

# Gestion@

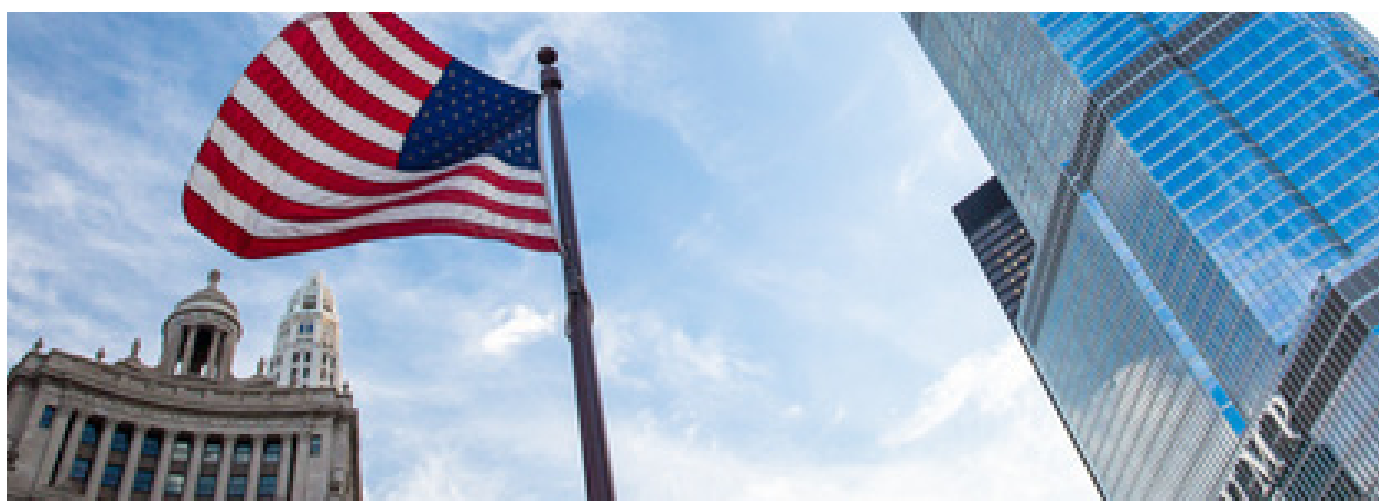
Novembre/Desembre 2018

Publicació  
bimestral **exclusiva**  
per a **inversors**

## Tendències de fons

---

# Bufen vents de canvi



El setembre i, sobretot, l'octubre ens han ofert un nou episodi de volatilitat fruit del nerviosisme que hi ha en els mercats financers actualment. Aquest nerviosisme es fonamenta en l'enorme liquiditat injectada pels bancs centrals arran de la gran crisi financera (2008) i la conseqüent dispersió en el preu dels actius financers.

La injecció de liquiditat arran dels experiments econòmics duts a terme pels diferents bancs centrals ha permès, en major o menor mesura, tancar el diferencial entre el creixement actual de les economies i el seu creixement potencial. El creixement actual de l'economia nord-americana es troba per sobre d'aquest potencial, i el creixement mundial de l'economia ha tornat a nivells de mitjana gràcies, en part, a la fortalesa de la demanda subjacent i a la recuperació del creixement en els països emergents. Precisament, aquesta velocitat de creuer assolida pels EUA durant els últims anys ha permès a la seva autoritat monetària iniciar un cicle més restrictiu en l'oferta monetària, cicle que es va iniciar el 2015 amb l'anunci del president de la Reserva Federal en aquell moment, Ben Bernanke, sobre el tapering (o inici de la reducció dels programes expansius) i que continua vigent avui dia amb les pujades successives de tipus d'interès de referència fins a assolir el rang 2-2,25% en la data de redacció (encara que probablement veurem una nova pujada de cara a final d'any seguida d'entre dos i tres el 2019).

