

Gestion@

Gener/Febrer 2019

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

Oportunitats de fons

Dividends com a font de generació de valor en el llarg termini



El 2018 ha estat un any en què pràcticament cap tipus d'actiu no ha funcionat (veure anàlisi de mercats); els pocs que han aconseguit acabar en positiu han estat els actius més pròxims a liquiditat (i denominats en USD).

Els índexs de renda fixa corporativa i, en gran manera, els índexs de renda variable han estat els grans damnificats en un entorn de forta aversió al risc a causa de les inestabilitats geopolítiques, els canvis de rumb dels bancs centrals i l'alentiment de l'avançament en el cicle en les economies desenvolupades. Si bé la conclusió fàcil seria resumir l'any en decebedor, som de l'opinió que el mercat amaga oportunitats ocultes més enllà dels resultats de curt termini.

Una d'aquestes oportunitats prové de les rendes que generen els actius de risc a través de cupons i dividends i que suposen una part molt significativa del retorn total de les inversions en el llarg termini. En concret, per als índexs de renda variable pot suposar més del 25% del retorn total en el llarg termini, com així ho demostren algunes anàlisis. Recordem que els retorns dels actius a llarg termini es componen de retorn del capital (dividends) i d'apreciació del capital (revaloració dels preus, que depèn de l'evolució dels beneficis corporatius i del múltiple de valoració que el mercat hi assigni).

Oportunitats de fons

Seguint amb els índexs de renda variable, històricament Europa és un dels mercats amb més rendibilitat per dividend del món. Actualment, la rendibilitat per dividend per a índexs com l'Euro Stoxx 50 o l'IBEX 35 supera folgadamente el 4%, mentre que índexs nord-americans com l'S&P 500 se situen per sobre del 2%. Si ho analitzem amb més detall i filtrem per companyies amb una capitalització superior a 1.000 milions d'euros, el nombre de companyies europees amb rendibilitat per dividend superior al 4% pràcticament triplica el de geografies com el Regne Unit o els EUA.

Probablement, el resultat d'aquesta rendibilitat més gran per dividend s'expliqui pel fet de ser una funció que depèn de dues variables: preu (valor que el mercat assigna a les companyies) i dividend (conseqüència dels fonamentals de les companyies). El primer factor que explica aquesta rendibilitat més gran per dividend és que la remuneració a l'accionista basada en el pagament a través de dividends ha estat la preferida a l'Antic Continent, mentre que en mercats de caire anglosaxó hi ha una preferència per la combinació entre dividends i recompra d'accions, tot això deixant de banda una qüestió que no és gens fútil com la fiscalitat, que en bona mesura influeix decisivament en les determinacions d'assignació de capital dels dirigents empresarials. El segon factor és el preu, sent les accions europees un actiu amb menys propietat que ha dut a tenir un pitjor acompliment respecte a les borses nord-americanes en els últims anys que altres borses, entre altres raons pels problemes polítics pels quals travessa.

Però la inversió en dividend no està exempta de riscos, i la temptació de fer-ho a través de companyies amb una rendibilitat per dividend més gran pot comportar trampes de valor.

De forma senzilla, el fet que la cotització d'una companyia comporti una alta rendibilitat per dividend podria implicar que el mercat descomptés el pagament d'aquests nivells de dividend en no ser sostenibles a causa de pitjors fonamentals que suposaran menys dividend en el futur (caigudes de beneficis, menys generació de caixa, projectes d'inversió futurs, etc.), fet pel qual anticipen i apliquen un preu baix (menys numerador) incorporant-hi ja aquestes expectatives.

Per provar d'evitar aquestes trampes de valor, creiem que la millor aproximació a la inversió en dividend es realitza a través de companyies amb fonamentals que permeten remunerar el seu accionista amb dividends interessants, encara que no molt elevats, les perspectives dels quals els ofereixin la possibilitat d'implementar pujades periòdiques d'aquests dividends al llarg dels anys. Aquesta aproximació ajuda a identificar no només companyies que estan infravalorades, sinó també a evitar companyies sobrevalorades en les àrees més "estimades" pels inversors.

