

Gestiona

Publicación bimestral
exclusiva para inversores

Septiembre/
Octubre 2019

Tendencias de fondo

¿Cuáles son los beneficios de la inversión en los REIT?



La inversión en los REIT o las SOCIMI (sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario) proporciona los siguientes beneficios al inversor de a pie:

- Facilita la **liquidez** en una clase de activo que por lo general no suele caracterizarse por este rasgo.
- Da la **opcionalidad para invertir en sectores o activos únicos** que de forma directa no suelen dar la oportunidad (por ejemplo, el Empire State Building de Nueva York o la Torre Agbar de Barcelona).
- Proporciona una **gestión profesionalizada** sobre una cartera de activos inmobiliarios en mercados internacionales y de tipología muy variada.
- Son **vehículos impositivamente eficientes**, con una tributación muy reducida.
- La actualización de rentas de los contratos de arrendamiento está indexada al índice de precios de consumo, por lo que los REIT se consideran un buen instrumento de **cobertura frente a la inflación**.

Tendencias de fondo

Y... ¿por qué los inversores siguen considerando los REIT como uno de los sectores con mejores perspectivas?

Con el actual entorno de tipos de interés en terreno negativo y con la perspectiva de bajadas adicionales de tipos por parte de las principales instituciones monetarias a corto plazo, los REIT podrían seguir experimentando un buen comportamiento fruto de los siguientes aspectos:

- Son empresas estructuralmente apalancadas (nivel de deuda sobre activos del 30-50 % normalmente), por lo que una estabilidad de tipos en estos niveles, o incluso una reducción como espera el consenso de analistas, significa que **su coste de financiación se mantendrá en niveles de mínimos históricos**. Además, las compañías están refinaciendo su deuda en un entorno de tipos actual, con emisiones a muy largo plazo y cupones fijos (por ejemplo, la empresa francesa Gecina tiene bonos a tipo fijo y con vencimiento dentro de 10 años al 0,30 %), lo que les asegura capital barato a largo plazo.
- La valoración de los activos inmobiliarios se realiza mediante una actualización a presente de los flujos de caja futuros. De esta forma, en un entorno de bajos tipos de interés, el denominador (tasa de descuento) se mantiene estable y esto conduce a unas **valoraciones estables, ceteris paribus**.
- Las *yields* (alquileres sobre el valor de los activos) suelen tener una elevada correlación con los tipos soberanos de larga duración a corto plazo, de forma que al estar en mínimos históricos en tipos, también lo estamos en *yields*. De todos modos, el *spread* entre *yield* y tipos sí se encuentra por encima de la media en algunas tipologías de inversión, con lo que creemos que **queda margen de contracción en el diferencial entre *yield* y tipos**, siempre y cuando los tipos se mantengan en este entorno.

¿Cuál es la situación actual del sector inmobiliario en Europa por tipología de activo?

- **Centros comerciales.** Las principales compañías europeas están cotizando con un descuento de más del 30 % sobre su valor neto a causa de la creciente preocupación de los inversores sobre el impacto del comercio electrónico y el estancamiento del tráfico en centros comerciales de rango bajo, y con los ojos puestos en el impacto que podría tener una recesión en el comercio minorista. Con todo ello, creemos que el actual nivel de precios está anticipando unas perspectivas uniformes independientemente de la calidad de los activos (área de captación, posicionamiento regional, tamaño, calidad de los inquilinos...), lo que consideramos que ofrece excelentes oportunidades de inversión en compañías con activos de contrastada calidad.
- **Logístico.** Tras una notable contracción de *yields* durante los últimos años (entre 300-500 puntos básicos) y a pesar de contar con las mejores perspectivas de crecimiento de todo el sector inmobiliario, creemos que las valoraciones dejan poco margen de seguridad a las inversiones en este segmento. El principal catalizador es el incremento del comercio *online* sobre el *mix* del comercio minorista, pero, a su vez, también se ha producido una saturación de las localizaciones *Premium*, que ha llevado a los alquileres a crecer muy por encima de la inflación.
- **Oficinas.** Las *yields* actuales del segmento CBD (distritos financieros) están cerca de mínimos históricos en la mayoría de ciudades europeas (París, Milán, Fráncfort, Madrid...), pero a este dato desalentador debemos incorporar que las valoraciones de muchas compañías de este sector están cotizando con un descuento del 20-25 % sobre su valor neto en libros. Ello implica que la *yield* implícita se sitúe por encima de los rendimientos normales.