A causa que el dòlar es manté com a principal moneda de reserva internacional, la majoria de finançament s'estableix en dòlars i sota les seves condicions monetàries. **Precisament, el gradual però constant enduriment de les condicions de finançament ha provocat que els actius en dòlars americans siguin més atractius, i que aquells actius amb alts rendiments que els inversors van utilitzar en èpoques de reduïts tipus d'interès no siguin tan desitjables.**

## Tendències de fons

---

El fenomen Trump també ha tingut un impacte rellevant des que va ser elegit en les eleccions presidencials de novembre de 2016. A través d'una retòrica agressiva, bàsicament la seva repercussió ha procedit de dues vies: [la comercial i la fiscal](#). Per la banda comercial, el nou mandatari ha aconseguit renegociar el tractat NAFTA amb aliats comercials històrics com Canadà i Mèxic i, sobretot, s'ha embarcat en una lluita per ajustar el dèficit comercial que manté amb determinades potències, principalment amb la Xina. Així, el Govern va anunciar la implementació d'aranzels a dos grans paquets de productes xinesos: el primer, per valor de 50.000 milions d'USD, i el segon, per valor de 200.000 milions d'USD, supeditant un tercer paquet de 250.000 milions d'USD a les negociacions que puguin mantenir entre les dues parts. Sens dubte, una aposta decidida envers el seu proveïdor comercial més gran i que està causant estralls en l'economia xinesa, ja que el país nord-americà representa fins a un 15% de les seves importacions.

No obstant això, aquestes decisions poden tenir repercussions molt més profundes i no desitjades per als mateixos nord-americans. Encara que, en primer lloc, indústries no eficients, com per exemple la siderúrgica, s'haurien de veure beneficiades, ja que d'un dia per l'altre es tornen competitives, els efectes de segona ronda fruit de l'encariment dels costos productius a totes les cadenes de valor podrien ser molt més perjudicials que els beneficis inicials.

*Aquest fet generaria ineficiències en l'assignació de capital, colls d'ampolla i inflació, els efectes dels quals es poden veure amplificats per l'entorn actual de plena ocupació i restricció en la matèria de política monetària.*

Adicionalment, el Govern de Trump va materialitzar un pla fiscal expansiu amb la reducció dels tipus impositius tant a particulars (simplificació de 7 a 3 trams impositius, fet que redueix el tipus màxim i n'eleva el mínim) com a empreses (reducció de l'impost de societats del 35% al 20%). Resulta especialment interessant la possibilitat de reducció impositiva a la repatriació de capitals. Gràcies a aquesta bateria de mesures, el benefici per acció de les companyies nord-americanes creixerà a taxes per sobre del 20% en aquest tercer trimestre de l'any, després de créixer a taxes properes al 25% en els dos trimestres anteriors, la qual cosa suposa la taxa de creixement de beneficis més gran per acció des de la gran crisi financera.

[Aquesta solidesa en el to empresarial nord-americà ha ajudat el millor comportament relatiu davant la resta del món en els últims anys \(incloent-hi matèries primeres\).](#)

Com a argument sobre l'acompliment, cal destacar que els beneficis per acció de les companyies americanes s'han incrementat en més d'un 70% des de mitjan de 2007, justament a l'inici de la gran crisi financera, mentre que els beneficis per acció de les companyies europees es troben aproximadament un 10% per sota dels mateixos nivells<sup>1</sup>.

Si creiem en la teoria de la reversió a la mitjana<sup>2</sup>, l'acompliment actual del mercat nord-americà davant la resta de mercats (especialment Europa i Emergents) no hauria de ser sostenible en el llarg termini, sobretot tenint en compte la mida que han adquirit les companyies líders als EUA (Apple i Amazon superen 1 bilió d'USD de capitalització borsària a tancament de setembre, pràcticament el doble de la capitalització sencera de l'IBEX 35 cada una o per sobre de la capitalització sencera d'índexs de països integrants del G-10 com Brasil o Rússia).

