

# Gestiona

Publicació bimestral  
exclusiva per a inversors

Setembre/  
Octubre 2019

## Tendències de fons

---

# Quins són els beneficis de la inversió en els REIT?



La inversió en els REIT o les SOCIMI (societat anònima cotitzada d'inversió en el mercat immobiliari) proporciona els beneficis següents a l'inversor corrent:

- Facilita la **liquiditat** en una classe d'actiu que en general no sol caracteritzar-se per aquest tret.
- Dona l'opcionalitat **per invertir en sectors o actius únics** que de forma directa no solen donar l'oportunitat (per exemple, l'Empire State Building de Nova York o la Torre Agbar de Barcelona).
- Proporciona una **gestió professionalitzada** sobre una cartera d'actius immobiliaris en mercats internacionals i de tipologia molt variada.
- Són **vehicles impositivament eficients**, amb una tributació molt reduïda.
- L'actualització de rendes dels contractes d'arrendament està indexada a l'índex de preus de consum, per la qual cosa els REIT es consideren un bon instrument de **cobertura davant de la inflació**.

## Tendències de fons

---

### I... per què els inversors continuen considerant els REIT com un dels sectors amb millors perspectives?

Amb l'actual entorn de tipus d'interès en terreny negatiu i amb la perspectiva de baixades addicionals de tipus per part de les principals institucions monetàries a curt termini, els REIT podrien continuar experimentant un bon comportament fruit dels aspectes següents:

- Són empreses estructuralment palanquejades (nivell de deute sobre actius del 30-50 % normalment), per la qual cosa una estabilitat de tipus en aquests nivells, o fins i tot una reducció com espera el consens d'analistes, significa que el seu **cost de finançament es mantindrà en nivells de mínims històrics**. A més, les companyies estan refinançant el seu deute en un entorn de tipus actual, amb emissions a molt llarg termini i cupons fixos (per exemple, l'empresa francesa Gecina té bons a tipus fix i amb venciment d'aquí a 10 anys al 0,30 %), la qual cosa els assegura capital barat a llarg termini.
- La valoració dels actius immobiliaris es realitza mitjançant una actualització a present dels fluxos de caixa futurs. D'aquesta manera, en un entorn de baixos tipus d'interès, el denominador (taxa de descompte) es manté estable i això condueix a unes **valoracions estables, ceteris paribus**.
- Les *yields* (lloguers sobre el valor dels actius) solen tenir una correlació elevada amb els tipus sobirans de llarga durada a curt termini, de manera que en estar en mínims històrics en tipus, també ho estem en *yields*. Tot i així, l'*spread* entre *yield* i tipus sí que es troba per sobre de la mitjana en algunes tipologies d'inversió, amb la qual cosa creiem que **queda marge de contracció en el diferencial entre yield i tipus**, sempre que els tipus es mantinguin en aquest entorn.

### Quina és la situació actual del sector immobiliari a Europa per tipologia d'actiu?

- **Centres comercials.** Les principals companyies europees estan cotitzant amb un descompte de més del 30 % sobre el seu valor net a causa de la preocupació creixent dels inversors sobre l'impacte del comerç electrònic i l'estancament del trànsit en centres comercials de rang baix, i amb els ulls posats en l'impacte que podria tenir una recessió en el comerç minorista. Amb tot això, creiem que el nivell actual de preus està anticipant unes perspectives uniformes independentment de la qualitat dels actius (àrea de captació, posicionament regional, mida, qualitat dels llogaters...), fet que considerem que ofereix oportunitats excel·lents d'inversió en companyies amb actius de qualitat contrastada.
- **Logístic.** Després d'una contracció notable de *yields* durant els últims anys (entre 300-500 punts bàsics) i malgrat comptar amb les millors perspectives de creixement de tot el sector immobiliari, creiem que les valoracions deixen poc marge de seguretat a les inversions en aquest segment. El principal catalitzador és l'increment del comerç *online* sobre el *mix* del comerç minorista, però, al seu torn, també s'ha produït una saturació de les localitzacions *Premium*, fet que ha portat els lloguers a créixer molt per sobre de la inflació.
- **Oficines.** Les *yields* actuals del segment CBD (districtes financers) estan prop de mínims històrics a la majoria de ciutats europees (París, Milà, Frankfurt, Madrid...), però, a aquesta dada descoratjadora, hi hem d'incorporar que les valoracions de moltes companyies d'aquest sector estan cotitzant amb un descompte del 20-25 % sobre el seu valor net comptable. Això implica que la *yield* implícita se situï per sobre dels rendiments normals.

