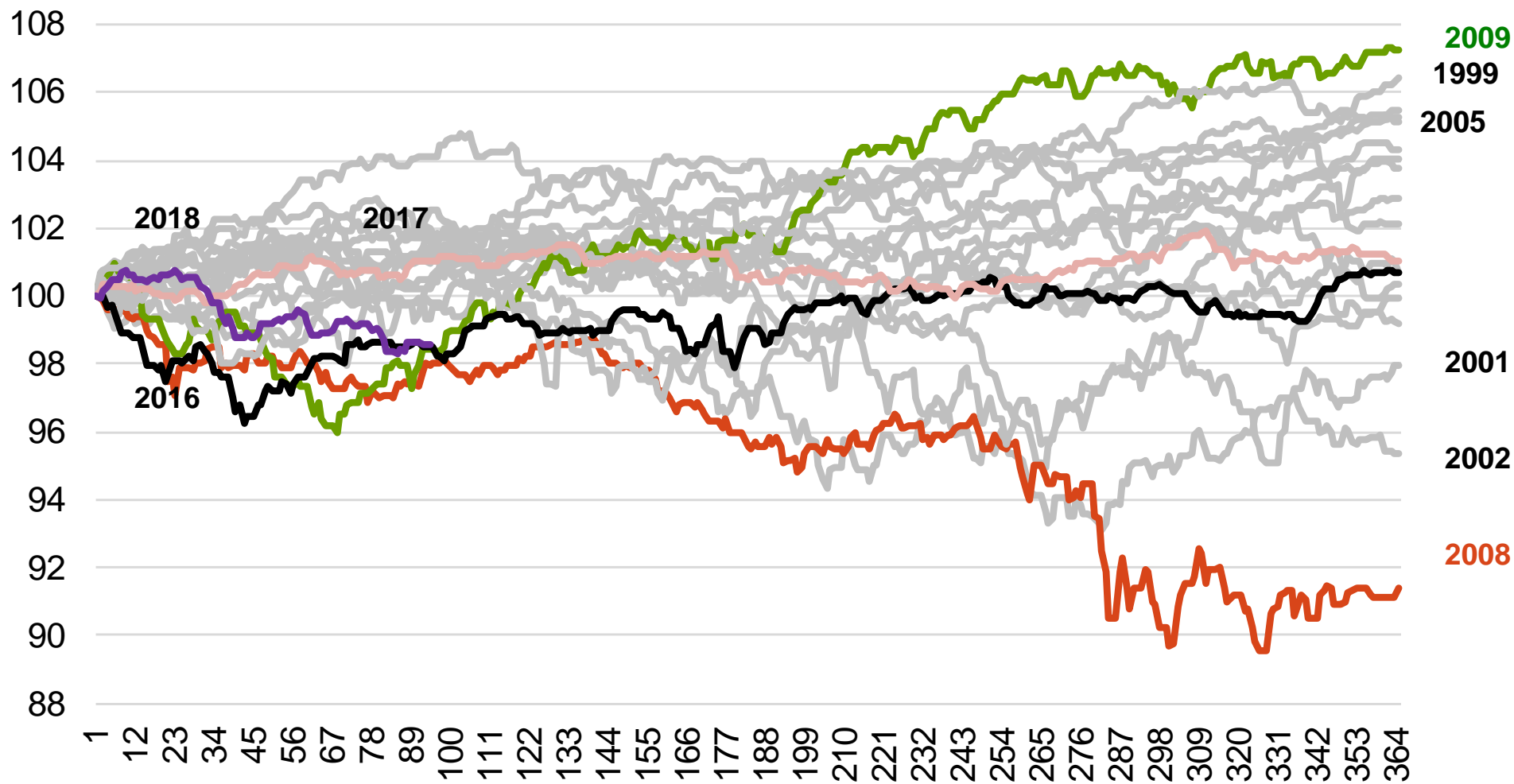
Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable internacional



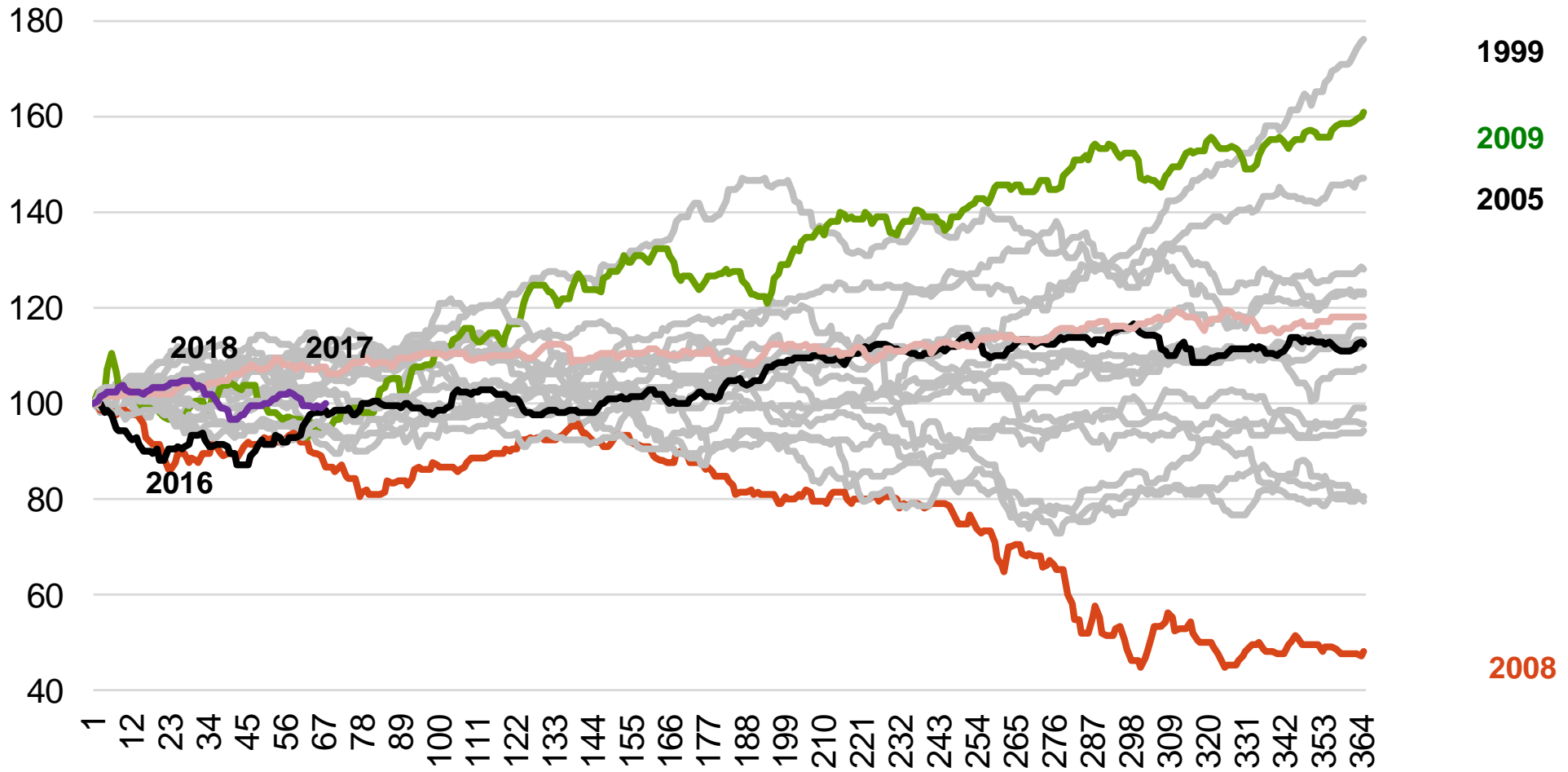
Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable Euro



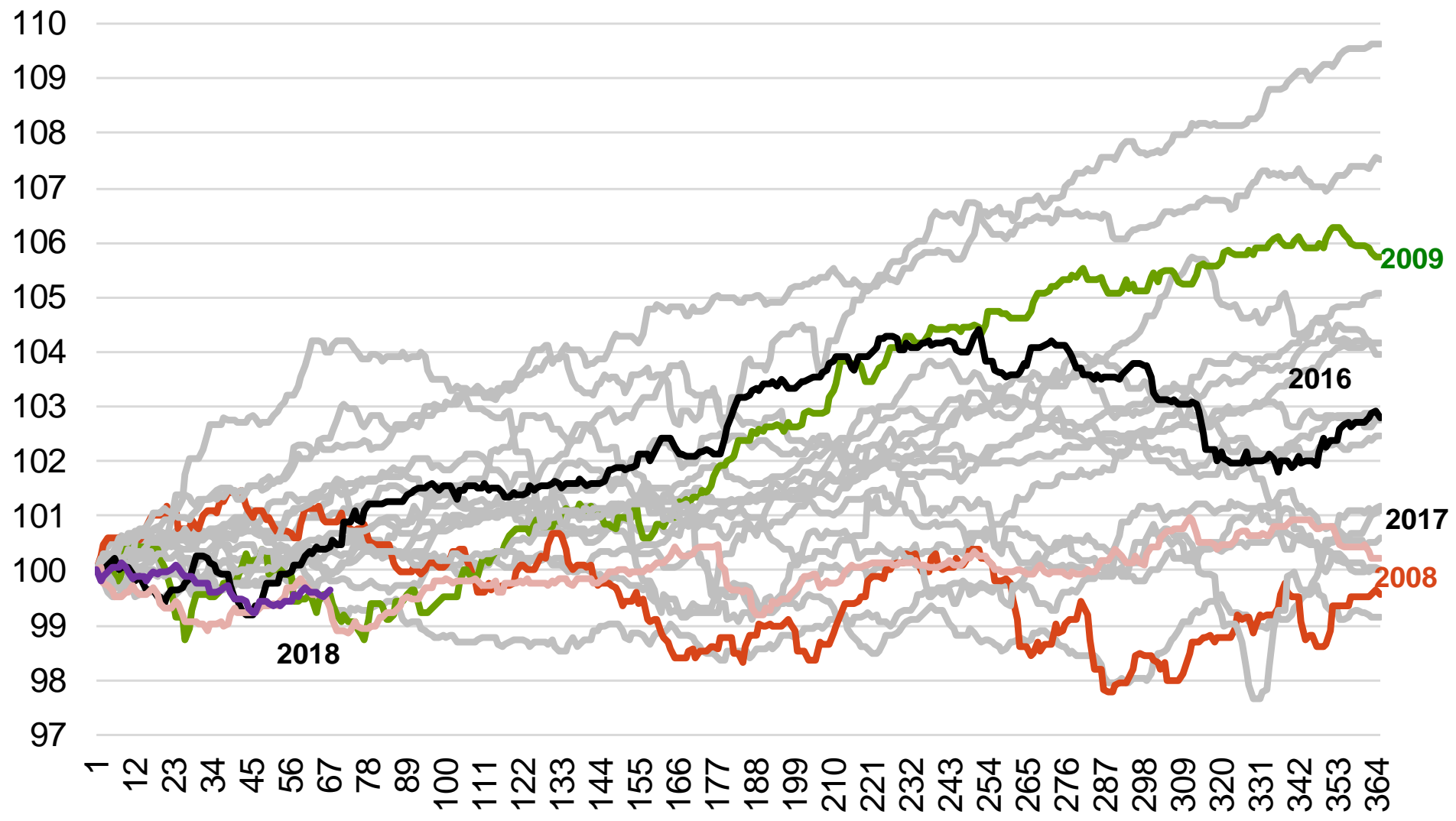
Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta fija mixta



