

Gestion@

Enero/Febrero 2019

Publicación
bimestral exclusiva
para inversores

Oportunidades de fondo

Dividendos como fuente de generación de valor en el largo plazo



2018 ha sido un año en el que prácticamente ningún tipo de activo ha funcionado (ver análisis de mercados); los pocos que han conseguido acabar en positivo han sido los activos más próximos a liquidez (y denominados en USD).

Los índices de renta fija corporativa y, en mayor medida, los índices de renta variable han sido los grandes damnificados en un entorno de fuerte aversión al riesgo debido a las inestabilidades geopolíticas, los cambios de rumbo de los bancos centrales y la ralentización del avance en el ciclo en las economías desarrolladas. Si bien la conclusión fácil sería resumir el año en decepcionante, somos de la opinión de que el mercado esconde oportunidades ocultas más allá de los resultados de corto plazo.

Una de esas oportunidades proviene de las rentas que generan los activos de riesgo a través de cupones y dividendos y que suponen una parte muy significativa del retorno total de las inversiones en el largo plazo. En concreto, para los índices de renta variable puede suponer más del 25% del retorno total en el largo plazo, como así lo demuestran algunos análisis.

Recordemos que los retornos de los activos a largo plazo se componen de retorno del capital (dividendos) y de apreciación del capital (revalorización de los precios, que depende de la evolución de los beneficios corporativos y del múltiplo de valoración que el mercado asigne).

Oportunidades de fondo

Siguiendo con los índices de renta variable, históricamente Europa es uno de los mercados con mayor rentabilidad por dividendo del mundo. Actualmente, la rentabilidad por dividendo para índices como el Euro Stoxx 50 o el IBEX 35 supera holgadamente el 4%, mientras que índices norteamericanos como el S&P 500 se sitúan por encima del 2%.

Si lo analizamos con algo más de detalle y filtramos por compañías con una capitalización superior a 1.000 millones de euros, el número de compañías europeas con rentabilidad por dividendo superior al 4% prácticamente triplica al de geografías como el Reino Unido o EE.UU.

Probablemente, el resultado de esta mayor rentabilidad por dividendo se explique por el hecho de ser una función que depende de dos variables: precio (valor que el mercado asigna a las compañías) y dividendo (consecuencia de los fundamentales de las compañías). El primer factor que explica esa mayor rentabilidad por dividendo es que la remuneración al accionista basada en el pago a través de dividendos ha sido la preferida en el Viejo Continente, mientras que en mercados de cariz anglosajón existe una preferencia por la combinación entre dividendos y recompra de acciones, todo ello dejando a un lado una cuestión para nada baladí como es la fiscalidad, que en buena parte influye decisivamente en las determinaciones de asignación de capital de los dirigentes empresariales. El segundo factor es el precio, siendo las acciones europeas un activo con menor propiedad que ha llevado a tener un peor desempeño con respecto a las bolsas norteamericanas en los últimos años que otras bolsas, entre otras razones por los problemas políticos por los cuales atraviesa.

Pero la inversión en dividendo no está exenta de riesgos, y la tentación de hacerlo a través de compañías cuya rentabilidad por dividendo es mayor puede conllevar trampas de valor.

De forma sencilla, el hecho de que la cotización de una compañía comporte una alta rentabilidad por dividendo podría implicar que el mercado descontara el pago de esos niveles de dividendo al no ser sostenibles debido a peores fundamentales que supondrán un menor dividendo en el futuro (caídas de beneficios, menor generación de caja, proyectos de inversión futuros, etc.), por lo que anticipan y aplican un precio bajo (menor numerador) incorporando ya esas expectativas.

Para tratar de evitar esas trampas de valor, creemos que la mejor aproximación a la inversión en dividendo se realiza a través de compañías cuyos fundamentales les permiten remunerar al accionista con dividendos interesantes, aunque no muy elevados, cuyas perspectivas les ofrezcan la posibilidad de implementar subidas periódicas de esos dividendos a lo largo de los años. Esta aproximación ayuda a identificar no solo compañías que están infravaloradas, sino también a evitar compañías sobrevaloradas en las áreas más “queridas” por los inversores.

CI Bolsa Euro Plus, FI

El objetivo de Caja Ingenieros Bolsa Euro Plus es la consecución a largo plazo de rentabilidades positivas en términos absolutos y superiores a las del índice de referencia Euro Stoxx 50. Para ello, el equipo gestor se centra en la búsqueda de valores que maximicen tanto el potencial del fondo como el margen de seguridad de cada inversión.