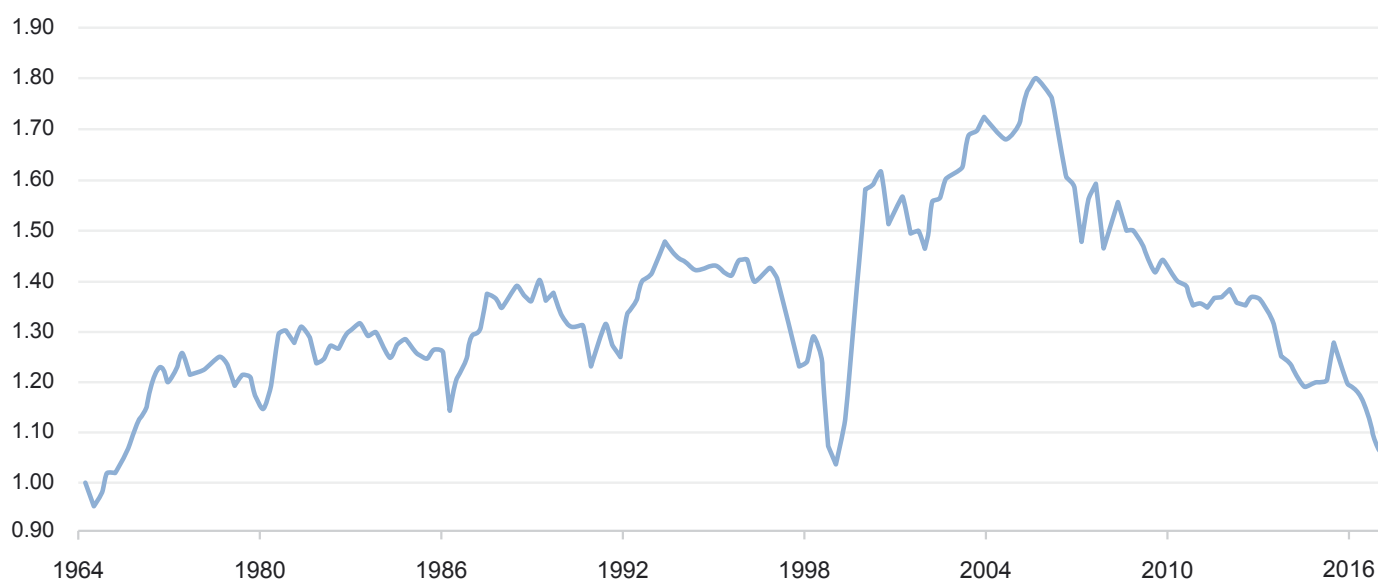
## Tendències de fons

---

Per ser conscients de l'impacte, les principals companyies tecnològiques de l'S&P 500 han incrementat en més de 2,3 bilions d'USD la seva capitalització borsària en només dos anys i mig<sup>3</sup>. Aquest punt ens dona peu a considerar que el millor acompliment de companyies catalogades com a growth enfront de companyies catalogades com a valor hauria d'estar a punt de finalitzar. De fet, i malgrat el comportament recent, les accions d'estil valor han obtingut històricament un millor acompliment que les accions d'estil creixement en el llarg termini, per la qual cosa, si es compleix la reversió a la mitjana i ens creiem que la història no es repeteix, però s'hi assembla, podem estar davant d'un punt d'inflexió en el comportament regional.

---

### MSCI World Index to Growth Index Ratio. 1974 - 2018



Font: Bloomberg

Per això, a nivell de gestió i degut precisament a les fortes revaloracions experimentades en les cotitzacions de companyies de creixement abans de l'estiu que van reduir significativament el marge de seguretat d'algunes idees, es va aprofitar per desfer selectivament aquelles idees amb menys potencial i incrementar puntualment el nivell de liquiditat en les carteres. En un entorn en què les oportunitats són cada vegada més difícils, creiem convenient actuar amb disciplina i mirar cap al futur amb cautela, però de forma optimista.

[Les correccions recents de mercat estan generant oportunitats d'inversió que anirem aprofitant de forma selectiva durant els propers mesos](#), si bé no descartem una volatilitat més alta a mesura que els EUA s'apropin a una desacceleració (fins i tot recessió?) a partir de 2020.