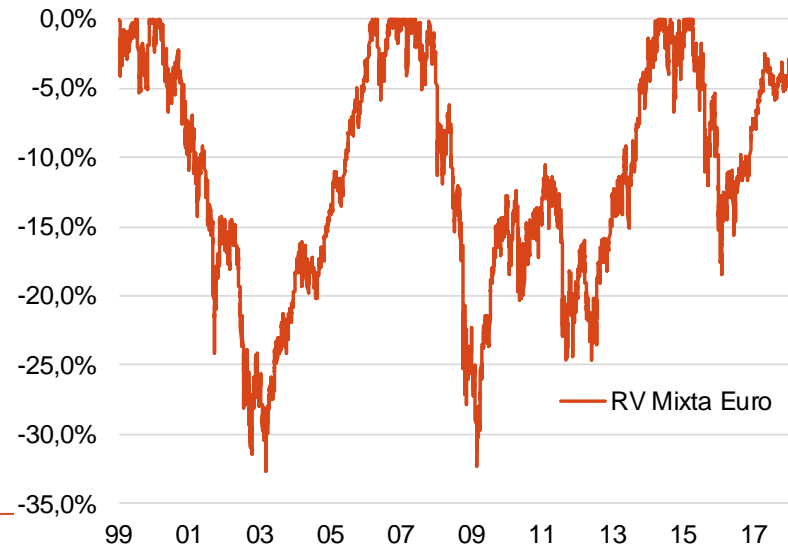
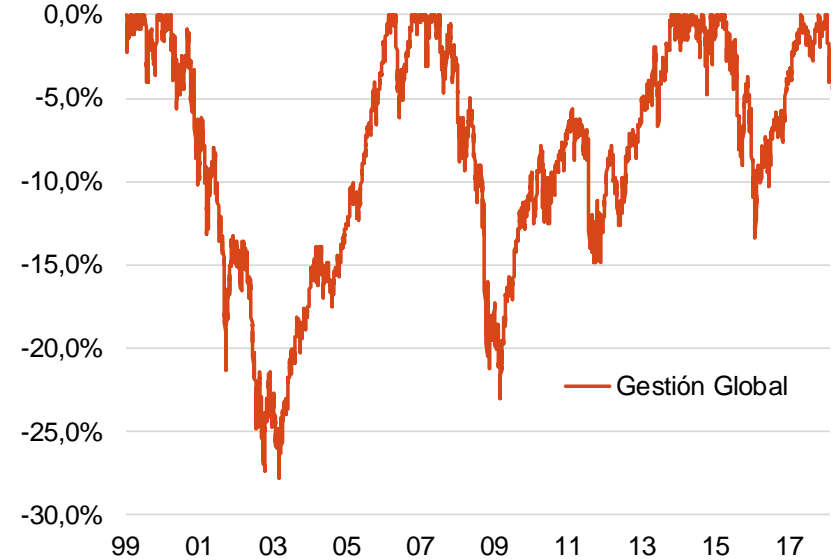
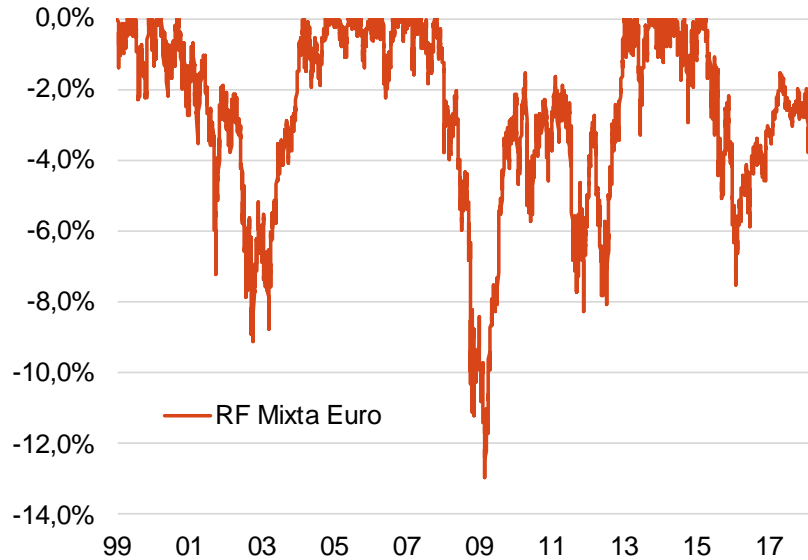
Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta variable emergente



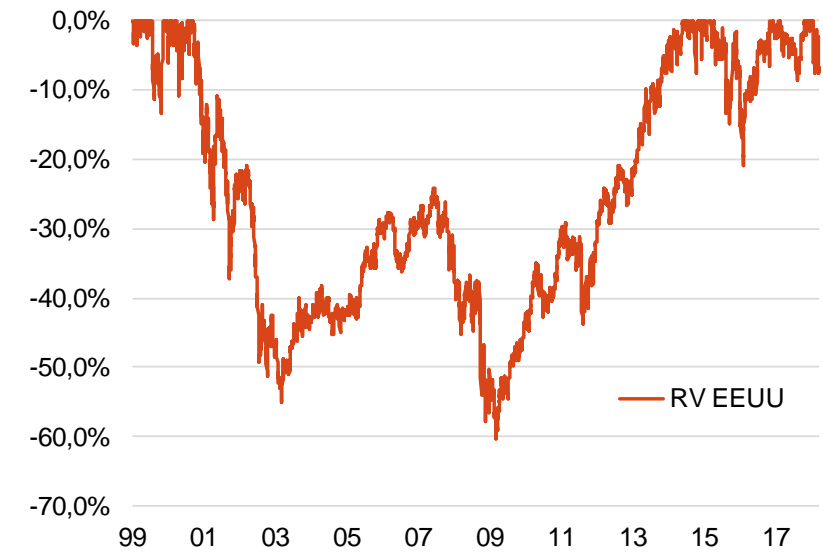
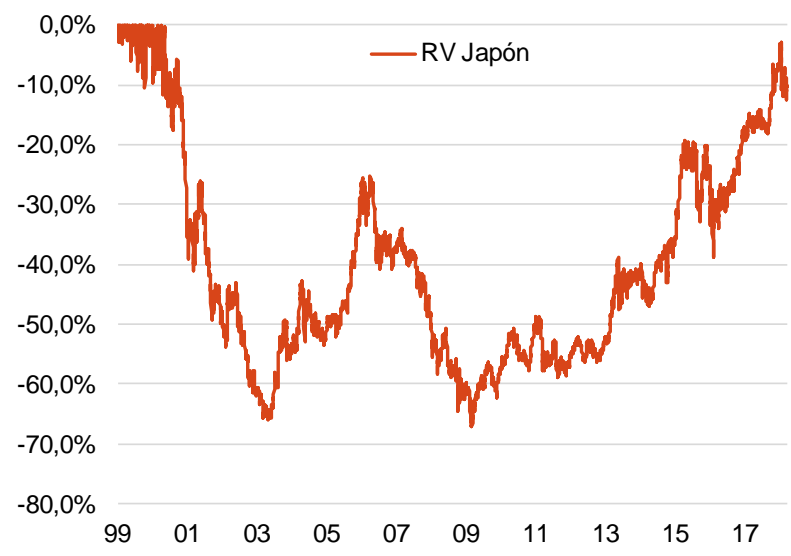
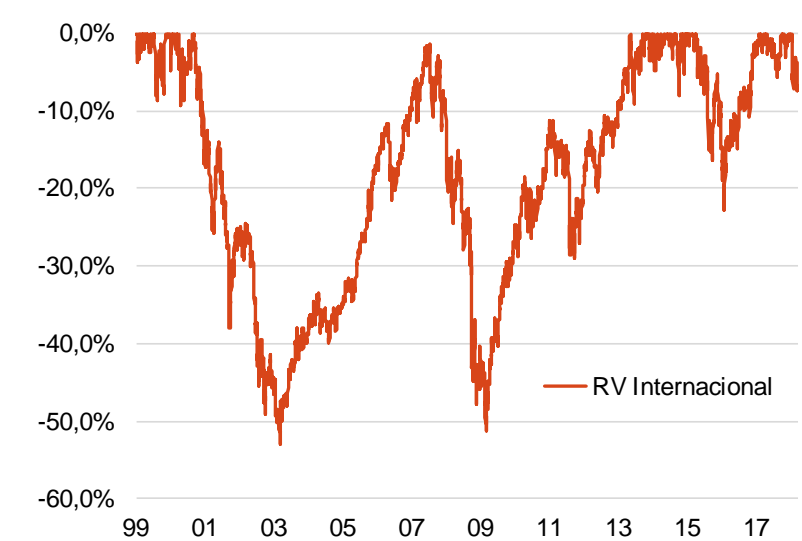
Evolución índices Afi de fondos de inversión Renta Fija Euro



Los *draw down*, de momento, son reducidos



Los *draw down*, de momento, son reducidos

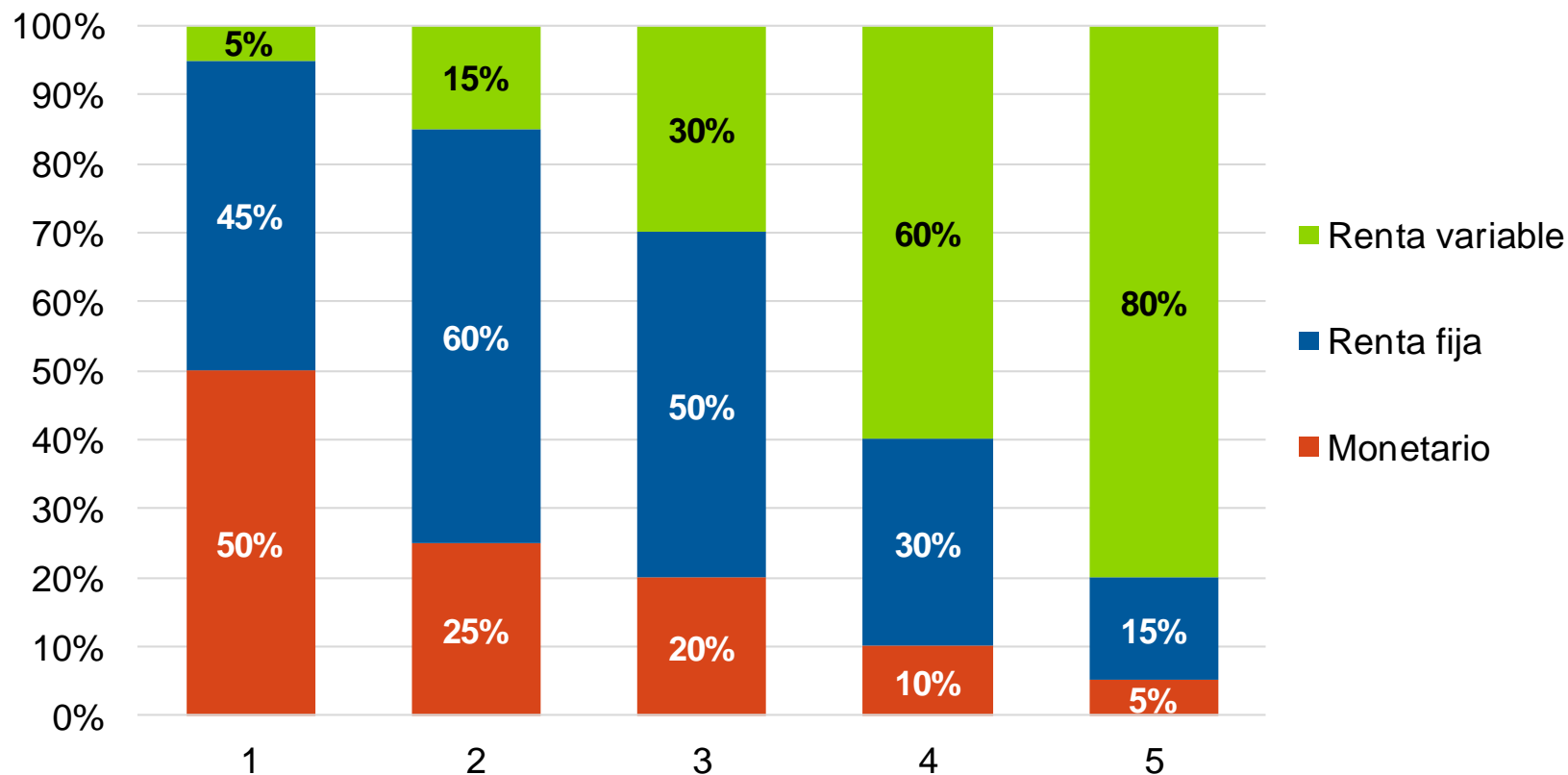




4 | Implicaciones de la “represión financiera”