## Tendències de fons

---

- **Residencial.** La possible congelació de lloguers a Berlín té en suspens els principals REIT del sector, i malgrat que és probable que la proposta no prosperi, almenys en els termes inicials, la falta de visibilitat continuarà penalitzant el sentiment dels inversors a curt termini.
- **Centres de dades.** Aquesta tipologia d'inversió ha experimentat un comportament excel·lent durant els últims anys i, com a conseqüència d'això, està cotitzant a uns nivells exigents. Malgrat això, tot fa indicar que l'oferta d'espai per llogar en aquests actius continua creixent a un ritme accelerat i les fortes renovacions en lloguers semblen ser cosa del passat. Tot i així, tal com passa amb els actius logístics, es beneficia d'una tendència secular de creixement que hauria d'impulsar el sector a llarg termini: el creixement de dades.

## Fons a fons

---

# Fons multiactiu -CE Gestió Alternativa i CE Gestió Dinàmica-



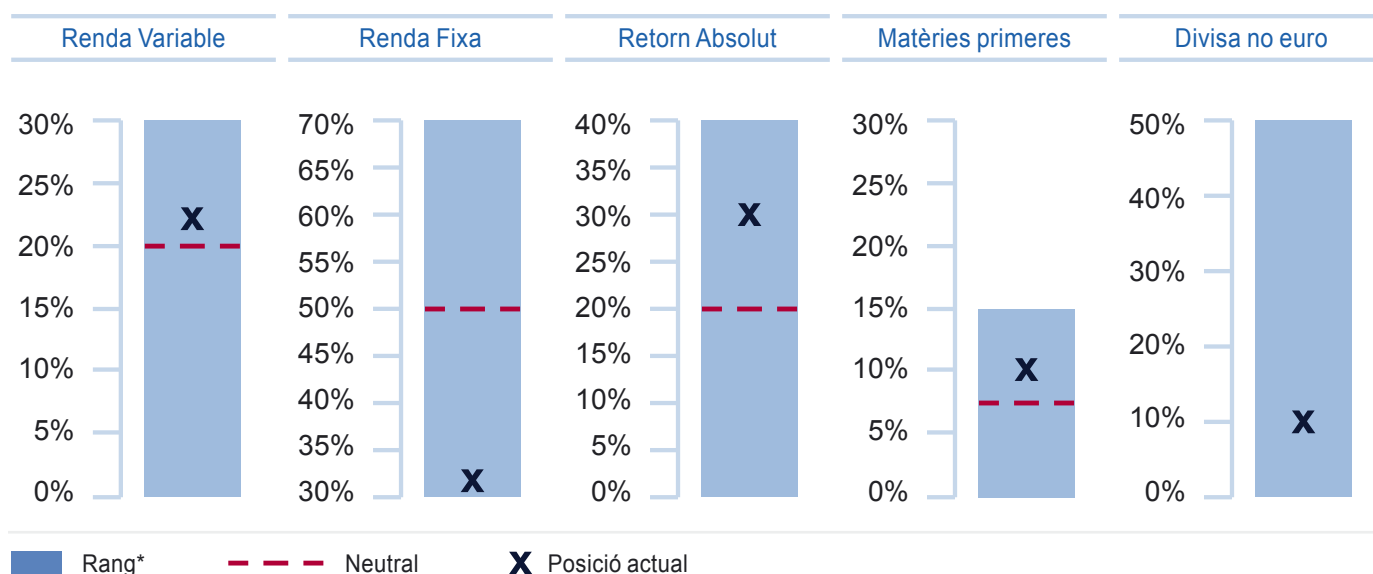
El **CE Gestió Alternativa, FI**, i el **CE Gestió Dinàmica, FI**, són fons multiactiu que ofereixen exposició a una cistella d'actius amb una **volatilitat controlada** i amb un **objectiu de preservació del capital**. D'aquesta forma, a través d'un únic fons s'accedeix a diferents tipologies d'instruments financers, àrees geogràfiques o actius (com la renda variable, renda fixa, matèries primeres, divises o estratègies alternatives, entre d'altres). Aquesta diversificació busca que, en moments de **caigudes** de mercat, els fons multiactiu tendixin a comportar-se **millor que altres categories d'actius**. En canvi, quan els mercats són **alcistes**, aquesta categoria de fons es queda per **darrere del mercat**. El control del risc es pot mesurar de diverses formes, però la més generalitzada per a aquests fons és tenir un sostre màxim de volatilitat i un VAR controlat.