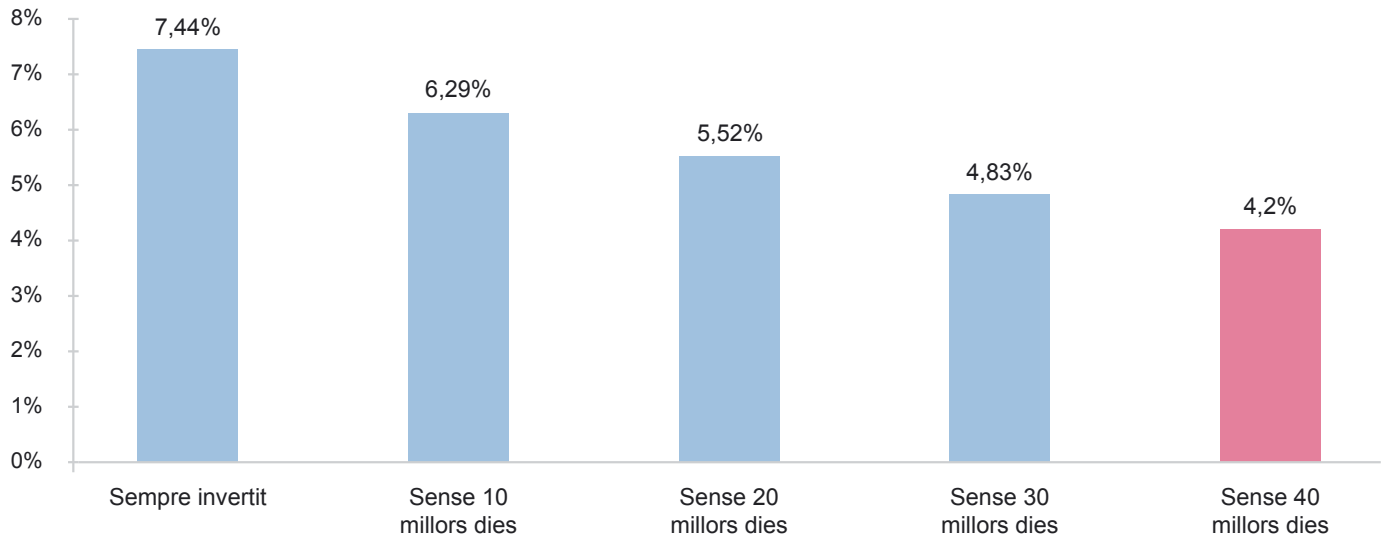
Encara que de vegades no sapiguem què ens oferirà el futur i, per tant, ens encomanem del mal sentiment que es respira en els mercats, és important tenir un decàleg sobre [què no hem de fer en moments de turbulència](#) amb l'objectiu de no empobrir els retorns de les nostres inversions en el llarg termini.

## Tendències de fons

---

Tot seguit, detallem algunes pistes que considerem interessants per poder facilitar-nos la vida durant els propers mesos.

1. **A llarg termini**, els actius de renda variable són els que produeixen millors acompliments ajustats per inflació.
2. **Pèrdua de millors sessions**. Deixar-se portar per les emocions pot tenir un impacte molt significatiu en el retorn a llarg termini de les carteres dels inversors. El següent gràfic ens revela el cost real d'intentar predir el mercat.



Font: Bloomberg. CIG. Dades històriques S&P 500 des de 1951.

3. **Gestió activa vs. passiva**. Amb el repunt dels nivells de volatilitat, la rigidesa de les assignacions en els vehicles de gestió passiva pot resultar un llast davant la flexibilitat dels vehicles de gestió activa.

1 Font: Bloomberg. Dades de beneficis per acció dels índexs S&P 500 i DJ Stoxx 600 des del mes de juny de 2007 fins al mes de setembre de 2018.

2 Concepte estadístic en què un fet extrem tendeix a aproximar-se a la mitjana quan es realitzen successius mesuraments. Aquest concepte va ser desenvolupat per Francis Galton l'any 1886.

3 La suma de les companyies Facebook, Amazon, Apple, Netfil, Spotify, Alphabet, Intel i Microsoft han vist com les seves capitalitzacions borsàries s'incrementaven en 2,31 bilions d'USD des del mes de gener de 2016 fins al mes de setembre de 2018.

# CE Renda, FI

En un entorn de tipus d'interès baixos, les alternatives d'inversió que enfoquen la seva estratègia en actius amb vocació de generació de rendes ofereixen protecció a l'inversor. **Caixa Enginyers Renda** s'adapta a aquest perfil a través d'una cartera multiactiu que permet obtenir rendiments atractius gràcies a la inversió en renda variable, en REIT o actius vinculats al sector immobiliari i en renda fixa. El fons permet al participat obtenir una **renda anual del 2%** i, addicionalment, beneficiar-se dels increments de capital associats a la seva inversió en el llarg termini.

Es tracta d'un fons amb vocació de **renda variable mixta internacional**, i la seva exposició a renda variable està entre el 65%-75%, principalment en companyies de mitjana/alta capitalització amb balanços sanejats i models de negoci sostenibles. Actualment, el 81% de l'esmentada exposició es concentra en empreses que reparteixen dividendes elevats, mentre que el 19% restant es destina al sector immobiliari que, a través de la seva naturalesa, genera rendes periòdiques i recurrents que distribueix entre els seus accionistes.