Analizamos 5 carteras con diferentes niveles de riesgo

Asset allocation de 5 carteras





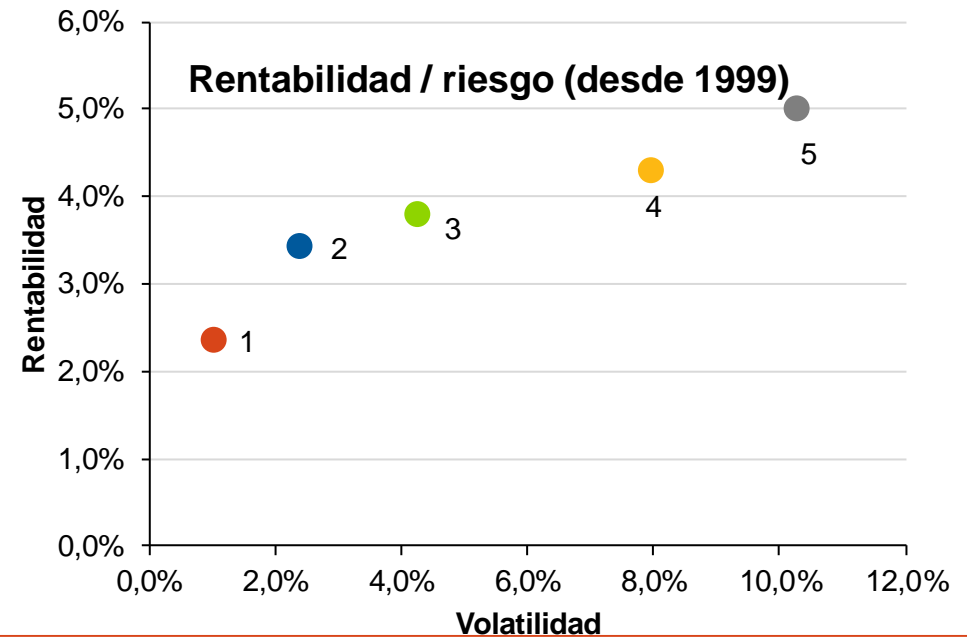
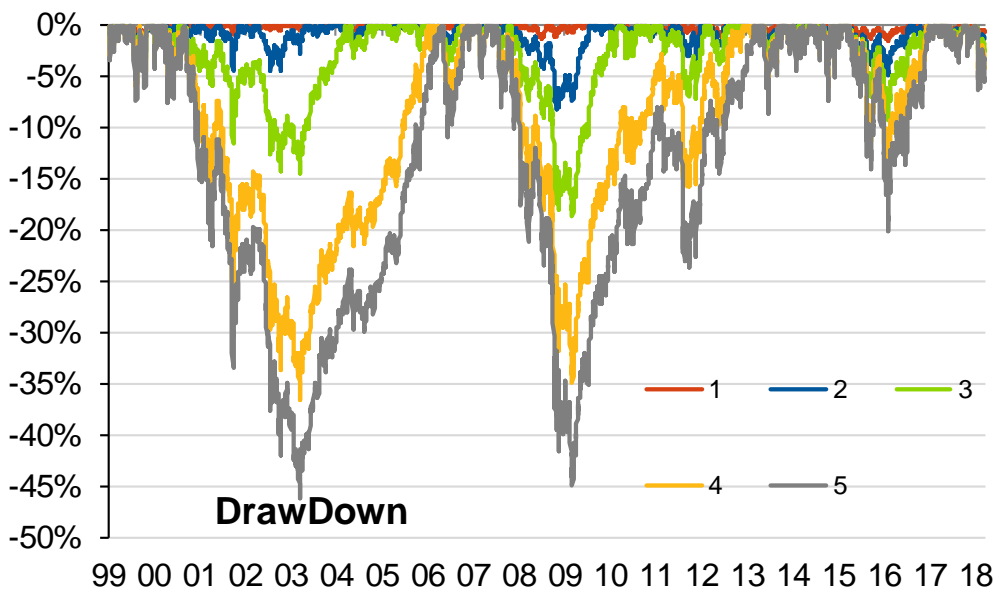
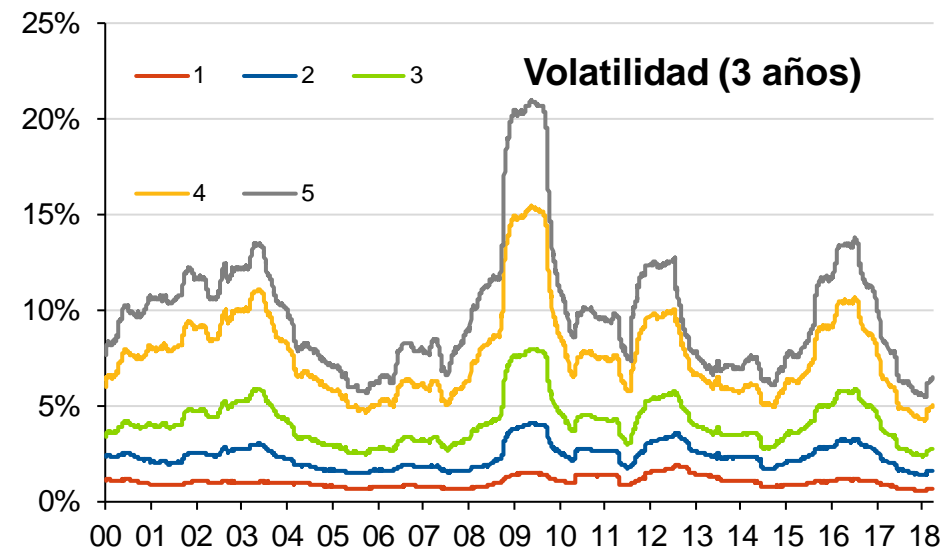
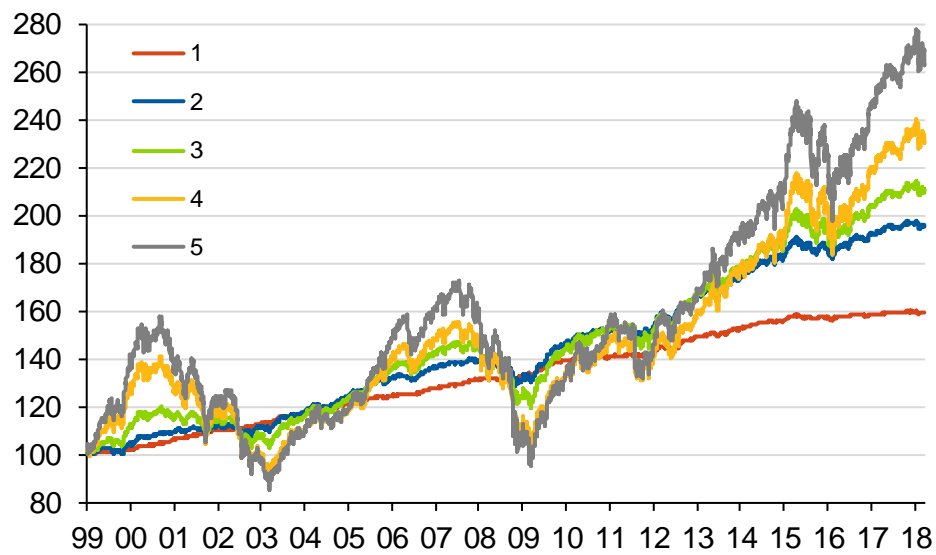
Analizamos 5 carteras con diferentes niveles de riesgo

AA de 5 carteras

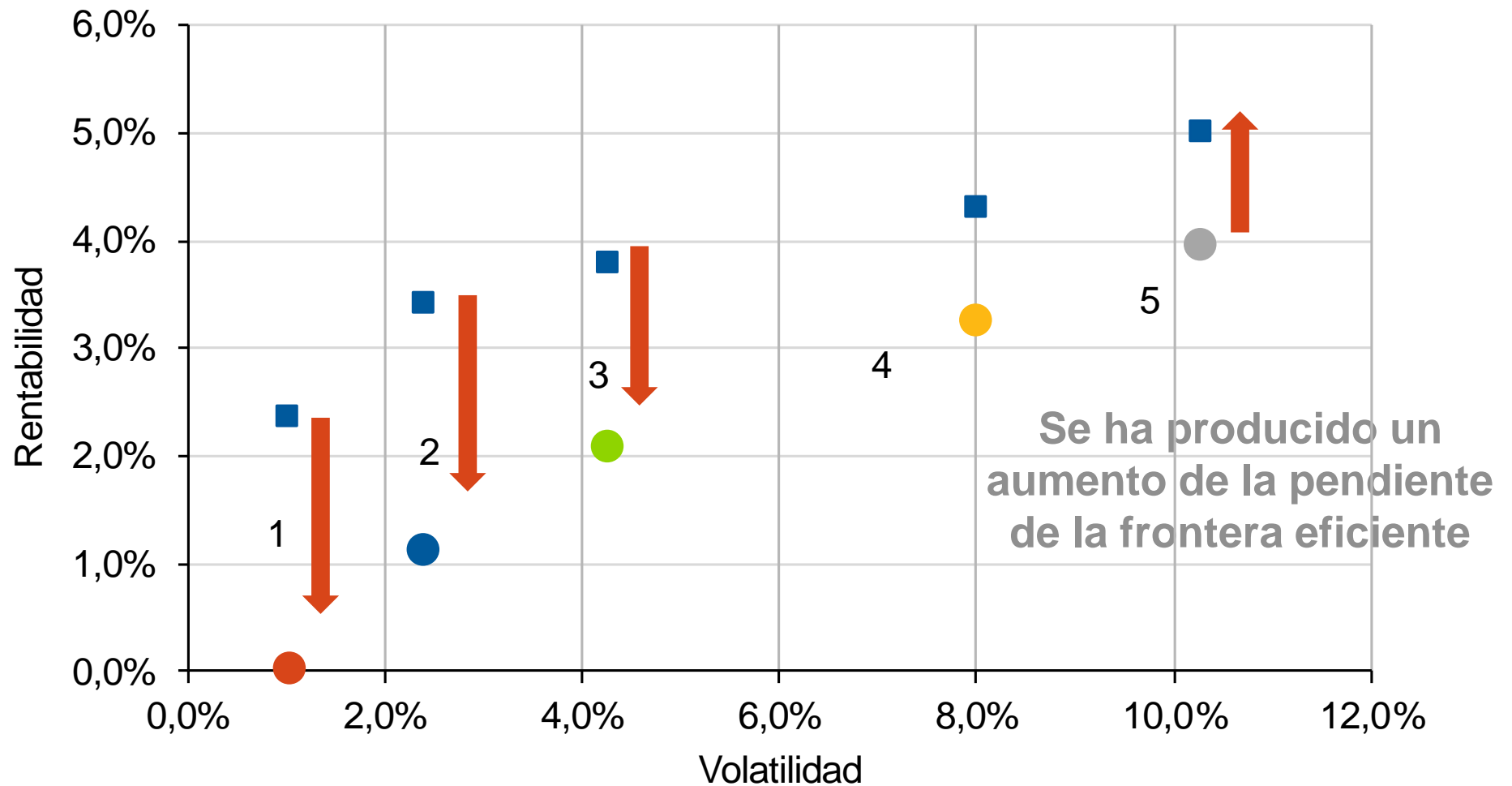
Categoría	Peso				
	1	2	3	4	5
Monetarios Euro	50.0%	25.0%	20.0%	10.0%	5.0%
Monetario	50.0%	25.0%	20.0%	10.0%	5.0%
DP CP	25.0%	15.0%	10.0%	0.0%	0.0%
DP LP	10.0%	15.0%	10.0%	10.0%	5.0%
IG CP	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
IG LP	5.0%	20.0%	20.0%	10.0%	5.0%
RF Emergentes	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	0.0%
RF High Yield	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
Renta fija	45.0%	60.0%	50.0%	30.0%	15.0%
RV Euro	5.0%	12.5%	20.0%	30.0%	40.0%
RV EEUU	0.0%	2.5%	5.0%	15.0%	20.0%
RV Japón	0.0%	0.0%	2.5%	10.0%	10.0%
RV Emergente	0.0%	0.0%	2.5%	5.0%	10.0%
Renta variable	5.0%	15.0%	30.0%	60.0%	80.0%

Análisis histórico

Indicadores de performance	1	2	3	4	5	
Rent. Acumulada 1999	59,3%	95,5%	109,7%	131,0%	164,3%	
TAE	2,36%	3,42%	3,78%	4,28%	4,99%	
Rentabilidad 12 meses	0,15%	0,72%	0,99%	2,30%	3,24%	
Volatilidad histórica	1,02%	2,40%	4,29%	8,00%	10,30%	
Volatilidad 1 año	0,62%	1,59%	2,76%	5,00%	6,46%	
Máx. volatilidad 12m	1,88%	4,09%	7,98%	15,43%	20,97%	
Prob. pérdida mensual	24,3%	33,5%	38,3%	39,1%	37,0%	
Pérdida media mensual	-0,05%	-0,19%	-0,42%	-0,82%	-1,06%	
Prob. pérdida 12m	2,3%	15,4%	25,4%	31,0%	31,2%	
Pérdida media 12m	-0,3%	-1,8%	-4,9%	-10,4%	-14,1%	
Mínima rentabilidad 12m	-0,83%	-8,01%	-17,26%	-29,20%	-37,90%	
	25-nov.-11	27-oct.-08	27-oct.-08	27-oct.-08	27-oct.-08	
Prob. pérdida 36m	0,0%	2,0%	13,5%	29,4%	32,0%	
Pérdida media 36m	n.d.	-0,7%	-5,1%	-13,5%	-18,5%	
Máximo <i>draw down</i>	-1,87%	-8,11%	-18,68%	-36,51%	-46,29%	
	25-nov.-11	27-oct.-08	9-mar.-09	12-mar.-03	12-mar.-03	
Máxima rentabilidad 3a	12,08%	24,11%	33,88%	58,19%	79,34%	
	30-jul.-03	28-nov.-12	15-mar.-04	15-mar.-04	15-mar.-04	
Mínima rentabilidad 3a	0,74%	-1,92%	-13,03%	-34,91%	-44,54%	
	5-abr.-16	13-mar.-07	13-mar.-07	12-mar.-01	12-mar.-01	
VaR Histórico (Percentil 95%)						
	95%	0,3%	-1,7%	-7,5%	-17,5%	-24,4%
VaR Paramétrico (corte de la distribución normal de la volatilidad histórica de los rendimientos a 12 meses)						
	90%	-1,3%	-3,1%	-5,5%	-10,3%	-13,2%
	95%	-1,7%	-3,9%	-7,0%	-13,2%	-16,9%
	99%	-2,4%	-5,6%	-10,0%	-18,6%	-24,0%