CE Borsa Euro Plus, FI

L'objectiu de Caixa Enginyers Borsa Euro Plus és la consecució a llarg termini de rendibilitats positives en termes absoluts i superiors a les de l'índex de referència Euro Stoxx 50. Per a això, l'equip gestor se centra en la recerca de valors que maximitzin tant el potencial del fons com el marge de seguretat de cada inversió.

La temàtica gira entorn de dos grans eixos que es combinen per oferir estabilitat i per aprofitar oportunitats. D'una banda, el fons inverteix en companyies ben posicionades en sectors afavorits per una tendència de creixement estructural; i de l'altra, busca oportunitats en companyies que per un motiu de tipus conjuntural cotitzin per sota del seu valor real.

El procés d'inversió se centra en l'anàlisi tant del sector com dels fonamentals de la companyia. En aquest sentit, l'equip gestor aplica una metodologia d'anàlisi exhaustiva enfocada en la selecció de negocis que posseeixin avantatges competitius sostenibles, que tinguin una elevada generació de caixa, que obtinguin uns retorns sobre els recursos utilitzats per sobre del seu cost de capital i que disposin d'un balanç sòlid i poc palanquejat.

Les posicions principals del fons per companyia i sector són les següents:

Top 10 Holdings (%)	Fons	Índex	+/-	Sector (%)	Fons	Índex	+/-
Hannover Rueck SE	2,9%	0,0%	2,9%	Consumer Discretionary	8,3%	11,6%	-3,3%
Munich Re	2,9%	1,2%	1,7%	Consumer Staples	14,4%	10,8%	3,6%
Reckitt Benckiser Group PLC	2,8%	0,0%	2,8%	Energy	4,3%	7,8%	-3,6%
Vestas Wind Systems A/S	2,7%	0,0%	2,8%	Financials	19,1%	19,8%	-0,8%
Compass Group PLC	2,6%	0,0%	2,7%	Real Estate	0,0%	1,1%	-1,1%
Recordati SpA	2,6%	0,0%	2,6%	Health Care	9,0%	9,7%	-0,7%
Heineken Holding NV	2,6%	0,0%	2,6%	Industrials	14,0%	13,9%	0,2%
Novo Nordisk A/S	2,6%	0,0%	2,6%	Information Technology	6,8%	8,8%	-2,0%
SGS SA	2,6%	0,0%	2,6%	Materials	10,2%	6,0%	4,1%
Sampo Oyj	2,5%	0,0%	2,5%	Telecommunications Services	0,0%	0,0%	0,0%
Top 10 Holdings (%)	27,0%			Utilities	1,4%	5,1%	-3,6%

Font: Caixa Enginyers Gestió, tancament a desembre de 2018.

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 fullet informatiu en què es descriuen els tipus de risc als quals pot estar subjecte aquest fons d'inversió.

El novembre i el desembre clouen un any molt complicat per als actius de risc

Els mercats financers s'han acomiadat de l'any prolongant les caigudes registrades durant els últims mesos. El mal comportament dels actius ha continuat agreujant-se durant l'últim període de 2018 a causa dels remors al voltant de l'inici d'un canvi de cicle que, basant-se en la creença del consens, s'hauria de produir el 2020. La corba de tipus d'interès als Estats Units, un dels principals indicadors avançats per excel·lència, ha continuat aplanant-se i, per tant, llastant el sentiment dels agents del mercat, encara que es va mantenir en terreny positiu. El Brexit continua erosionant la confiança dels inversors perquè, malgrat que la data de la seva resolució s'apropa (29 de març), no hi ha consens en el Parlament britànic, fet que incrementa la probabilitat d'una sortida de la UE no acordada. El risc italià s'ha disminuït, ja que el Govern i Brussel·les van arribar a un acord el desembre per a l'aprovació de la Llei de Pressupostos de 2019. A l'altre costat de l'Atlàntic, la guerra comercial entre els Estats Units i la Xina va continuar latent, encara que es va reduir en termes d'intensitat; el novembre, els dos països van reprendre les negociacions i pocs dies després van acordar una treva temporal de 90 dies.