La temática gira en torno a dos grandes ejes que se combinan para ofrecer estabilidad y para aprovechar oportunidades. Por un lado, el fondo invierte en compañías bien posicionadas en sectores favorecidos por una tendencia de crecimiento estructural; y por otro, busca oportunidades en compañías que por un motivo de tipo coyuntural coticen por debajo de su valor real.

El proceso de inversión se centra en el análisis tanto del sector como de los fundamentales de la compañía. En este sentido, el equipo gestor aplica una metodología de análisis exhaustiva enfocada en la selección de negocios que posean ventajas competitivas sostenibles, que tengan una elevada generación de caja, que obtengan unos retornos sobre los recursos empleados por encima de su coste de capital y que cuenten con un balance sólido y poco apalancado.

Las principales posiciones del fondo por compañía y sector son las siguientes:

Top 10 Holdings (%)	Fondo	Index	+/-
Hannover Rueck SE	2,9%	0,0%	2,9%
Munich Re	2,9%	1,2%	1,7%
Reckitt Benckiser Group PLC	2,8%	0,0%	2,8%
Vestas Wind Systems A/S	2,7%	0,0%	2,8%
Compass Group PLC	2,6%	0,0%	2,7%
Recordati SpA	2,6%	0,0%	2,6%
Heineken Holding NV	2,6%	0,0%	2,6%
Novo Nordisk A/S	2,6%	0,0%	2,6%
SGS SA	2,6%	0,0%	2,6%
Sampo Oyj	2,5%	0,0%	2,5%
Top 10 Holdings (%)	27,0%		

Sector (%)	Fondo	Index	+/-
Consumer Discretionary	8,3%	11,6%	-3,3%
Consumer Staples	14,4%	10,8%	3,6%
Energy	4,3%	7,8%	-3,6%
Financials	19,1%	19,8%	-0,8%
Real Estate	0,0%	1,1%	-1,1%
Health Care	9,0%	9,7%	-0,7%
Industrials	14,0%	13,9%	0,2%
Information Technology	6,8%	8,8%	-2,0%
Materials	10,2%	6,0%	4,1%
Telecommunications Services	0,0%	0,0%	0,0%
Utilities	1,4%	5,1%	-3,6%

Fuente: Caja Ingenieros Gestión, cierre a diciembre de 2018.

Perfil de riesgo y remuneración

◀ Potencialmente menor rendimiento

Potencialmente mayor rendimiento ▶

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

◀ Menor riesgo

(La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo)

Mayor riesgo ▶

Este dato es indicativo del riesgo del fondo y está calculado a partir de datos simulados que, no obstante, pueden no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo del fondo. Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo.

Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal de medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, aceptando para ello un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, pudiendo generarse pérdidas significativas. Consulta también el folleto informativo en el que se describen las tipologías de riesgo a las que puede estar sujeto este fondo de inversión.

Noviembre y diciembre rematan un año muy complicado para los activos de riesgo

Los mercados financieros se han despedido del año prolongando las caídas registradas durante los últimos meses. El mal comportamiento de los activos ha seguido agravándose durante el último período de 2018 a causa de la rumorología en torno al inicio de un cambio de ciclo que, basándose en la creencia del consenso, debería producirse en 2020. La curva de tipos de interés en Estados Unidos, uno de los principales indicadores adelantados por excelencia, ha continuado aplanándose y, por ende, lastrando el sentimiento de los agentes del mercado, aunque se mantuvo en terreno positivo. El brexit continúa erosionando la confianza de los inversores porque, a pesar de que la fecha de su resolución se acerca (29 de marzo), no existe consenso en el Parlamento británico, hecho que incrementa la probabilidad de una salida de la UE no acordada. El riesgo italiano se ha aminorado, ya que el Gobierno y Bruselas llegaron a un acuerdo en diciembre para la aprobación de la Ley de Presupuestos de 2019. Al otro lado del Atlántico, la guerra comercial entre Estados Unidos y China continuó latente, aunque se redujo en términos de intensidad; en noviembre, ambos países retomaron las negociaciones y pocos días después acordaron una tregua temporal de 90 días.