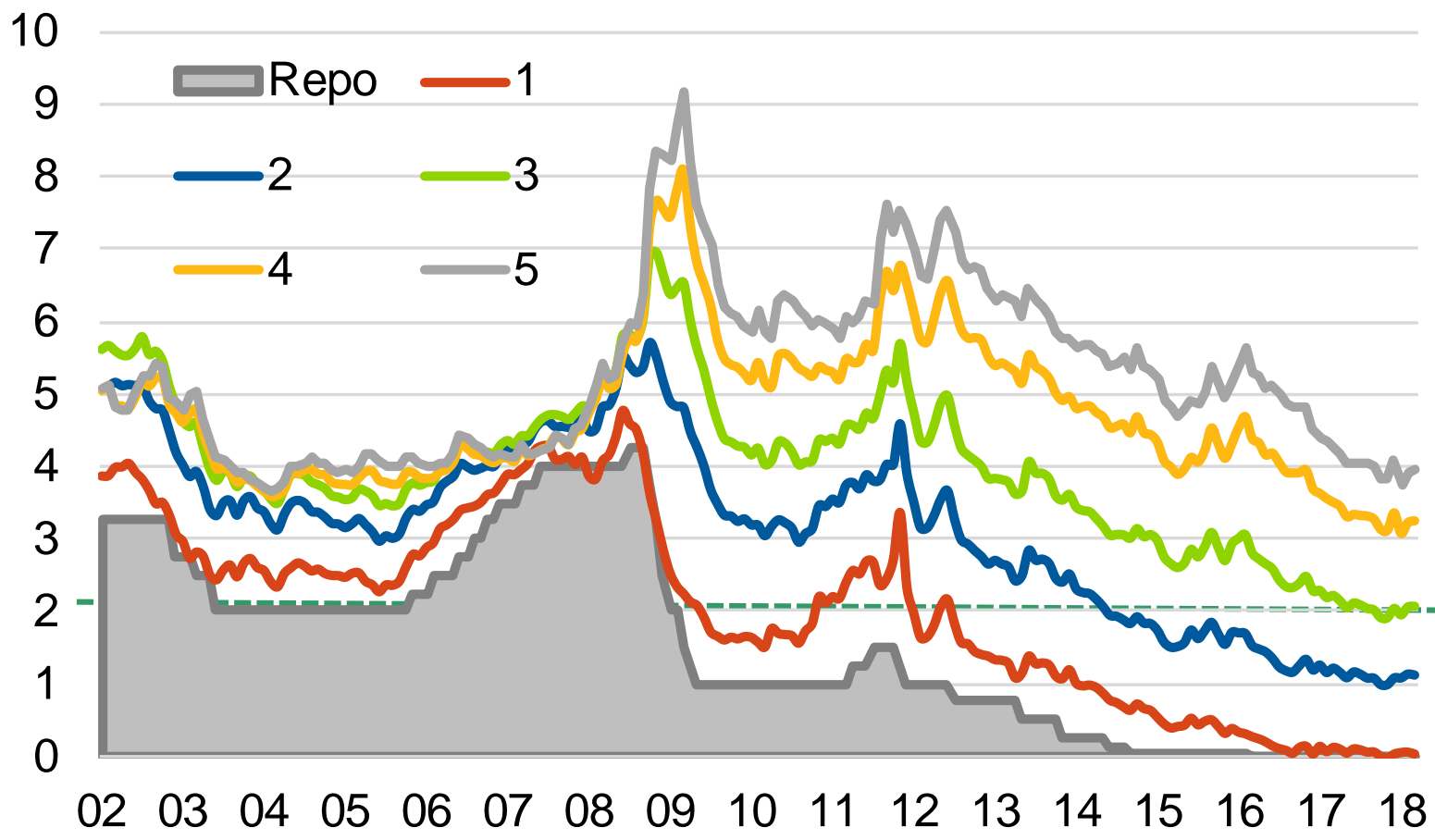


Rentabilidad / riesgo Histórico vs esperado



Intensa caída de las expectativas de rentabilidad

Evolución del tipo repo y de las expectativas de rentabilidad de las carteras



Para mantener unas expectativas de rentabilidad del 2,0% se debe **augmentar el peso en RV del 5% al 30%**, lo que implica un aumento de la **volatilidad del 1,02% al 4,29%**, de la **probabilidad de pérdida 12 meses del 2,3% al 25,4%** y un **DD del 1,8% al 18,7%**



“Maybe next time you shouldn't fly in the equity tranche”

5 | Estilos de gestión



Gestión activa

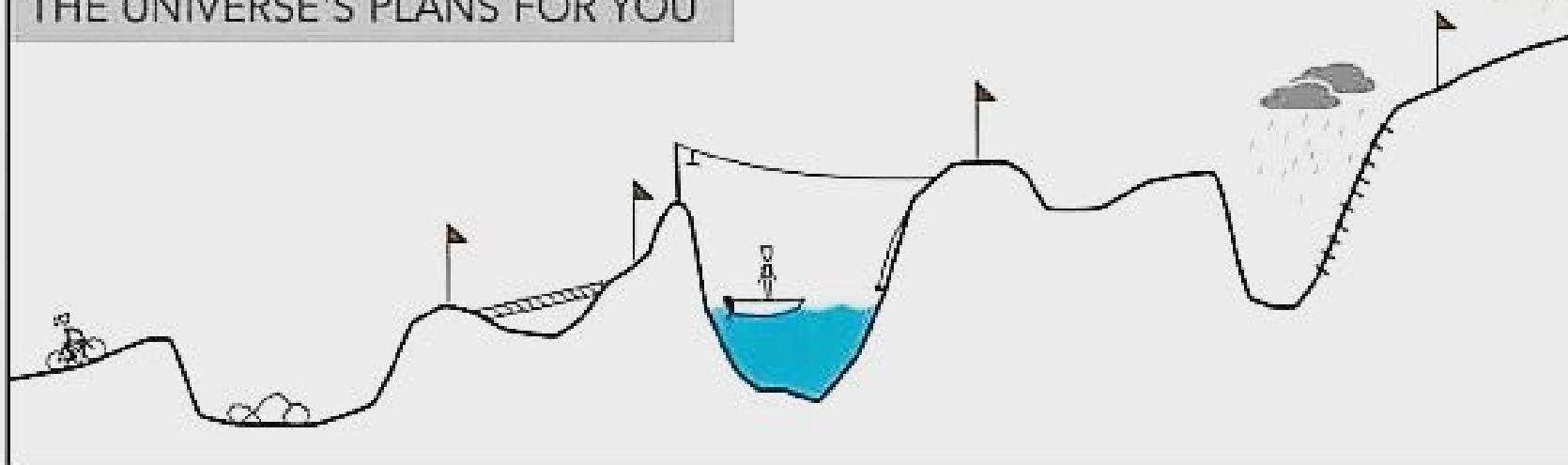
Gestión pasiva

Gestión alternativa

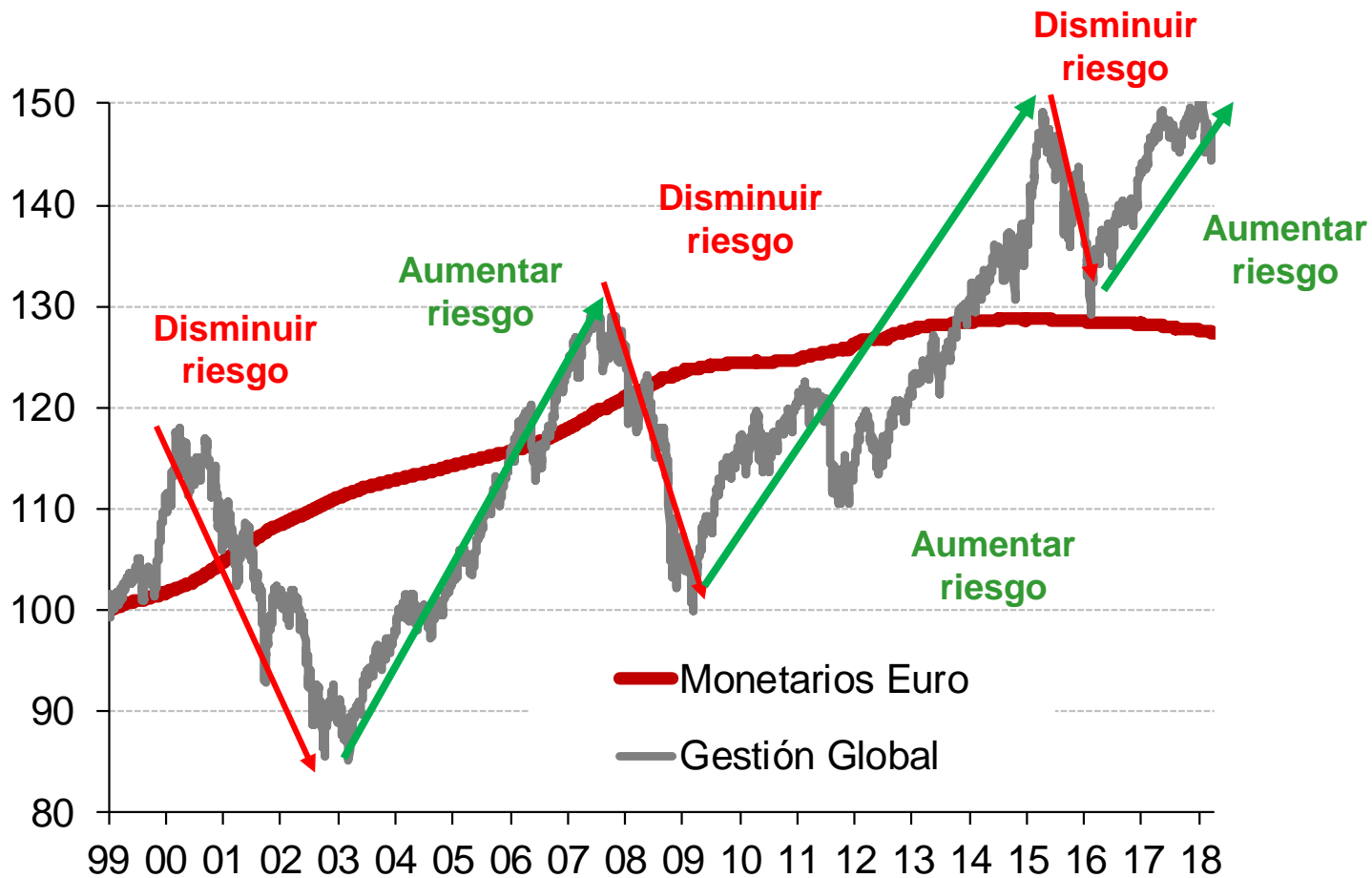
YOUR "PLANS"