Entorn macroeconòmic

En aquest sentit, el Banc Central Europeu, en la seva última reunió de l'any, va confirmar el **final del programa de compra de bons i va mantenir sense canvis els tipus d'interès en els nivells actuals "almenys fins a l'estiu de 2019"**, tal com esperava el mercat. A més, va decidir per unanimitat mantenir la reinversió dels venciments de les emissions en cartera, fet que allarga la política acomodaticia, mantenint cert grau de flexibilitat en termes d'actuació. Les estimacions de creixement per a l'any 2019 van ser reduïdes una dècima en termes de PIB per situar-lo en el +1,7%, encara que va mantenir les de 2020 i 2021 en l'1,7% i l'1,5%, respectivament. **Pel que fa a la inflació, missatge ambivalent encara que va reconèixer que la pressió inflacionista exercida pels increments de salaris comença a ser tangible.**

El missatge que va llançar la Reserva Federal el passat 20 de desembre no va aconseguir tranquil·litzar els mercats, els quals van anticipar un to més acomodaticí del que finalment van trobar. La Fed va pujar tipus per quarta vegada el 2019 i els va situar en el rang 2,25%-2,50%.

Anàlisi de mercats

Malgrat que les previsions de creixement del PIB es van reduir del 2,5% al 2,3% per a l'any 2019, el diagrama de punts va assenyalar dues pujades addicionals el 2019 (des de 3 d'anteriors) i una el 2020. La previsió d'inflació va caure dues dècimes fins a l'1,9% per a l'any 2019. La taxa d'atur es va mantenir en el 3,7%, mínims de les últimes dècades, encara que les pressions inflacionistes per salaris encara no són preocupants, segons apunten les actes. El rendiment del Treasury a 10 anys va caure des dels nivells de principis de novembre, fet que reflecteix la incertesa en el sentiment inversor.

A col·lació de l'activitat duta a terme pels bancs centrals i pel que fa als mercats de renda fixa, els bons governamentals de referència van actuar com a actiu refugi a causa de la incertesa ja comentada. El rendiment del bo a 10 anys alemany es va estrènyer fins al 0,24% des del 0,39% assolit a tancament d'octubre, malgrat haver començat l'any en 0,47% i d'haver assolit 0,77% el febrer. De la mateixa manera, el bo a 10 anys espanyol va acabar l'any en 1,42% des de l'1,55% de 31 d'octubre i l'1,61% a tancament de l'any anterior. Pel que fa a Itàlia, el seu bo de referència a 10 anys va patir més volatilitat que els seus comparables en recollir la incertesa generada pel recent Govern nacional elegit en un moviment d'anada i tornada que va finalitzar amb el bo a 10 anys en 2,74%, malgrat haver tancat octubre en 3,43% i haver finalitzat l'any 2017 en 2,01%. Als Estats Units, el Treasury a 10 anys es va estrènyer durant el període de novembre-desembre fins al 2,69% des del 3,13% a tancament d'octubre, encara que va iniciar el 2018 en nivells del 2,46%. Finalment, cal destacar que la part curta de la corba (bons a 2 i 5 anys del Tresor nord-americà) es va invertir el passat 3 de desembre.

Resultats empresarials

[A nivell microeconòmic, la temporada de resultats va finalitzar el mes novembre donant unes xifres que conviden a l'optimisme.](#) Quant a l'Euro Stoxx 600, la mitjana del creixement de les vendes es va situar en el 5,4%, mentre que el benefici per acció es va incrementar en un 9,2% impulsat pels sectors energètic, industrial i tecnològic. Als Estats Units, les companyies que conformen l'S&P 500 van veure les seves vendes augmentades en un 8,4% i els seus beneficis per acció en un 24,3% gràcies als sectors relacionats amb l'energia, les telecomunicacions i la tecnologia. La divergència entre els dos continents en termes de benefici es deu a l'impuls que van rebre les companyies nord-americanes a causa de la reforma tributària del president Donald Trump.