Entorno macroeconómico

En este sentido, el Banco Central Europeo, en su última reunión del año, confirmó el [fin del programa de compra de bonos y mantuvo sin cambios los tipos de interés en los niveles actuales “hasta al menos durante el verano de 2019”](#), tal y como esperaba el mercado. Además, decidió por unanimidad mantener la reinversión de los vencimientos de las emisiones en cartera, hecho que alarga la política acomodaticia, manteniendo cierto grado de flexibilidad en términos de actuación. Las estimaciones de crecimiento para 2019 fueron reducidas una décima en términos de PIB para situarlo en el +1,7%, aunque mantuvo las de 2020 y 2021 en el 1,7% y el 1,5%, respectivamente. [Por lo que respecta a la inflación, mensaje ambivalente aunque reconoció que la presión inflacionista ejercida por los incrementos de salarios empieza a ser tangible.](#)

El mensaje que lanzó la Reserva Federal el pasado 20 de diciembre no consiguió tranquilizar a los mercados, los cuales anticiparon un tono más acomodaticio del que finalmente encontraron. La Fed subió tipos por cuarta vez en 2019 y los situó en el rango 2,25%-2,50%.

Análisis de mercados

A pesar de que las previsiones de crecimiento del PIB se redujeron del 2,5% al 2,3% para 2019, el diagrama de puntos señaló dos subidas adicionales en 2019 (desde 3 anteriores) y una en 2020. La previsión de inflación cayó dos décimas hasta el 1,9% para 2019. La tasa de desempleo se mantuvo en el 3,7%, mínimos de las últimas décadas, aunque las presiones inflacionistas por salarios todavía no son preocupantes, según apuntan las actas. El rendimiento del Treasury a 10 años cayó desde los niveles de principios de noviembre, hecho que refleja la incertidumbre en el sentimiento inversor.

A colación de la actividad llevada a cabo por los bancos centrales y por lo que respecta a los mercados de renta fija, los bonos gubernamentales de referencia actuaron como activo refugio debido a la incertidumbre ya comentada. El rendimiento del bono a 10 años alemán se estrechó hasta el 0,24% desde el 0,39% alcanzado a cierre de octubre, a pesar de haber empezado el año en 0,47% y de haber alcanzado 0,77% en febrero. De igual modo, el bono a 10 años español concluyó el año en 1,42% desde el 1,55% a 31 de octubre y el 1,61% a cierre del año anterior. Por lo que respecta a Italia, su bono de referencia a 10 años sufrió más volatilidad que sus comparables al recoger la incertidumbre generada por el recién elegido Gobierno nacional en un movimiento de ida y vuelta que finalizó con el bono a 10 años en 2,74%, a pesar de haber cerrado octubre en 3,43% y haber finalizado el año 2017 en 2,01%. En Estados Unidos, el Treasury a 10 años se estrechó durante el periodo de noviembre-diciembre hasta el 2,69% desde el 3,13% a cierre de octubre, aunque inició 2018 en niveles del 2,46%. Finalmente, cabe destacar que la parte corta de la curva (bonos a 2 y 5 años del Tesoro estadounidense) se invirtió el pasado 3 de diciembre.

Resultados empresariales

[A nivel microeconómico, la temporada de resultados finalizó en noviembre arrojando unas cifras que invitan al optimismo.](#) Por lo que respecta al Euro Stoxx 600, el crecimiento de las ventas promedio se situó en el 5,4%, mientras que el beneficio por acción se incrementó en un 9,2% impulsado por los sectores energético, industrial y tecnológico. En Estados Unidos, las compañías que conforman el S&P 500 vieron sus ventas aumentadas en un 8,4% y sus beneficios por acción en un 24,3% gracias a los sectores relacionados con la energía, las telecomunicaciones y la tecnología. La divergencia entre los dos continentes en términos de beneficio se debe al impulso que recibieron las compañías norteamericanas debido a la reforma tributaria del presidente Donald Trump.

Renta Variable

[La aversión al riesgo en los mercados de renta variable fue notoria durante los meses de noviembre-diciembre y transversal en su mayoría, muy en línea con lo que ha venido sucediendo a lo largo de 2018.](#) El Euro Stoxx 50 cayó un 6,1%, mientras que el IBEX retrocedía un 4,0% para situar el rendimiento anual correspondiente al ejercicio 2018 en -14,3% y -15,0%, respectivamente. En USA, las caídas fueron superiores en el último período del año a las registradas en el Viejo Continente; en concreto, el S&P 500 cedió un 7,6% en los dos últimos meses del año, el Dow Jones Industrial Average registró una caída del 7,1% y el comportamiento del Nasdaq se situó en 9,2% negativo, lo que implicó caídas anuales del 6,2%, 5,6% y 3,9%, respectivamente. Por lo que respecta a los mercados emergentes, aunque finalmente cerraron el periodo de noviembre a diciembre ligeramente en verde, tal y como refleja el índice MSCI Emerging Markets, el cual subió un 1,0% durante el último periodo del año, no consiguieron maquillar la caída del 16,6% en el conjunto de 2018.