Tendencias de fondo

- **Residencial.** La posible congelación de alquileres en Berlín tiene en vilo a los principales REIT del sector, y a pesar de que es probable que la propuesta no prospere, al menos en los términos iniciales, la falta de visibilidad continuará penalizando el sentimiento de los inversores a corto plazo.
- **Centros de datos.** Esta tipología de inversión ha experimentado un comportamiento excelente durante los últimos años y, como consecuencia de ello, está cotizando a unos niveles exigentes. A pesar de ello, todo hace indicar que la oferta de espacio alquilable en estos activos sigue creciendo a un ritmo acelerado y las fuertes renovaciones en alquileres parecen ser cosa del pasado. Aun así, de igual forma que sucede en los activos logísticos, se beneficia de una tendencia secular de crecimiento que debería impulsar el sector a largo plazo: el crecimiento de datos.

Fondo a fondo

Fondos multiactivo –CI Gestión Alternativa y CI Gestión Dinámica-



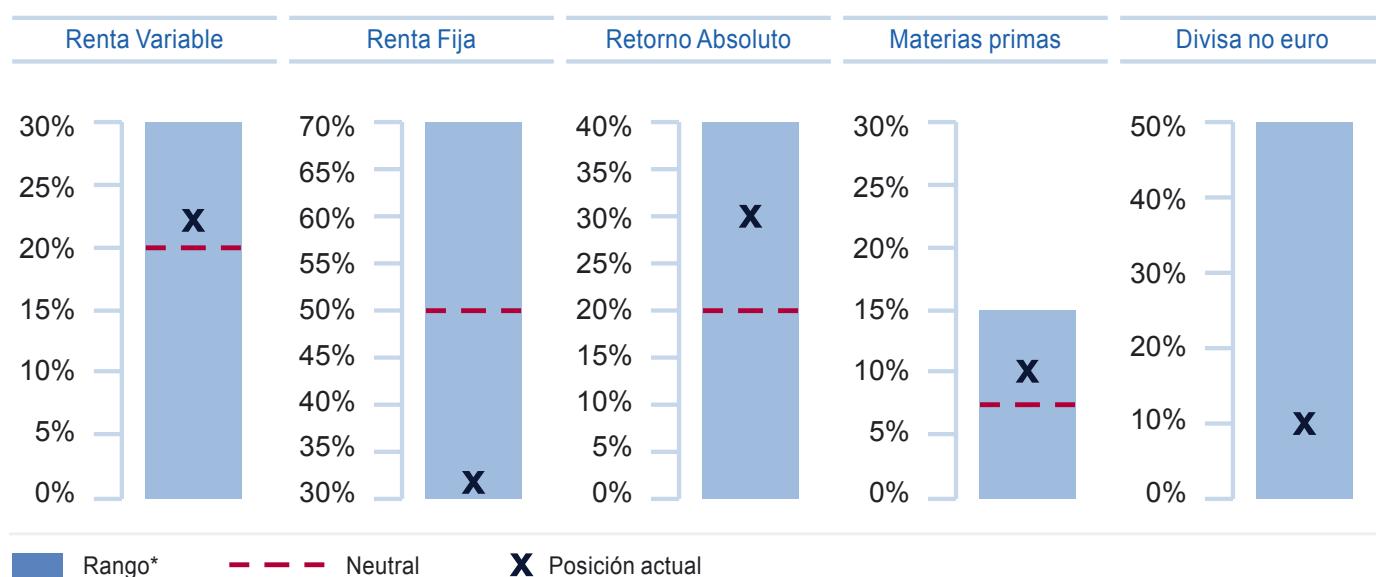
El **CI Gestión Alternativa, FI**, y el **CI Gestión Dinámica, FI**, son fondos multiactivo que ofrecen exposición a una cesta de activos con una **volatilidad controlada** y con un **objetivo de preservación del capital**. De esta forma, a través de un único fondo se accede a distintas tipologías de instrumentos financieros, áreas geográficas o activos (tales como la renta variable, renta fija, materias primas, divisas o estrategias alternativas, entre otros). Esta diversificación busca que, en momentos de **caídas** de mercado, los fondos multiactivo tiendan a comportarse **mejor que otras categorías de activos**. En cambio, cuando los mercados son **alcistas**, esta categoría de fondos se queda por **detrás del mercado**. El control del riesgo se puede medir de varias formas, pero la más generalizada para estos fondos es tener un techo máximo de volatilidad y un VAR controlado.