El 25%-35% restant del patrimoni es destina a la inversió en valors de renda fixa de companyies amb elevada qualitat creditícia i solvència. La cartera de renda fixa es manté amb durades reduïdes per minimitzar el risc de tipus d'interès.

L'enfocament cap a la **preservació de capital** sobre la qual se sustenta el fons es basa en 3 pilars:

- **Renda Variable Alt Dividend.** Companyies amb models de negoci sòlids i rendibilitats per dividendes elevades, sostenibles en el temps i amb potencial de creixement significatiu.
- **REIT o actius vinculats al sector immobiliari,** l'aportació dels quals es fonamenta en la inversió en accions de companyies que generen rendes periòdiques provinents de lloguers o altres contractes d'arrendament periòdic. Addicionalment, aquests actius han ofert de forma històrica descorrelació amb la resta d'actius tradicionals.
- **Renda fixa Sostenible** a través d'emissors solvents, amb sòlids balanços i capaços d'assegurar financerament el pagament als seus creditors. La inversió s'enfoca en el tram curt- mitjà de la corba de tipus per minimitzar la sensibilitat als tipus d'interès sense penalitzar el vector rendibilitat-risc.

<b>Top 10 Holdings Renda Variable (%)</b>	<b>Pes</b>	<b>Top 10 Holdings Renda Fixa (%)</b>	<b>Pes</b>
Duerr AG	<b>3,38%</b>	BO Aigües de Barcelona 1,944 15/09/2021	<b>3,38%</b>
Industria De Diseno Textil	<b>3,30%</b>	BO Portugal 5,65 02/15/2024	<b>3,25%</b>
Compass Group PLC	<b>3,21%</b>	BO Ferrovie Dello Stato 3,5 12/31/2021	<b>2,78%</b>
Technipfmc PLC	<b>3,12%</b>	BO Colonial 2,728 05/06/2023	<b>2,78%</b>
Relx PLC	<b>3,05%</b>	BO Tate & Lyle 6,75 11/25/2019	<b>2,76%</b>
Savills PLC	<b>3,04%</b>	BO SEB 2,375 11/25/2022	<b>2,75%</b>
Hasbro INC	<b>3,04%</b>	BO Campari 2,75 09/30/2020	<b>2,73%</b>
Covestro AG	<b>3,04%</b>	BO Merlin Properties 2,225 25/04/2023	<b>2,72%</b>
ING Groep NV	<b>2,87%</b>	BO DE Tit.Hipot.Genova AYT HP A 4	<b>2,72%</b>
Tritax Big Box Reit PLC	<b>2,86%</b>	BO Bharti Airtel 3,375 20/05/2021	<b>2,71%</b>

## Fons a fons

---

### Perfil de risc i remuneració

◀ Potencialment menys rendiment

Potencialment més rendiment ▶

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

◀ Menys risc

(La categoria "1" no significa que la inversió estigui lliure de risc)

Més risc ▶

Aquesta dada és indicativa del risc del fons i està calculada a partir de dades simulades que, no obstant això, poden no constituir una indicació fiable del futur perfil de risc del fons. A més, no hi ha garanties que la categoria indicada romangui inalterable i pot variar al llarg del temps.

Aquest perfil es defineix com aquell en què l'inversor busca retorns significatius de les seves inversions, en un horitzó temporal de mitjà-llarg termini, en no tenir necessitats de liquiditat. Per això, accepta un grau més alt de volatilitat en les seves inversions, fet que pot generar pèrdues significatives. Consulta també el fulllet informatiu en què es descriuen els tipus de risc als quals pot estar subjecte aquest fons d'inversió.