THE UNIVERSE'S PLANS FOR YOU



Evolución del índice Afi de fondos de inversión



Moltes gràcies

Afi

Calle Marqués de Villamejor, 5
28006 Madrid España

Afi

+34 915 200 100
www.afi.es
info@afi.es



Afi Escuela de Finanzas

+34 915 200 150 / 180
www.afiescueladefinanzas.es
efa@afi.es



Fundación Afi

+34 915 200 100
www.fundacionafi.org
info@fundacionafi.org



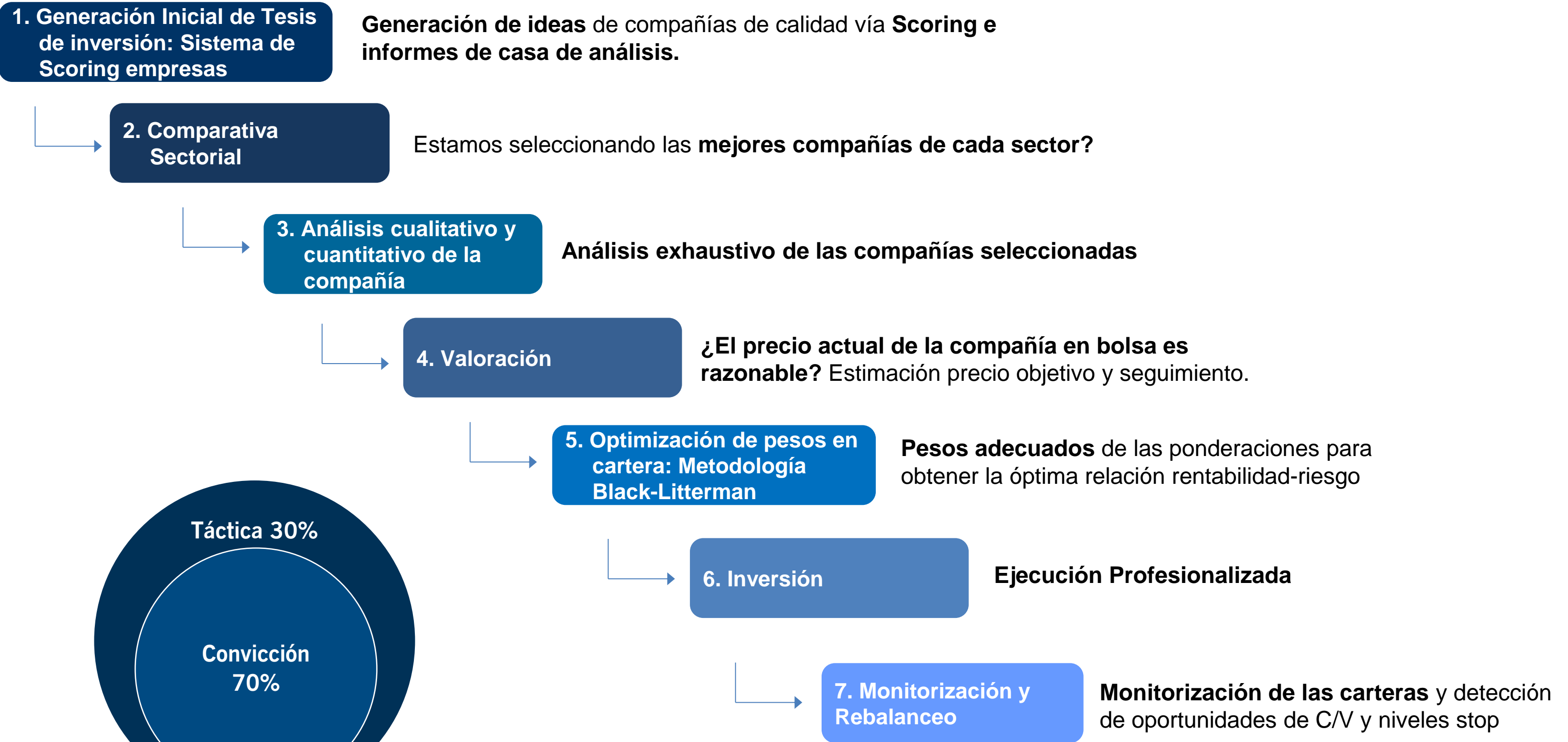


¿Cómo gestionar las inversiones en renta variable en el entorno actual?



Modelo de Gestión

Proceso de Construcción de la Cartera:



Estrategias en la composición de la Cartera

Sistema de scoring inicial

Filtro inicial de compañías que disponemos en nuestra base de datos origen, principalmente **España, Europa, y MSCI World** donde aplicaremos **restricciones con criterios ISR (armas, tabaco, etc..)** y una **capitalización mínima de 1.000 mill. de euros/dólares para Europa y EEUU**, así como 5.000 mill. para Japón y Emergentes (BRIC's, Méjico y Corea).

Abarcamos un **universo aproximado de 3.000 compañías**.

- **Diferentes ratios y diferentes ponderaciones en función del sector**
- **Dos modelo de scoring basado en ratios de balance/rentabilidad y ratios bursátiles**

Scoring Empresa

Objetivo: Selección de empresas de “calidad” con modelos de negocios consolidados y rentables

80% Ratios Balance, Negocio y Rentabilidad

Rentabilidad ROIC	Crecimiento Ventas
Eficiencia	ROE
FFO	ROA
Deuda Neta /EBTIDA	Ratios Liquidez
Free Cash Flow/EBITDA	Margen EBTIDA

+

20% Momentum (principales ratios 3 años)

Scoring Cotización

Objetivo: Análisis de la valoración bursátil actual de la cotización

Ratios Bursátiles (Mercado)

Ratio PER	P/CashFlow
Ratio PEG	EV / EBITDA
Free Cash Flow Yield	Earnings Yield Gap
P/Valor Libros	P/Ventas

¿Cuáles son las empresas bien gestionadas y con un modelo de negocio rentable?

¿Cuáles de estas empresas que cotizan hoy a valoraciones bursátiles razonables?

Sistema de scoring inicial

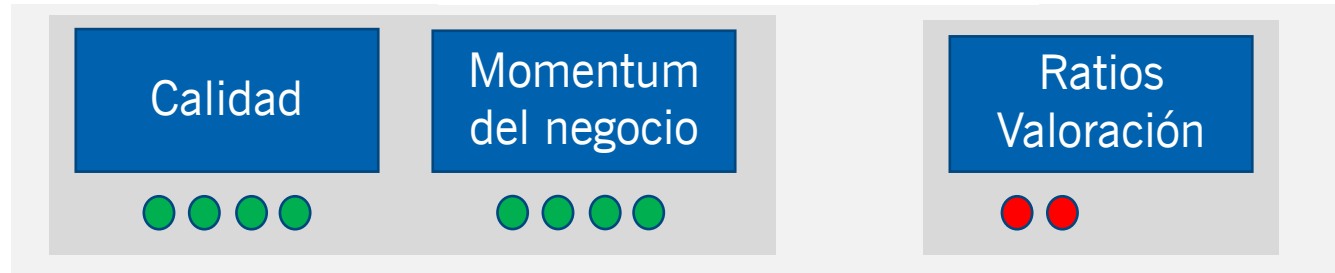
En el análisis del filtro inicial se pueden producir los siguientes casos



Sistema de scoring inicial

Ejemplo: **INDITEX**

2015-2017



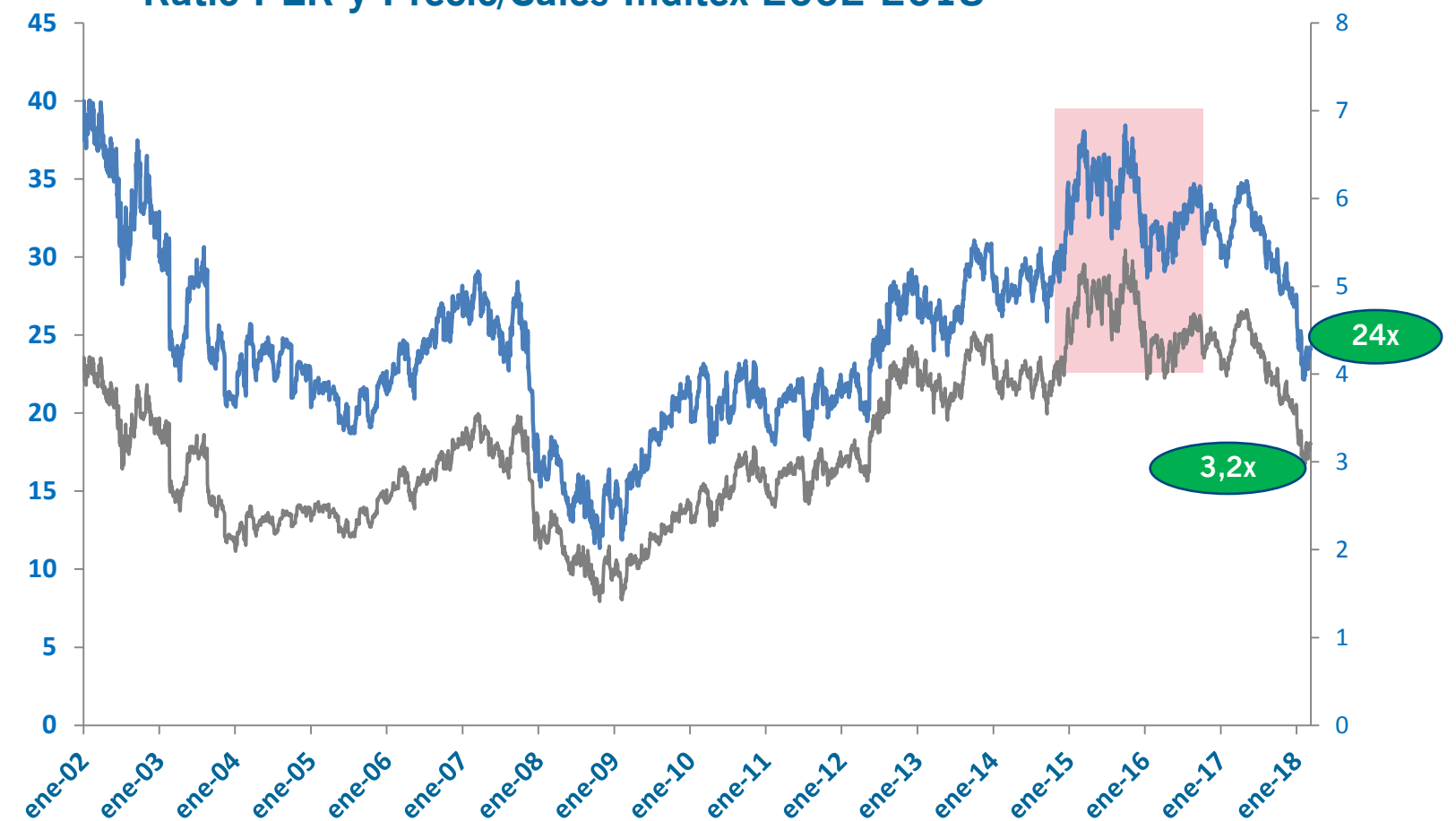
2015-2017

- Pre-Selección de la empresa en base a sus ratios de balance, negocio y rentabilidad
- Exigente valoración bursátil: **Watchlist**

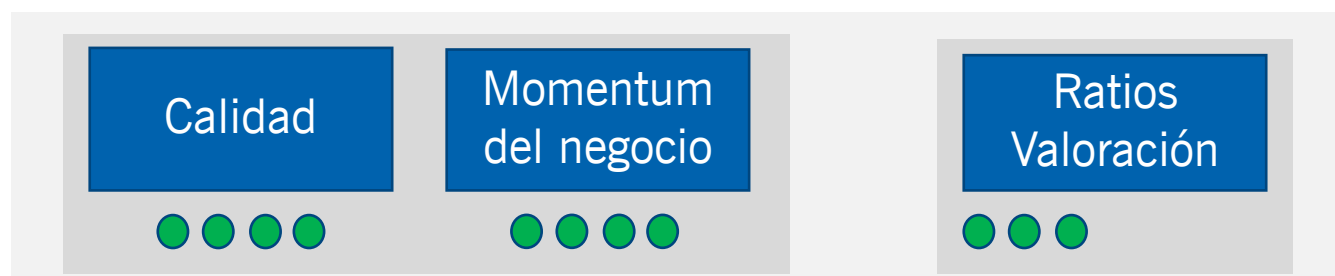
Cotización Inditex 2002-2018



Ratio PER y Precio/Sales Inditex 2002-2018



2018



2018

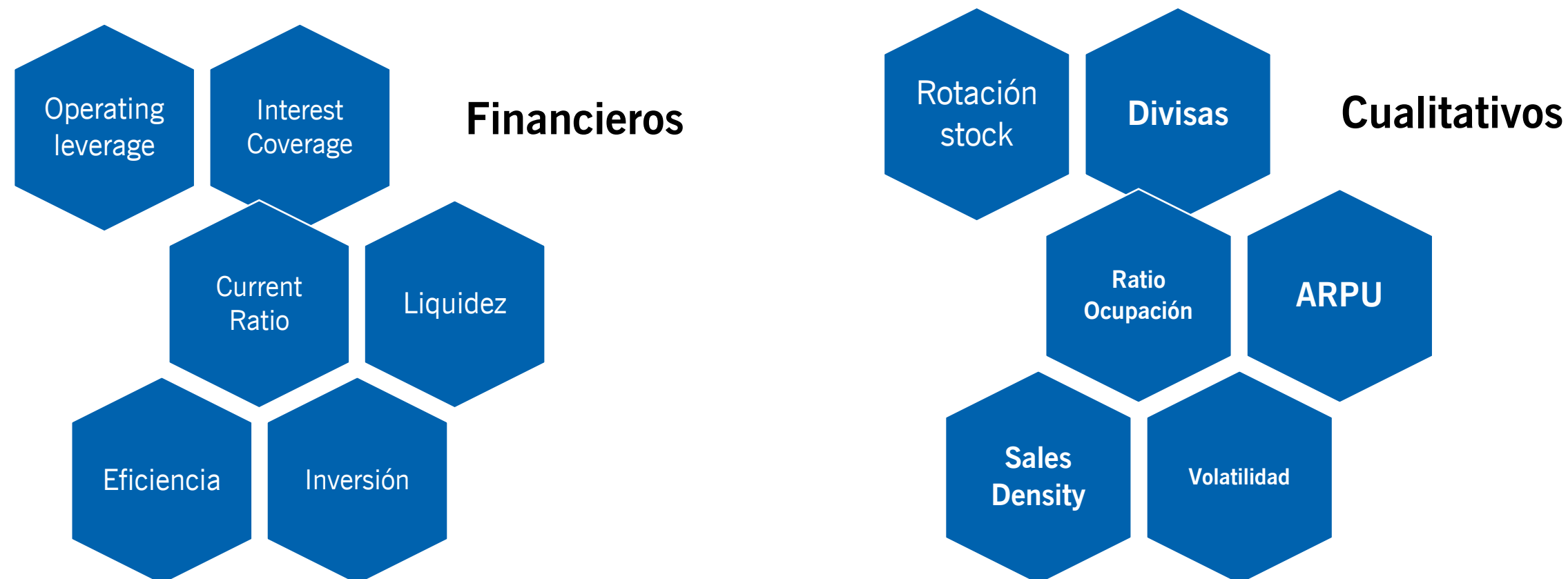
- La corrección de la cotización mejora sensiblemente la valoración de los ratios de valoración bursátil
- **Invertir**