Análisis de mercados

En cuanto a las materias primas, el Brent cerró los meses de noviembre y diciembre con descensos del 28,7% al situarse en 53,8 USD/barril, una caída del 19,6% en términos anuales debido a los temores sobre una ralentización de la economía mundial que hicieron prever que puede haber una contracción de la demanda global. Finalmente, el oro actuó como valor refugio durante el último periodo del año con revalorizaciones del 5,6%, situándose en 1.282,5 USD/onza, aunque cedió un 1,6% desde el cierre de 2017.

En el mercado de divisas, el cruce euro/dólar cerró 2018 en 1,147 desde el 1,131 a cierre del mes de octubre y el 1,201 a cierre de diciembre de 2017.

Por último, cabe señalar que la gran mayoría de tipologías de activos financieros generaron rentabilidades negativas en 2018. De entre los grandes activos, solo la categoría liquidez o algunas inversiones monetarias en USD obtuvieron rendimientos positivos. Más del 80% de las clases de activos registró un retorno negativo, una estadística que únicamente se había producido dos veces en los últimos 20 años.

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

breves >

La Fundación Caja de Ingenieros y el ODF organizan el acto 'Inversión Socialmente Responsable 2.0. De la exclusión a la integración'

El 20 de noviembre se celebró en la Bolsa de Barcelona el acto 'Inversión Socialmente Responsable 2.0. De la exclusión a la integración', organizado por el Observatorio de Divulgación Financiera (ODF) y la Fundación Caja de Ingenieros.

Bas Fransen, director de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros, y Josep Soler, director general del Instituto de Estudios Catalanes, fueron los encargados de presentar el acto. Además, Xosé Garrido, *portfolio manager* de Caja Ingenieros Gestión, realizó una ponencia en la que destacó la importancia de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en cuanto a la calidad de vida de las personas, la mejora del medioambiente, el freno del cambio climático y la rentabilidad que este tipo de productos ofrecen. La gestión de residuos, el acceso a la salud o la transparencia ética y profesional son algunos de los ejemplos que puso sobre acciones de integración de factores ASG.

Bas Fransen también apoyó la iniciativa por los valores que Caja de Ingenieros representa: "Entre nuestros valores fundamentales está la responsabilidad y el compromiso con el socio. Es por ello que consideramos imprescindible la labor que desarrolla esta organización para ofrecer la máxima información y formación financiera a la sociedad". El director de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros remarcó que esta es la manera de ayudar a las personas a ser capaces de tomar las mejores decisiones según sus necesidades con seguridad.

La mesa redonda posterior, encabezada por Salvador Torra, profesor de la Universidad de Barcelona y miembro del comité editor de ODF, contó con la participación de Gonzalo Rodríguez, coordinador del Centro de Finanzas Islámicas de IE Business School, Hèctor Robelló, FRM, profesor de Finanzas/Research SRI del Instituto de Estudios Financieros, y Xavier Pont, cofundador de la Fundación Ship2B.

Accede a la nota técnica completa a través del siguiente [enlace](#).

Estrategias ISR: exclusión normativa (o por comportamientos)

Es la exclusión de las inversiones de emisores por la violación de normas y convenciones internacionales que generan un amplio consenso, como podrían ser las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, la Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social de la OIT o el Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

Por extensión, este término incluye, a veces, la exclusión de empresas o gobiernos por sus prácticas ambientales o sociales controvertidas, aunque no supongan una violación expresa de normas.

Fuente: Manual de la Inversión Socialmente Responsable, Spainsif

Los informes proporcionados por el Grupo Caja de Ingenieros se han elaborado con carácter informativo a partir de fuentes públicas consideradas fiables, y no constituyen una oferta de compra o venta de los fondos de inversión que se mencionan. El Grupo Caja de Ingenieros no garantiza que dicha información sea exacta, cierta, completa o actualizada y no asume ninguna responsabilidad derivada de su utilización. Las rentabilidades pasadas no implican rentabilidades futuras. El inversor puede recuperar una cantidad inferior a su inversión inicial. Algunos fondos de inversión conllevan riesgos específicos, por lo que los inversores deben tomar sus propias decisiones basadas en la documentación oficial registrada y utilizar los asesores independientes que consideren necesarios.