## Anàlisi de mercats

---

# La incertesa geopolítica provoca un moviment d'aversion al risc



Durant els mesos de setembre i octubre, els mercats financers van estar marcats per diversos factors d'incertesa econòmica, financera i política, que van provocar un moviment d'aversion al risc tant en renda variable com en renda fixa. Els fets més rellevants del període van ser l'increment de la [tensió a la Xina per la pujada del to proteccionista dels Estats Units](#), que redueix les perspectives de creixement de l'economia, l'estancament en les negociacions pel [Brexit entre el Regne Unit i la Comissió Europea](#) i els dubtes sobre la viabilitat dels [pressupostos italians](#). Pel que fa a les negociacions pel Brexit i a pocs mesos de la data definitiva de sortida (març de 2019), els 27 països membres van revisar l'estat de les negociacions amb el Regne Unit en la reunió de la Comissió Europea. Els líders dels 27 es van reafirmar en romandre units i van assenyalar que, malgrat les intenses negociacions, no s'havia aconseguit un progrés suficient en el pacte de sortida del Regne Unit de la UE per començar a discutir sobre la futura relació entre ambdues parts. Pel que fa als pressupostos presentats per Itàlia, la Comissió Europea va destacar que els plans de despesa del país transalpí eren excessius, qualificant l'objectiu de dèficit de "desviació excessiva sense precedents" i demandant al Govern format pel Moviment 5 Estrelles i la Lliga Nord una correcció dels pressupostos.

## Anàlisi de mercats

---

### Entorn macroeconòmic

En el pla macroeconòmic, el Banc Central Europeu es va reunir a finals d'octubre i va reiterar que les compres de deute finalitzaran al tancament de l'any en curs. El BCE va iniciar l'any amb un import mensual de compra d'actius de 30.000 milions d'euros, que va passar a ser de 15.000 milions d'euros a partir d'octubre i que es reduirà a zero a partir de gener de 2019. D'altra banda, en el comunicat posterior, el president del BCE, Mario Draghi, va apuntar que s'espera una acceleració en la inflació subjacent a final d'any, la qual hauria de tenir continuïtat en el mitjà termini. En relació amb la debilitat del creixement econòmic de la zona euro, va atribuir aquest fet als riscos pel creixent proteccionisme, a la vulnerabilitat dels mercats emergents i a la volatilitat dels mercats financers.

Als Estats Units, la Reserva Federal va decidir, en la seva reunió de setembre, elevar els tipus d'interès fins al rang 2-2,25%, tenint en compte la bona evolució del mercat laboral i els nivells d'inflació dels últims mesos. En el comunicat posterior, Jerome Powell, president de la Fed, va destacar la fortalesa del consum intern i la inversió privada, que s'estan expandint gràcies a una política fiscal que està afavorint el creixement econòmic, l'augment dels salaris i la confiança dels consumidors. Per la banda negativa, el sector immobiliari està sent el més penalitzat pel cost més elevat de finançament i pels augments salarials. Amb tot això, les vendes de nous habitatges i habitatges existents a Amèrica del Nord s'han situat en mínims no vistos des de finals de 2016 i 2015, respectivament.

### Resultats empresarials

En el pla microeconòmic, es va tancar octubre en ple curs de la temporada de resultats empresarials del tercer trimestre de l'any. Als Estats Units va continuar l'acompliment dels últims trimestres, amb l'agregat de l'S&P 500 reportant un creixement dels beneficis per acció i vendes prop del 25% i el 8%, respectivament. Part d'aquesta bona evolució en els beneficis es deu a l'impacte de la reforma tributària implementada per Donald Trump a finals de l'any passat, en suposar una retallada de 14 punts percentuals en l'impost corporatiu, i a la recompra d'accions que estan duent a terme les companyies. Per la banda europea, l'evolució corporativa no va ser tan sòlida com a l'altre costat de l'Atlàntic en no tenir l'impacte positiu d'aquests dos catalitzadors de creixement. Tot i així, el creixement dels beneficis per acció i vendes se situa al voltant del 10% i el 5%, respectivament, tot i que cal esmentar que de forma significativament heterogènia entre sectors.

### Renda Variable

Pel que fa a l'evolució dels diferents actius financers, els mercats de renda variable van experimentar forts descensos a totes les regions. Als Estats Units, els principals índexs van tancar el període de setembre i octubre amb un comportament negatiu, amb retrocessos del 6,54% de l'S&P 500 i del 9,91% del Nasdaq Composite, en què es van incloure les FAANG. Les borses de la zona euro van tenir, així mateix, un mal comportament, amb retrocessos tant en el centre d'Europa, amb el DAX alemany (-7,41%) i el CAC francès deixant-se un 7,41% i un 5,80%, respectivament, com en les regions perifèriques, amb l'IBEX 35 espanyol i l'FTSE MIB italià retrocedint un 5,38% i un 6,02%, respectivament. Finalment, l'índex de referència dels mercats emergents, l'MSCI Emerging Markets, va experimentar un retrocés del -9,47%.