Fondo a fondo

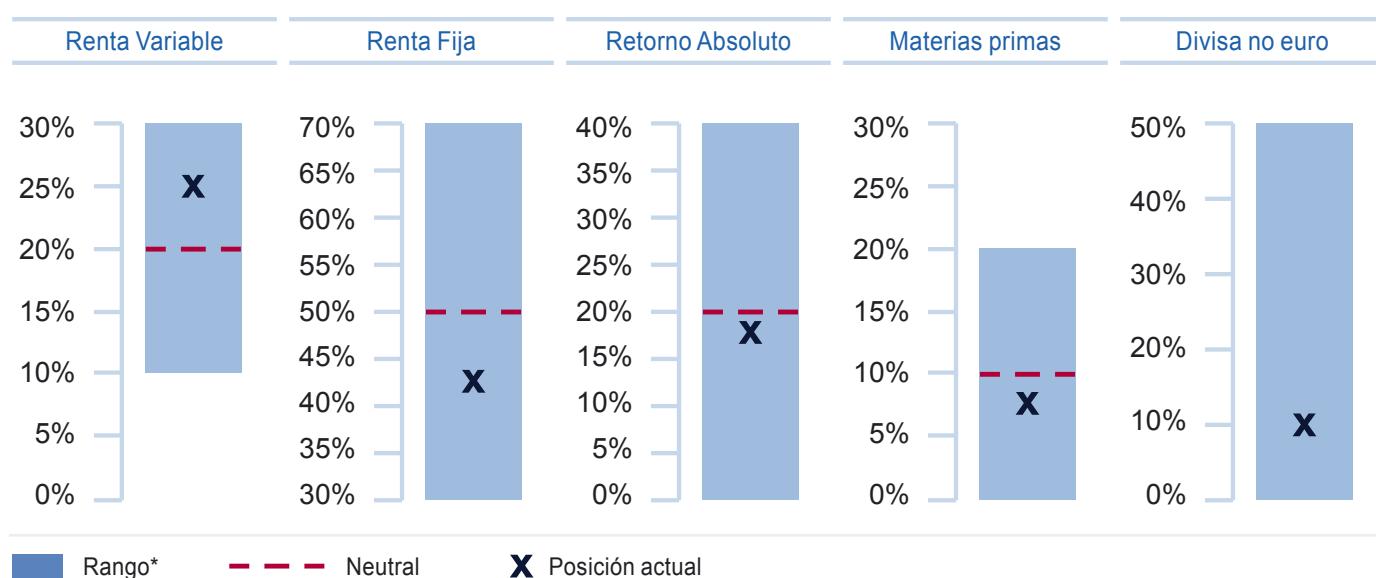
A la hora de confeccionar la cartera, primero se realiza el *asset allocation* (asignación de activos) dando una valoración estratégica y táctica semanalmente teniendo en cuenta el comportamiento histórico y las expectativas futuras. Después, se selecciona el mejor vehículo para implementar la inversión, utilizando tanto criterios cuantitativos como cualitativos, buscando fondos o ETF que generen alpha de forma sostenida. Finalmente, se asigna el peso más eficiente para la cartera según una ratio de rentabilidad/riesgo. Las posiciones directas se complementan con una gestión activa del riesgo.

La principal diferencia entre el **CI Gestión Alternativa** y el **CI Gestión Dinámica** es que el segundo tiene mayor presupuesto de volatilidad, como vemos en el posicionamiento por clase de activo al cierre de julio.

Caja Ingenieros Gestión Alternativa



Caja Ingenieros Gestión Dinámica



Fuente: CIG. Gráfico correspondiente a los rangos de asignación de activos.

Fondo a fondo

Los fondos siguen con los mismos niveles conservadores en la renta variable, con un mayor peso en la **renta variable global y en subtemáticas defensivas como el sector infraestructuras y REIT**. Respecto a la renta fija, la intervención de los bancos centrales y las políticas acomodaticias han dejado un porcentaje muy significativo de los activos de renta fija con TIR negativas. Por este motivo, preferimos asignar parte del capital a través de estrategias alternativas *market neutral* por su reducida exposición al riesgo de mercado, siendo estas capaces de aprovechar ineficiencias del mercado.