Realizamos un **análisis por múltiplos comparables de las compañías seleccionadas** frente a compañías del mismo sector. La finalidad es:

- **Detectar a las mejores compañías de cada sector**
- **Analizar su valoración relativa al sector**
- **Realizar un análisis comparativo de las fortalezas y debilidades de la empresa pre-seleccionada**

Mediante los comparables, estableceremos una media del sector para determinar si la compañía está **infravalorada o sobrevalorada por ratios comparables frente al sector.**

Drivers sectoriales:



Una vez se seleccionan las compañías con mejor valoración por los filtros de ratios y están infravaloradas frente a sus competidores, procedemos al análisis pormenorizado compañía a compañía.

Análisis Cuantitativo y Cualitativo

- Análisis exhaustivo del **negocio y posicionamiento de la compañía**.
- **Análisis financiero** en profundidad del balance de la compañía, cuenta PyG y resto de estados contables, así como la memoria y Plan Estratégico.
- Concluyendo y **valorando la evolución de las ventas, márgenes y beneficios para analizar su consistencia y proyectar su evolución futura**.
- Incidiremos en el **valor añadido y la rentabilidad de la empresa**
- **Análisis DAFO** sobre el posicionamiento y evolución financiera de las compañías.

1

Magnitudes de Balance, P&G, Flujos y Tasa de descuento

Calidad de los beneficios

Ratio de conversación en Cashflow

Tendencias ratios empresariales

Análisis Eficiencia

Analisis WACC

Equity Risk Premium

Necesidad CAPEX y OPEX

Fase de crecimiento compañía

Análisis Free Cash Flow

2

Financiación y Estructura Financiera

Estructura Financiera Deuda/Equity

Análisis ratios de liquidez

Ratio de Cobertura de Intereses

Operating & Financial Leasing

Necesidad de Fondo de Maniobra

Apalancamiento Operativo

Análisis Dupont

Estabilidad accionistas

Ratings externos

3

Barreras de Entrada, Posición competitiva, Regulación, Estructura del sector

Análisis Porter (Posición competitiva)

Barreras de entrada

Riesgo regulatorio

Plan Estratégico

Equipo directivo

Track-record operaciones M&A

Análisis cíclicidad sector

Principales clientes y proveedores

Pricing Power

Análisis Cuantitativo y Cualitativo

1

Magnitudes de Balance, P&G, Flujos y Tasa de descuento

Calidad de los beneficios

Beneficios “de calidad”:

- **Controlable** (limitado impacto de riesgo de cambio, volatilidad precios materias primas, capacidad para trasladar incremento de precios a clientes)
- **Recurrente** (reducida volatilidad ingresos, capacidad de mejoras en eficiencia)
- **Realizable** (Elevada conversión de ventas en cash)

2

Financiación y Estructura Financiera

Análisis Dupont

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Equity}} = \frac{\text{Margen Neto Ventas}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Eficiencia}}{\text{Total Activos}} \times \frac{\text{Apalancamiento}}{\text{Equity}}$$

3

Barreras de Entrada, Posición competitiva, Regulación, Estructura del sector

Barreras de entrada

Ejemplos de Barreras de Entrada

- **Ventajas en estructura de costes:** cercanía materia prima o mercado destinatario, ventajas tecnológicas, patentes, fuerte inversión inicial
- **Coste de sustitución:** elevado coste de cambio de proveedor (red de ordenadores)
- **Hábitos del cliente:**



Análisis Cuantitativo y Cualitativo

Ejemplo: **ASML**

Compañía tecnológica holandesa con presencia en 60 ciudades de 16 países compuesta por casi 17.000 empleados. **Líder mundial que fabrica equipos productores de semiconductores (chips).**

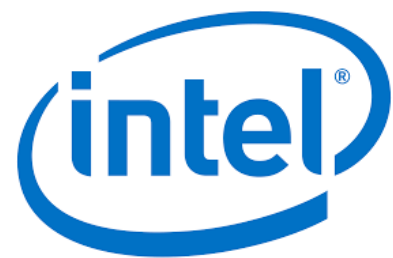


Capitalización: 72.000 M€
 PER 28x ROE 21% Deuda Neta/EBITDA 1x Revalorización 5y +230%

Posicionamiento & Marca

Principales clientes son líderes en su sector y negocio:
 Samsung 26% de las ventas, Intel 22%, TSMC 8%, Micron Technology 7%....

SAMSUNG



Barreras de Entrada & Ventaja competitiva

I+D nueva tecnología EUV, **fuertes inversiones y ventaja competitiva** frente competidores
 Capacidad de **continuidad en la Ley de Moore**



Barreras de Entrada & Posicionamiento

Líder en su sector, con una **cuota de mercado elevada:**
 Entre 30% y 40% en tecnología de inmersión, que es la actual y del 80% en la nueva tecnología EUV.

Proceso de Valoración

1. Modelo de Descuento de Cash Flows

Estimación de un Precio Objetivo para la cotización de la empresa a medio plazo en base a una estimación de ingresos, márgenes, estructura de costes, coste de financiación y crecimiento de los mismos en los próximos años

Inconveniente: Modelo **muy sensible** a variaciones en las múltiples variables introducidas (**Proyección de Ventas, crecimiento largo plazo y tasa de descuento**).

2017	DESCUENTO DE FLUJOS													
Ticker	tef sm equity	Compañía	TELEFONICA SA					Precio Objetivo	13,94 €					
	2012	2013	2014	2015	2016	Trail12M	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	
Ingresos histórico consenso	62.356,0	57.061,0	52.563,9	47.219,0	50.308,0	50.308,0	51.683,7	53.050,2	53.816,3	55.269,4	56.105,8	56.186,0	#N/A N/A	
% YoY (consenso)		-8,5%	-7,9%	-10,2%	6,5%	0,0%	2,7%	2,6%	1,4%	2,7%	1,5%	0,1%		
Ingresos estimados							51.314,2	52.340,4	53.387,3	54.455,0	55.544,1	56.655,0		
% YoY							2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%		
Coste Ingresos	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	24.650,9	25.325,0	25.994,6	26.370,0	27.082,0	27.491,9	27.531,1		
% de Ventas						49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%		
Beneficio Bruto						25.657,1	26.170,2	26.693,6	27.227,5	27.772,0	28.327,5	28.894,0		
% Margen						0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51		
Gastos Operativos	51.735,0	47.823,0	37.296,0	53.402,0	48.330,0	#N/A N/A	20.673,5	21.220,1	21.526,5	22.107,8	22.442,3	22.474,4		
% de Ventas	83,0%	83,8%	71,0%	113,1%	96,1%		40%	40%	40%	40%	40%	40%		
% YoY		-7,6%	-22,0%	43,2%	-9,5%			2,6%	1,4%	2,7%	1,5%	0,1%		
Resultado Explotación	10798	9450	6351	3525	5469	5294	5.496,7	5.473,5	5.701,0	5.664,3	5.885,2	6.419,6		
% Margen	17,3%	16,6%	12,1%	7,5%	10,9%	10,5%	10,6%	10,3%	10,6%	10,2%	10,5%	11,4%		
Impuestos	2690,3	1972,8	537,2	603,1	1425,8	1380,2	1433,0	1427,0	1486,3	1476,7	1534,3	1673,7		
% Tax Rate	24,9%	20,9%	8,5%	17,1%	26,1%	26,1%	26%	26%	26%	26%	26%	26%		
NOPAT	8107,7	7477,2	5813,8	2921,9	4043,2	3913,8	4063,7	4046,5	4214,7	4187,6	4350,8	4746,0		
% Margen	13%	13%	11%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%		
Depreciación + Amortiz.	10433	9627	7430	9704	9649	9649	9749,7	9944,7	10143,6	10346,4	10553,4	10764,4		
	17%	17%	14%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%		
Capital Expenditure	-9481	-9674	-8305	-10256	-9187	-9187	-9237	-9558	-9749	-9944	-10143	-10346		
	15%	17%	16%	22%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%		
Changes in Net Working Capital	460	5030	-4545	-166	155	0	0	0	0	0	0	0		
	0,7%	8,8%	-8,6%	-0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Changes in Net Long Term DTL	4788	3063	2566	2550	2395	0	0	0	0	0	0	0		
	7,7%	5,4%	4,9%	5,4%	4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Free Cash Flow	13387,7	5463,2	12049,8	5085,9	6745,2	4375,8	4576,8	4433,1	4609,0	4589,7	4761,0	5164,4		
						4151								
Tax Expense	1461	1311	260	155	846	818	770	785	801	817	833	850		
	2,3%	2,3%	0,5%	0,3%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		
Net Borrowing	-398	-5711	-1603	1609	-220	0	-	-	-	-	-	-		
Effective Tax Rate	24,9%	20,9%	8,5%	17,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%		
Free Cash Flow Equity	11893	-1285	10209	6566	5900	3771	4008	3853	4017	3986	4145	4536		
% Free Cash Flow a descontar							75%	100%	100%	100%	100%	100%		
							1,05	1,15	1,23	1,31	1,40			
Shares Outstanding	5037,805						3.808,09	3.364,32	3.277,94	3.039,46	2.953,79	53.770,62	70.214,22	
Price	13,94 €							1,1236						

Teniendo en cuenta **las limitaciones** de este modelo, aplicamos su metodología también para:

- **Sensibilidad:** Definir matrices de sensibilidad del Precio Objetivo a modificaciones en las estimaciones de cashflows, coste de financiación, crecimiento de ventas
- **Análisis precio actual:** Analizar que estimación de las principales variables están descontados actualmente en el precio de mercado
- **Escenarios conservadores:** basados en fuertes reducciones de ventas o incremento de costes






Proceso de Valoración

2. Modelo de Múltiplos Comparables

Estimación de rango de precios objetivo en base a una **comparativa de los distintos ratios bursátiles** de la compañía con los de sus principales empresas comparables del sector.

Inconveniente: Comparativa sin tener en cuenta características específicas de cada compañía. Ofrece únicamente una estimación.