### Renda Fixa

Pel que fa als mercats de renda fixa, el rendiment del deute a 10 anys va ampliar en la majoria de regions desenvolupades, amb el deute nord-americà i alemany situant-se en el 3,14% i el 0,38%, respectivament. Per la seva banda, els diferencials de crèdit es van mantenir bastant estables, llevat del crèdit "Investment Grade", que va ampliar en 6 punts bàsics. El tipus de canvi EUR/USD va tancar en nivells d'1,131 USD/EUR, la qual cosa implica una apreciació del dòlar del 2,5%. Finalment, en relació amb les matèries primeres, el preu del Brent es va mantenir relativament estable, malgrat la volatilitat soferta en els mercats financers, i va tancar el període en els 75,47 dòlars el barril.

## breus >

### Caixa Enginyers Renda, FI, reparteix un cupó del 2% mitjançant un reemborsament obligatori de participacions

El 3 de desembre es va fer efectiu el repartiment d'un cupó del 2% del patrimoni mitjançant un reemborsament obligatori sobre el saldo mantingut a 30 de novembre per a tots els partícips invertits en CE Renda FI.

El repartiment del cupó no té conseqüències sobre la rendibilitat del fons, que a tancament d'octubre acumula una rendibilitat acumulada a 5 anys del 12,18% (equivalent a una rendibilitat anualitzada del 2,32%).

### Caixa Enginyers Gestió organitza amb Amundi i Spainsif un esdeveniment sobre les inversions d'impacte

El passat 4 d'octubre es va celebrar a la Borsa de Barcelona la trobada sobre "Inversions d'Impacte", organitzada per Caixa d'Enginyers, Spainsif i Amundi.

El director general de Caixa Enginyers Gestió, Xavier Fábregas, es va referir a com en els últims anys s'ha incrementat la demanda de solucions d'Inversió Socialment Responsable (ISR) o estratègies ASG. Les inversions d'impacte proven d'orientar aquestes bones pràctiques cap a uns resultats esperats, demostrables i mesurables, que justifiquin l'impacte social i/o mediambiental generat, a més de l'econòmic, per valorar i comunicar el canvi produït. La inversió d'impacte aconsegueix així ser realment rendible i eficient.

Accedeix a la crònica completa en el següent [enllaç](#).



# Gestió activa vs. gestió passiva

Actualment, els estalviadors-inversors tenen un ventall ampli d'opcions d'inversió. Des d'un punt de vista de risc, aquestes engloben actius conservadors com, per exemple, els actius del mercat monetari o de renda fixa fins a tipologies d'actius més arriscades com són els actius de renda variable. Des del [punt de vista de la inversió col·lectiva](#), hi ha dues maneres diferents per seleccionar els actius en la construcció de la cartera que difereixen en funció de l'objectiu últim del mateix fons.

La primera és la [gestió activa](#). El seu objectiu principal és generar retorns superiors a l'índex de referència a llarg termini. Per a això, els vehicles de gestió activa tenen un equip de gestors que, a través de diferents metodologies, prenen decisions d'inversió amb la finalitat de maximitzar la rendibilitat total. La [gestió passiva \(o indexada\)](#), en canvi, persegueix replicar la composició d'un índex de referència de manera eficient amb l'objectiu principal d'obtenir el mateix rendiment minimitzant les desviacions respecte al *benchmark*.

---

Els informes proporcionats pel Grup Caixa d'Enginyers s'han elaborat amb caràcter informatiu a partir de fonts públiques considerades fiables, i no constitueix una oferta de compra o venda dels fons d'inversió que s'hi esmenten. El Grup Caixa d'Enginyers no garanteix que aquesta informació sigui exacta, certa, completa o actualitzada i no assumeix cap responsabilitat derivada de la seva utilització. Les rendibilitats passades no impliquen rendibilitats futures. L'inversor pot recuperar una quantitat inferior a la seva inversió inicial. Hi ha fons d'inversió que comporten riscos específics, motiu pel qual els inversors han de prendre les seves decisions basades en la documentació oficial registrada i utilitzar els assessors independents que considerin necessaris.

---