Renda Variable

[L'aversion al risc en els mercats de renda variable va ser notòria durant els mesos de novembre-desembre i transversal la gran majoria, molt en línia amb el que ha vingut succeint al llarg de 2018.](#) L'Euro Stoxx 50 va caure un 6,1%, mentre que l'IBEX retrocedia un 4,0% per situar el rendiment anual corresponent a l'exercici 2018 en 14,3% i -15,0%, respectivament. Als Estats Units, les caigudes van ser superiors durant l'últim període de l'any a les registrades a l'Antic Continent; en concret, l'S&P 500 va cedir un 7,6% en els dos últims mesos de l'any, el Dow Jones Industrial Average va registrar una caiguda del 7,1% i el comportament del Nasdaq es va situar en 9,2% negatiu, la qual cosa va implicar caigudes anuals del 6,2%, 5,6% i 3,9%, respectivament. Pel que fa als mercats emergents, encara que finalment van tancar el període de novembre a desembre lleugerament en verd, tal com reflecteix l'índex MSCI Emerging Markets, el qual va pujar un 1,0% durant l'últim període de l'any, no van aconseguir maquillar la caiguda del 16,6% en el conjunt de 2018.

Anàlisi de mercats

Quant a les matèries primeres, el Brent va tancar els mesos de novembre i desembre amb descensos del 28,7% en situar-se en 53,8 USD/barril, una caiguda del 19,6% en termes anuals a causa dels temors sobre un alentiment de l'economia mundial que van fer preveure que pot haver-hi una contracció de la demanda global. Finalment, l'or va actuar com a valor refugi durant l'últim període de l'any amb revaloracions del 5,6% i se situava en 1.282,5 USD/unça, encara que va cedir un 1,6% des del tancament de 2017.

En el mercat de divises, l'encreuament euro/dòlar va tancar el 2018 en 1,147 des de l'1,131 a tancament del mes d'octubre i l'1,201 a tancament de desembre de 2017.

Finalment, cal assenyalar que la gran majoria de tipus d'actius financers van generar rendibilitats negatives el 2018. D'entre els grans actius, només la categoria liquiditat o algunes inversions monetàries en USD van obtenir rendiments positius. Més del 80% de les classes d'actius va registrar un retorn negatiu, una estadística que únicament s'havia produït dues vegades en els últims 20 anys.

2014		2015		2016		2017		2018	
REIT	27,23%	MSCI Japan	8,12%	RUSSELL 2000	19,48%	MSCI China	52,34%	US S/T Gov / Corp	1,99%
EMU GOV	13,13%	REIT	7,59%	US HY	17,13%	MSCI EM	34,35%	US 10Y	0,99%
S&P 500	11,39%	MSCI Europe	5,47%	Global HY	14,27%	S&P 500	19,42%	EMU GOV	0,98%
US 10Y	9,07%	EMU GOV	1,65%	Commodities	11,40%	MSCI Japan	17,61%	US Aggreg	0,01%
EMU Corporates	8,24%	US 10Y	1,51%	EM Local Crncy	10,19%	RUSSELL 2000	13,14%	EMU Corporates	-1,29%
MSCI Japan	7,60%	EM Sovereing	1,49%	S&P 500	9,54%	Global HY	10,43%	US HY	-2,08%
US IG	7,47%	EM Local Crncy	1,23%	EM Sovereing	9,34%	EM Local Crncy	9,32%	US IG	-2,51%
EM Sovereing	7,15%	US Aggreg	0,55%	MSCI EM	8,58%	EM Sovereing	9,29%	EMU HY	-3,37%
US Aggreg	5,97%	US S/T Gov / Corp	0,25%	EMU HY	8,14%	Global Inflation	8,67%	REIT	-3,74%
EM Local Crncy	5,53%	EMU HY	-0,25%	US IG	6,11%	US HY	7,50%	Global HY	-4,06%
MSCI China	4,67%	EMU Corporates	-0,66%	EMU Corporates	4,72%	MSCI Europe	7,27%	Global Inflation	-4,11%
MSCI Europe	4,09%	US IG	-0,69%	REIT	4,30%	US IG	6,42%	EM Sovereing	-4,20%
EMU HY	4,03%	S&P 500	-0,73%	Global Inflation	3,91%	EMU HY	4,82%	EM Local Crncy	-4,61%
RUSSELL 2000	3,53%	Global HY	-2,72%	EMU GOV	3,23%	US Aggreg	3,54%	S&P 500	-6,24%
Global Inflation	3,41%	US HY	-4,47%	US Aggreg	2,65%	US 10Y	2,55%	RUSSELL 2000	-12,18%
US HY	2,45%	Global Inflation	-4,97%	US 10Y	1,00%	EMU Corporates	2,37%	Commodities	-12,99%
US S/T Gov / Corp	0,18%	RUSSELL 2000	-5,71%	US S/T Gov / Corp	0,80%	US S/T Gov / Corp	0,98%	MSCI Europe	-13,10%
Global HY	0,01%	MSCI China	-10,10%	MSCI Europe	-0,50%	Commodities	0,75%	MSCI EM	-16,64%
MSCI EM	-4,63%	MSCI EM	-16,96%	MSCI China	-1,38%	EMU GOV	0,17%	MSCI Japan	-16,77%
Commodities	-17,04%	Commodities	-24,70%	MSCI Japan	-2,60%	REIT	-5,85%	MSCI China	-20,31%