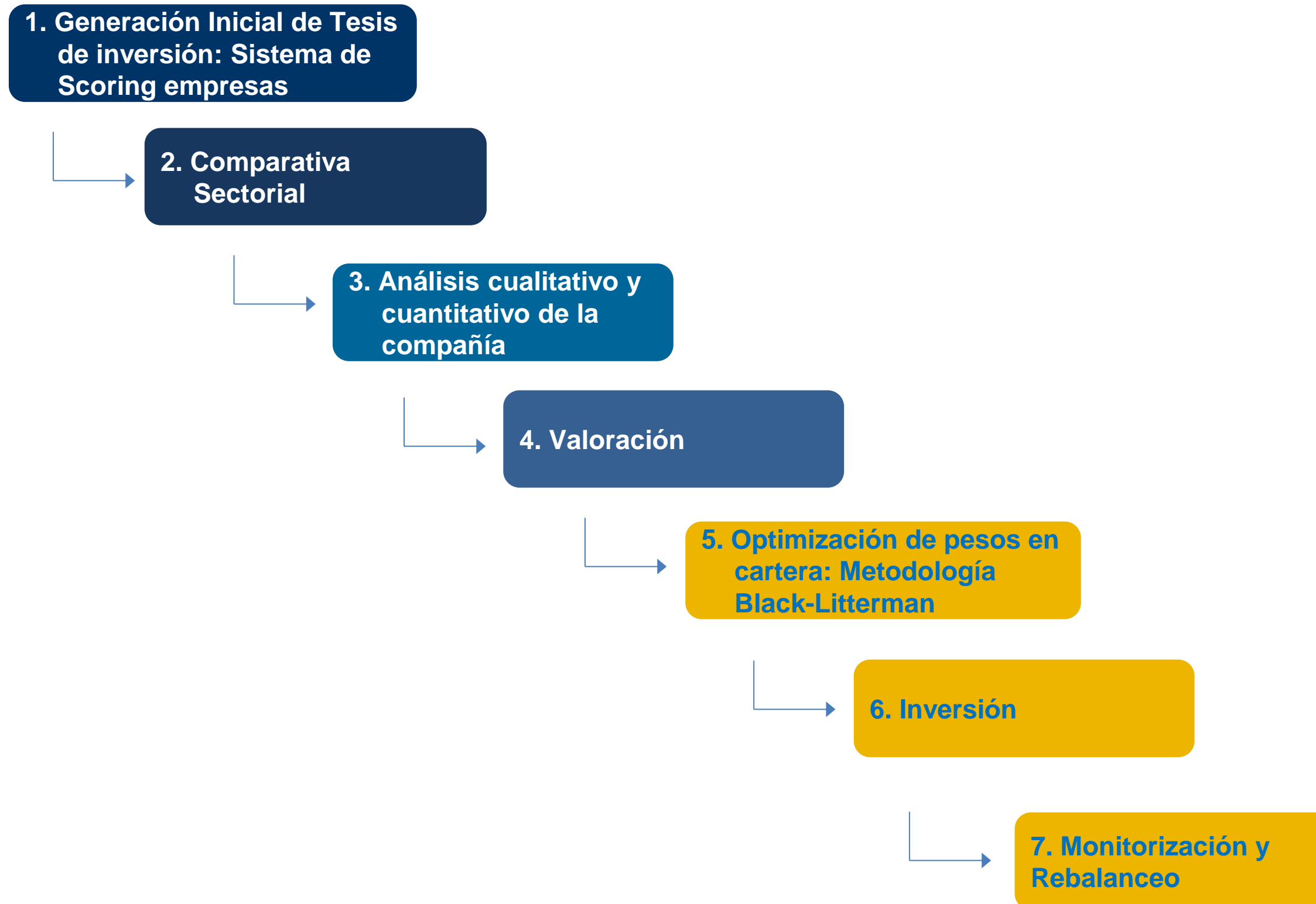
Ejemplo: Sector Telecomunicaciones

						Media Sector
PER	11x	15x	8.5x	13x	10x	11.5x
EV / EBITDA	6.0x	7.8x	5.2x	7.2x	6.9x	6.6x
Price / Sales	0.8x	1.1x	0.9x	1x	1.3x	1.02x
Dividend Yield	4.5%	3.5%	3.0%	2.5%	3.0%	3.3%

Aplicación del modelo de Múltiplos Comparables

- Segunda **fuentes de información** para la estimación de un potencial de revalorización de una acción
- Fuente de información del **análisis de importantes diferencias** entre múltiplos de empresas comparables.
- Método de análisis del **“ánimo de mercado”** para un determinado sector

Proceso de Construcción de la Cartera:



La diversificación de la cartera **NO** es:



“...Sí cariño, he hecho caso a mi asesor financiero y he diversificado nuestra cartera. He invertido en varias acciones como **Exxon, PetroChina, Shell, BP, Total, Lukoil, Petrobras, Repsol...**”

Invertir en **muchas empresas con características similares** (sector, mercado destino, riesgo regulatorio, riesgo materias primas, etc.). **RIESGO CONCENTRACIÓN**

Crear una cartera con **multitud de empresas** para reducir la exposición por compañía

Incorporar acciones con **limitado potencial de revalorización** sólo por la elevada aportación en cuanto a reducción de riesgo de la cartera

Proceso de Optimización de la Cartera

¿Cómo funciona la optimización de la cartera?

La optimización se basa en la **correlación entre** las acciones seleccionadas. El coeficiente de **correlación** entre dos acciones mide en **qué grado el precio de ambas acciones tienden a moverse en la misma dirección y en la misma intensidad**. La combinación en una cartera de acciones con **correlación reducida** genera una importante reducción de la volatilidad de esta cartera sin renunciar a expectativa de rentabilidad.

Ejemplo de correlaciones entre valores

	Telefónica	Iberdrola	Acerinox	ArcelorMittal	Red Eléctrica
Telefónica	--	57%	28%	27%	49%
Iberdrola	57%	--	8%	11%	71%
Acerinox	28%	8%	--	54%	7%
ArcelorMittal	27%	11%	54%	--	3%
Red Eléctrica	49%	71%	7%	3%	--

Si NO optimizamos la cartera

No conseguimos un binomio rentabilidad / riesgo óptimo. Asumimos mayor riesgo que en caso de una cartera optimizada:

Peso	Valor	Volatilidad
20%	Telefónica	22%
20%	Iberdrola	21%
20%	Acerinox	23%
20%	ArcelorMittal	28%
20%	Red Eléctrica	17%
	TOTAL CARTERA	21%

Si optimizamos la cartera

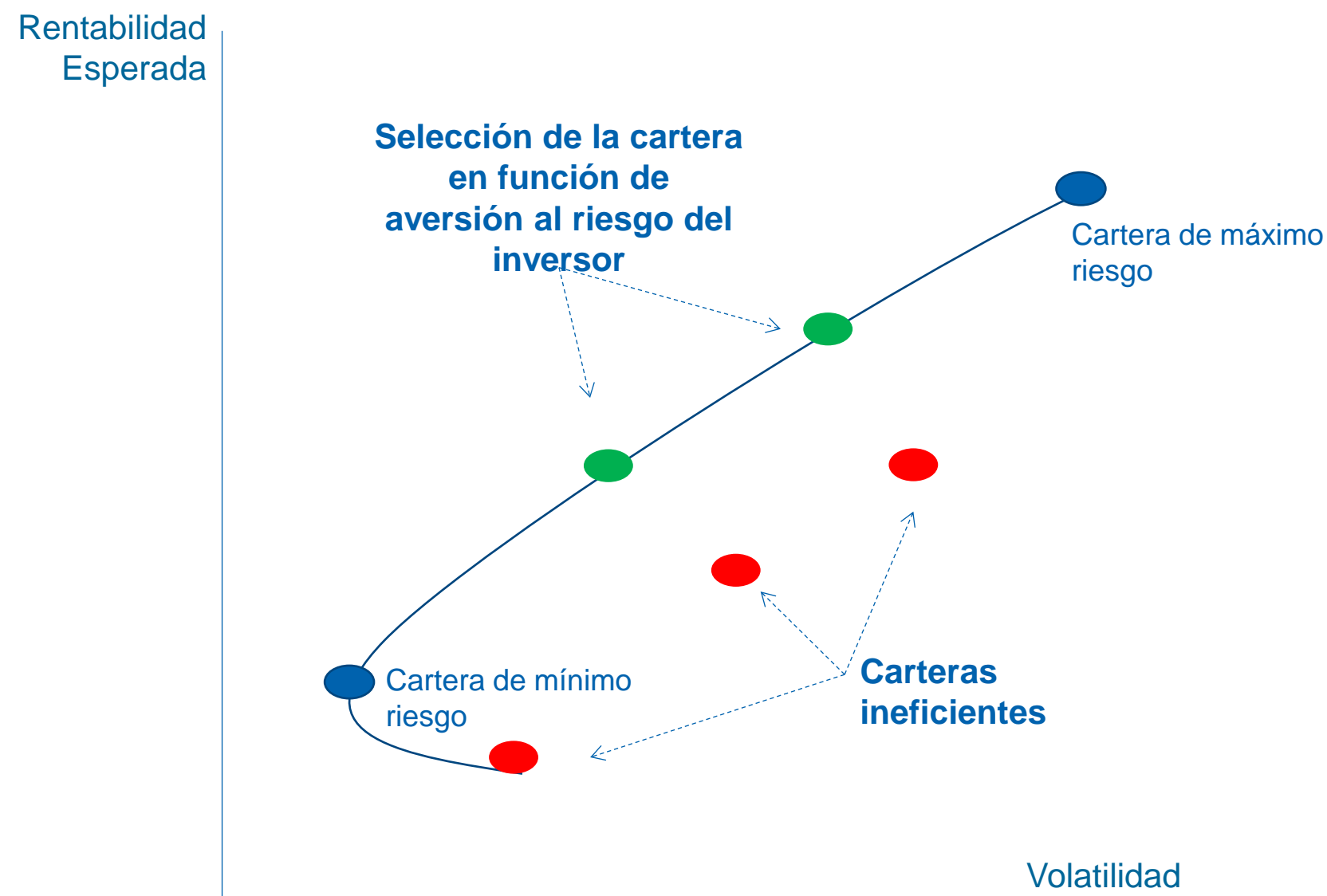
Conseguimos una reducción de la volatilidad de la cartera.

Peso	Valor	Volatilidad
14%	Telefónica	22%
26%	Iberdrola	21%
10%	Acerinox	23%
27%	ArcelorMittal	28%
23%	Red Eléctrica	17%
	TOTAL CARTERA	17%

De la optimización clásica de Markowitz a Black Litterman

El **modelo clásico** de optimización de carteras de **Markowitz** (1952, MIT Chicago) se basa en la idea de la **Frontera Eficiente**; el conjunto de combinaciones de las acciones en cartera que ofrece el **mínimo nivel de volatilidad** para cada nivel de rentabilidad esperada.

Mínimo nivel de volatilidad para cada nivel de rentabilidad esperada



La teoría de Markowitz tiene varios inconvenientes:

- Modelo muy **sensible** al valor de las **variables** introducidas: **rentabilidad esperada**, volatilidad y correlación.
- **No permite incorporar la visión del gestor**
- La optimización puede generar **unos resultados extremos** (peso muy elevado o muy reducido para determinadas acciones en cartera)

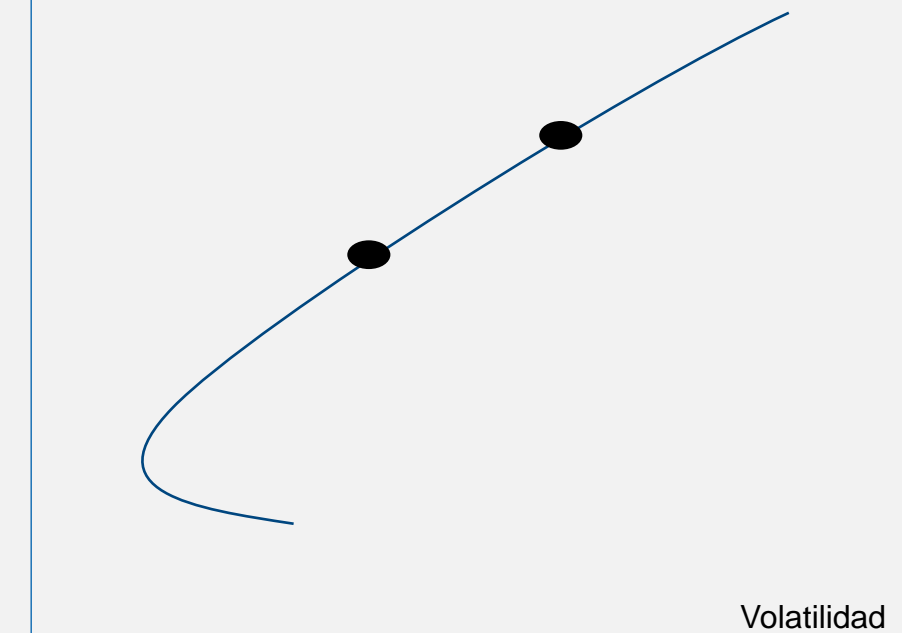
Valor	Peso Recomendado por Markowitz
Telefónica	30%
Iberdrola	1%
Acerinox	9%
ArcelorMittal	50%
Red Eléctrica	10%
TOTAL CARTERA	100%

De la optimización clásica de Markowitz a Black Litterman

De la sencilla frontera eficiente de Markowitz (1952)...