Análisis de mercados

La incertidumbre geopolítica sigue instalada en los mercados



El conflicto comercial entre Estados Unidos y China continúa marcando el ritmo de los acontecimientos. A pesar del buen tono de la reunión del G-20, la situación se tensó a posteriori con acusaciones cruzadas en las que ambas potencias alegaron que la contraparte no estaba cumpliendo con lo acordado. Como consecuencia, se inició una escalada arancelaria entre los dos países, junto con una depreciación del yuan, lo que mermó la confianza de los agentes inversores y lastró parte de las rentabilidades conseguidas durante el año. Sin embargo, durante la última semana de agosto, el tono de las declaraciones tanto por parte de Estados Unidos como por parte del gigante asiático volvió a ser constructivo, hecho que dio cierto impulso a las bolsas. En un segundo plano, **la designación de B. Johnson como primer ministro del Reino Unido** añadió más incertidumbre en el mercado debido a que el nuevo líder del partido conservador no descartó una salida no acordada de la Unión Europea. Por otro lado, las continuas **protestas en Hong Kong** debilitaron la confianza de los inversores, lo que afectó especialmente al sector de lujo. Por último, **la estabilización de la situación política en Italia**, donde se evitó concurrir a elecciones, alivió ligeramente el flujo de noticias negativas del periodo.

A nivel macroeconómico, el conjunto de los principales **indicadores manufactureros** ahondaron en terreno negativo tanto en Europa como en Estados Unidos y China. A colación, la economía de la principal potencia asiática frenaba su crecimiento hasta su ritmo más bajo desde 1992 (6,3 % vs. 6,4 % anterior y 6,3 % estimado). Por otro lado, el **Fondo Monetario Internacional** revisó a la baja una décima las perspectivas de crecimiento global para los años 2019 (3,2 %) y 2020 (3,5 %) -en consonancia con las rebajas llevadas a cabo por la mayoría de entidades supranacionales-, a la vez que advertía sobre las consecuencias que podrían tener los diferentes factores de riesgo a la baja tales como la guerra comercial o el *brexit*.

Por lo que respecta a los bancos centrales, la inflación continuó en niveles inferiores al objetivo tanto del Banco Central Europeo como de la Reserva Federal, lo que podría allanar el camino a M. Draghi y J. Powell para efectuar posibles futuras rebajas en los tipos de interés de referencia que apoyen el crecimiento económico.

En clave europea, a principios de julio se dio a conocer que Christine Lagarde será la encargada de situarse al frente del BCE a partir del 1 de noviembre.

Según lo mostrado a lo largo de sus años al frente del FMI, C. Lagarde presenta un perfil acomodaticio que debería dar continuidad a las políticas de tipo “dovish” llevadas a cabo por parte de su antecesor en el cargo. Por otro lado, el BCE mantuvo sin cambios su política monetaria, aunque sentó las bases para la implementación de nuevos estímulos en su siguiente reunión, programada para septiembre, entre los que se podrían incluir recortes de los tipos de interés de referencia o la reactivación de las compras de activos. Si bien el organismo presidido por M. Draghi admitió que existe una desaceleración con riesgos a la baja, también informó de que el riesgo de recesión es reducido.

A diferencia de su homólogo europeo, la **Reserva Federal** rebajó un cuarto de punto el precio del dinero por primera vez desde el inicio de la crisis financiera (2008) para situar los tipos de interés de referencia en el rango 2,0 %-2,25 %. En este sentido, el “dot plot” no señaló ninguna bajada de tipos adicional para lo que resta de año, mientras que el mercado descuenta dos o tres más. Por último, el mensaje de J. Powell en su comparecencia en Jackson Hole fue claramente acomodaticio al señalar que los riesgos geopolíticos y macroeconómicos se han acentuado, por lo que se han elevado las probabilidades de rebajas de tipos adicionales en lo que queda de 2019.

Los bonos gubernamentales de referencia han seguido estrechándose durante los meses de julio y agosto, tal y como ha venido sucediendo durante los últimos períodos. En este sentido, el Bund recortó 34 P.B. de su rendimiento para situarlo en -0,70 %. Asimismo, la rentabilidad del Treasury se estrechó en 53 P.B. hasta alcanzar niveles equivalentes a 1,50 %.