Fuente: Bloomberg

breus >

La Fundació Caixa d'Enginyers i l'ODF organitzen l'acte 'Inversió Socialment Responsable 2.0. De l'exclusió a la integració'

El 20 de novembre es va celebrar a la Borsa de Barcelona l'acte 'Inversió Socialment Responsable 2.0. De l'exclusió a la integració', organitzat per l'Observatori de Divulgació Financera (ODF) i la Fundació Caixa d'Enginyers.

Bas Fransen, director de Mercat de Capitals de Caixa d'Enginyers, i Josep Soler, director general de l'Institut d'Estudis Catalans, van ser els encarregats de presentar l'acte. A més, Xosé Garrido, *portfolio manager* de Caixa Enginyers Gestió, va realitzar una ponència en què va destacar la importància de la Inversió Socialment Responsable (ISR) quant a la qualitat de vida de les persones, la millora del medi ambient, el fre del canvi climàtic i la rendibilitat que aquest tipus de productes ofereixen. La gestió de residus, l'accés a la salut o la transparència ètica i professional són alguns dels exemples que va posar sobre accions d'integració de factors ASG.

Bas Fransen també va donar suport a la iniciativa pels valors que Caixa d'Enginyers representa: "Entre els nostres valors fonamentals està la responsabilitat i el compromís amb el soci. És per això que considerem imprescindible la tasca que desenvolupa aquesta organització per oferir la màxima informació i formació financera a la societat". El director de Mercat de Capitals de Caixa d'Enginyers va remarcar que aquesta és la manera d'ajudar les persones a ser capaces de prendre les millors decisions segons les seves necessitats amb seguretat.

La taula rodona posterior, encapçalada per Salvador Torra, professor de la Universitat de Barcelona i membre del comitè editor d'ODF, va comptar amb la participació de Gonzalo Rodríguez, coordinador del Centre de Finances Islàmiques d'IE Business School, Hèctor Robelló, FRM, professor de Finances/Research SRI de l'Institut d'Estudis Financers, i Xavier Pont, cofundador de la Fundació Ship2B.

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

Estratègies ISR: exclusió normativa (o per comportaments)

És l'exclusió de les inversions d'emissors per la violació de normes i convencions internacionals que generen un ampli consens, com podrien ser les Línies Directrius de l'OCDE per a Empreses Multinacionals, la Declaració Tripartida de Principis sobre les Empreses Multinacionals i la Política Social de l'OIT o el Pacte Mundial de les Nacions Unides.

Per extensió, aquest terme inclou, a vegades, l'exclusió d'empreses o governs per les seves pràctiques ambientals o socials discutides, encara que no suposin una violació expressa de normes.

Font: Manual de la Inversió Socialment Responsable, Spainsif

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.