Rentabilidad Esperada



...al modelo matemático de optimización de carteras de Black & Litterman (1990)

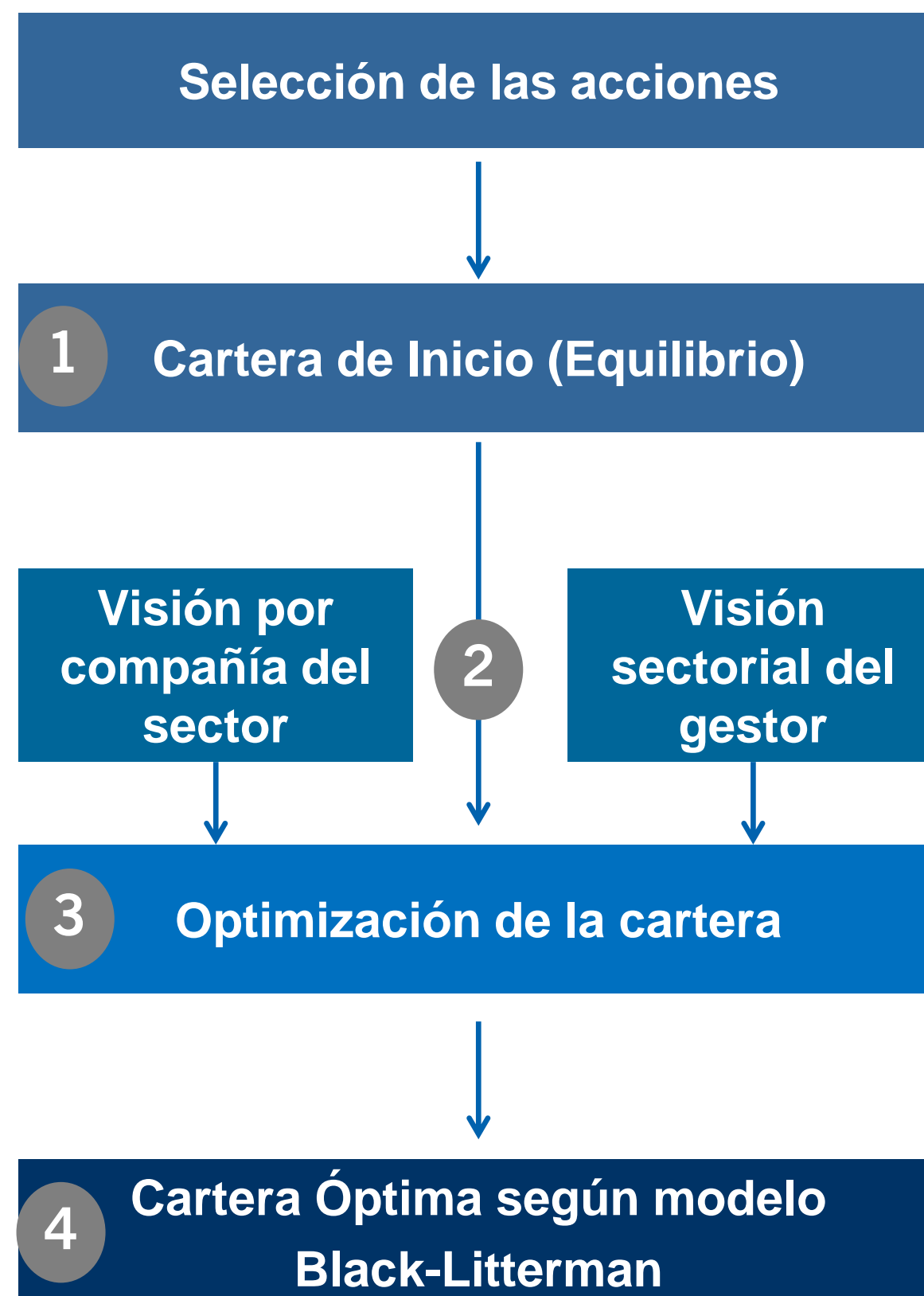


$$NR[E] = [(\tau C)^{-1} + P' \Omega P]^{-1} * [(\tau C)^{-1} R[E] + P' \Omega^{-1} Q]$$

- NR[E] Vector de rentabilidades implícitas según la visión del gestor
- R[E] Rentabilidad esperada obtenida previamente del equilibrio
- C Matriz de covarianzas
- t Factor de ajuste según "confianza" en el modelo
- P Matriz de acciones seleccionadas
- Q Matriz con las estrategias cuantificadas
- Ω Factor de incertidumbre / volatilidad del modelo

De la optimización clásica de Markowitz a Black Litterman

El modelo de Black y Litterman (1990, Goldman Sachs), matemáticamente más complejo, desarrolla y mejora el modelo clásico de Markowitz de varias maneras:

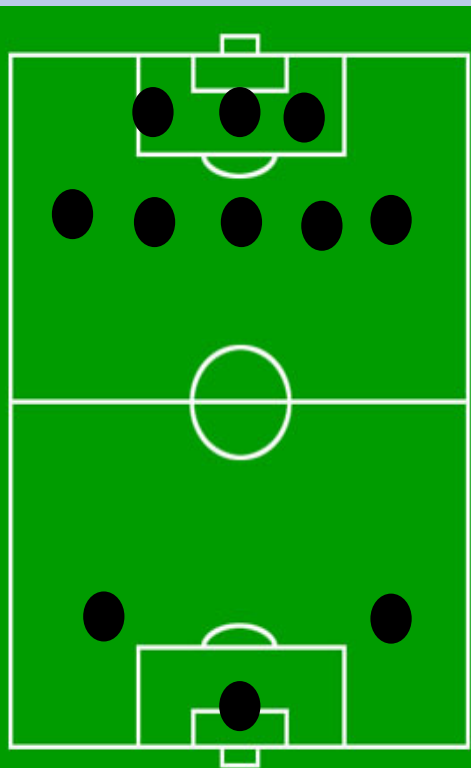


- 1 El modelo se basa en una **distribución de equilibrio** de los pesos de las acciones seleccionadas en cartera con el **objetivo de evitar resultados extremos**
- 2 Incorporamos **las visión del equipo de gestión** en el proceso de optimización y búsqueda de pesos
- 3 **Optimización** de la cartera en base a volatilidad, correlación y matriz de **rentabilidades implícitas** calculadas por el modelo
- 4 **Creación de la cartera óptima, tanto desde el punto de vista:**
 - **cuantitativo (rentabilidad/riesgo)**
 - **de lógica financiera**
 - **de la visión del equipo de gestión**

Modelo de Optimización de Carteras de Black-Litterman

I. Optimización del equipo (cartera) según optimización clásica de Markowitz

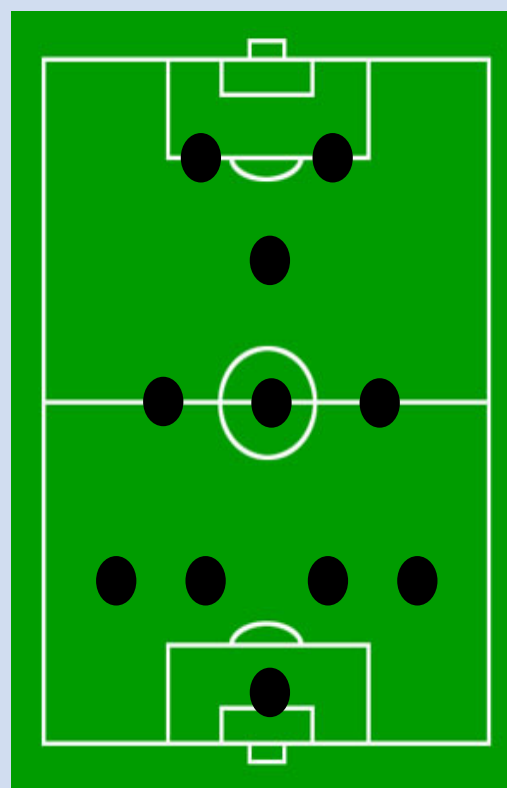
La **optimización clásica** (Markowitz) en base a las características de los jugadores y expectativa de goles **puede generar resultados muy extremos y poco realistas.**



Acción	Peso en Cartera
Telefónica	1%
GRIFOLS	1%
Viscofan	7%
enagas	1%
ACS	90%

II. Black-Litterman: Mejor partimos de una situación de equilibrio...

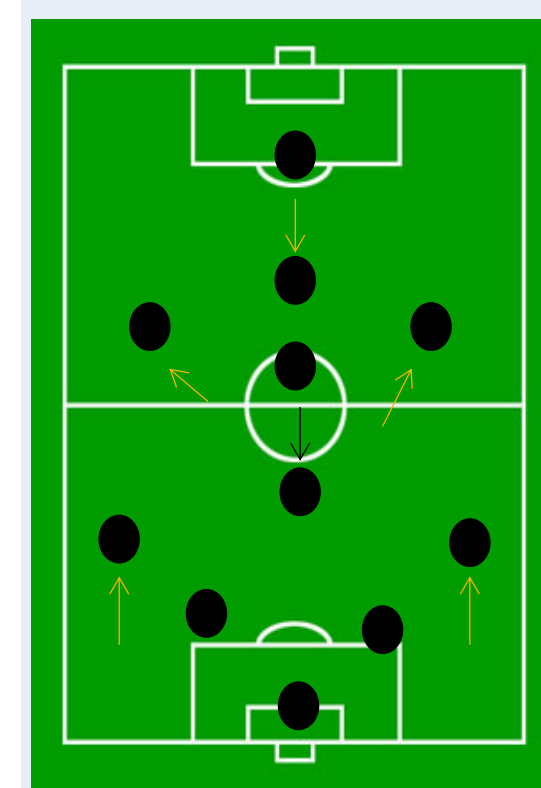
La metodología Black Litterman, mejora el modelo de Markowitz y **empieza con una situación de equilibrio**: un sistema de juego 4-3-3 en base a la que se aplica el proceso de optimización del equipo.



Acción	Peso en Cartera
Telefónica	20%
GRIFOLS	20%
Viscofan	20%
enagas	20%
ACS	20%

III. Y optimizamos en base a la alineación de equilibrio aplicando nuestra visión de juego y nuestros jugadores.

El proceso de optimización de BL se basa en la alineación 4-3-3 y **permite introducir nuestra visión** del equipo y juego: estado de forma, sistema del equipo contrario, lesiones, etc. con lo que se consigue una alineación (cartera) **realista, óptima** y ajustada a la **visión** del entrenador (gestor)



Acción	Peso en Cartera
Telefónica	23% ↑
GRIFOLS	17% ↓
Viscofan	22% ↑
enagas	20%
ACS	18% ↓

INVERSIÓN

GDC Bolsa Premium

Servicio Gestión Discrecional Bolsa Premium

Un nuevo servicio de gestión discrecional de carteras
de renta variable de Caja de Ingenieros



INVERSIÓN

GDC Bolsa Premium

Equipo de gestión cualificado con 15 años de experiencia y con plena dedicación

Acceso a herramientas de gestión y monitorización

Acceso a mercados en tiempo real

Modelo de selección y gestión de las inversiones en renta variable

Avanzado modelo matemático de optimización de la cartera

Flexibilidad y agilidad de la gestión en entorno económico-financiero cambiante

Mejor ejecución de las transacciones en los mercados financieros

Gestión personalizada, adaptada a su perfil inversor y requerimientos de inversión

Acceso en tiempo real a noticias e información financiera

Carteras

Cartera Nacional

- Acciones cotizadas en el **Mercado Continuo** de la Bolsa de Valores Española
- Posición de liquidez de entre mínimo 3% y máximo 10% del patrimonio gestionado

Cartera Internacional

- Acciones cotizadas en las bolsas de la **Unión Europea** +el resto de países de **MSCI World**
- **Máximo 30% exposición a divisa extranjera**
- Posición de liquidez de entre mínimo 3% y máximo 10% del patrimonio gestionado

Gestión Personalizada

Gestión personalizada de su cartera. Posibilidad de indicación de restricciones de inversión

Criterios ISR

Se excluirá de la inversión a aquellas empresas fabricantes de **armas, explosivos, vehículos militares** o fabricantes de componentes para la industria militar, fabricantes de **tabaco** y otras compañías con ingresos del sector tabaco.

Modelo de gestión

- Scoring inicial > 3.000 empresas a selección de >20 ratios financieros
- Análisis comparativo sectorial
- Análisis cuantitativo y cualitativo (due diligence)
- Valoración de la empresa en base a Descuento de Cash flows y Múltiples Comparables
- Optimización de la cartera según metodología Black-Litterman

Gestión Dinámica del Presupuesto de Riesgo

Gestión dinámica del presupuesto de riesgo de la cartera en base a metodología Value at Risk (VaR)

Importe Mínimo

50.000 Euros

Información personalizada

- Informe mensual de **gestión** (detalle de patrimonio, operaciones realizadas, nivel de riesgo, rentabilidad)
- Posibilidad de generación de **informe discrecional** (fecha-fecha)
- **Ficha técnica** con información detalle de las **5 mayores posiciones** en cartera
- Información sobre detalle de posiciones en cartera

Banca ONLINE