Desde una perspectiva microeconómica, la temporada de resultados correspondiente al segundo trimestre de 2019 finalizó con saldo mixto en Europa y ligeramente positivo en EE.UU. Además, merece la pena añadir que el crecimiento tanto de las ventas como de los ingresos por acción se ha ralentizado en comparación con las últimas presentaciones de resultados.

Por lo que respecta al **Euro Stoxx 600**, el crecimiento de los ingresos se situó en el 2,2 %, mientras que el beneficio por acción se contrajo un 1,0 % debido a los malos resultados cosechados por aquellos sectores más expuestos al ciclo tales como petróleo y gas, materiales básicos y servicios al consumidor. Por lo que respecta al **S&P 500**, el crecimiento de los ingresos fue del 3,6 %, mientras que el beneficio por acción hizo lo propio en un 1,6 %. Por último, cabe destacar el incremento de alertas de resultados que se han producido como consecuencia de la no recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre del presente año -al contrario de lo que estimaba el conjunto del mercado-.

El incremento en las tensiones geopolíticas ha lastrado parcialmente a los índices de renta variable, que, sin embargo, acumulan revalorizaciones de doble dígito en su mayoría. Al cierre de agosto, el Euro Stoxx 50 ha avanzado un 14,2 % en el conjunto del año, aun habiendo acumulado una caída del 1,4 % en los dos últimos meses. En España, el IBEX 35 ha subido un 3,2 % a lo largo de 2019, a pesar de haber cedido un 4,2 % durante julio y agosto. El S&P 500 se ha apreciado un 16,7 % YTD (0,5 % en los dos últimos meses), mientras que el Dow Jones Industrial Average y el Nasdaq registraron avances del 13,2 % (0,7 %) y del 20,1 % (0,5 %), respectivamente. Finalmente, el MSCI Emerging Markets se revalorizó un 1,9% en los ocho primeros meses del año, aunque cedió un 6,7 % en los dos últimos meses.

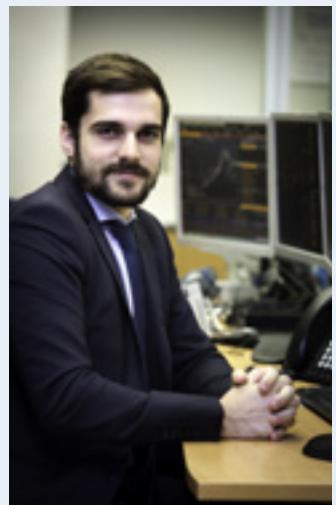
De igual modo, **las materias primas ligadas al ciclo económico también han sufrido las consecuencias del incremento de intensidad en la guerra comercial**. El Brent cedió un 9,2 % en el acumulado de julio y agosto. Por su parte, el oro continúa poniendo en valor su condición de activo refugio y acumula una apreciación del 29,3 % en lo que va de 2019 gracias a un progresivo incremento en su valoración desde el mes de junio. Finalmente, la paridad euro/dólar cerró el mes de agosto en 1,0982, hecho que muestra una cierta fortaleza del USD con respecto al cierre de diciembre del año pasado (1,148).

breves >

La industria de la gestión de activos no puede posponer más la integración de las externalidades

En un artículo de opinión en prensa, el gestor del CI Environment ISR, Arnau Guardia, debate sobre la historia reciente de la inversión ISR y propone criterios de integración como un paso adelante de la industria en materia medioambiental. Según el experto, dichos criterios no solo mejoran los retornos para la sociedad, sino que también repercuten de forma positiva en el retorno económico y valor añadido de las compañías.

Accede al artículo completo en el siguiente [enlace](#).



Estrategias ISR: integración

Se trata de una estrategia de Inversión Socialmente Responsable (ISR) dentro del grupo de criterios valorativos o positivos en la que la gestión clásica de inversiones añade criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno, incluyendo de esta forma explícita cuestiones clave en materia ASG en el análisis financiero tradicional. Para la correcta implementación de esta estrategia es fundamental la capacidad de identificar y cuantificar riesgos y oportunidades extrafinancieros y conocer de qué manera podrían repercutir en las variables financieras de los emisores privados o, en el caso de los emisores soberanos, en los cuadros macroeconómicos de los países.



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.