## Fons a fons

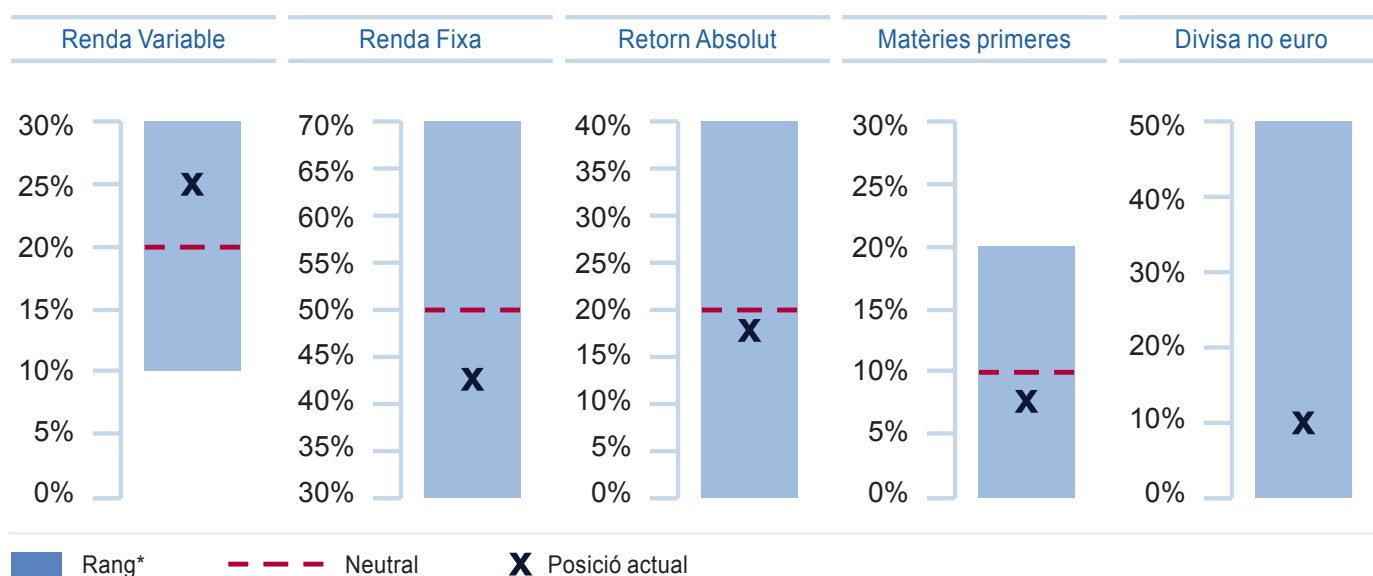
A l'hora de confeccionar la cartera, primer es realitza l'*asset allocation* (assignació d'actius) donant una valoració estratègica i tàctica setmanalment tenint en compte el comportament històric i les expectatives futures. Després, se selecciona el millor vehicle per implementar la inversió, utilitzant tant criteris quantitius com qualitius, buscant fons o ETF que generin alpha de forma sostinguda. Finalment, s'assigna el pes més eficient per a la cartera segons una ràtio de rendibilitat/risc. Les posicions directes es complementen amb una gestió activa del risc.

La principal diferència entre el **CE Gestió Alternativa** i el **CE Gestió Dinàmica** és que el segon té més pressupost de volatilitat, com veiem en el posicionament per classe d'actiu al tancament de juliol.

### Caixa Enginyers Gestió Alternativa



### Caixa Enginyers Gestió Dinàmica



Font: CEG. Gràfic corresponent als rangs d'assignació d'actius.

## Fons a fons

---

Els fons segueixen amb els mateixos nivells conservadors en la renda variable, amb un pes més gran en la **renda variable global i en subtemàtiques defensives com el sector infraestructures i REIT**. Respecte a la renda fixa, la intervenció dels bancs centrals i les polítiques acomodaticies han deixat un percentatge molt significatiu dels actius de renda fixa amb TIR negatives. Per aquesta raó, preferim assignar part del capital a través d'estratègies alternatives *market neutral* per la seva exposició reduïda al risc de mercat, sent aquestes alternatives capaces d'aprofitar ineficiències del mercat.

## Anàlisi de mercats

---

# La incertesa geopolítica continua instal·lada en els mercats



**El conflicte comercial entre els Estats Units i la Xina continua marcant el ritme dels esdeveniments.** Malgrat el bon to de la reunió del G-20, la situació es va tensar *a posteriori* amb acusacions creuades en les quals ambdues potències van al·legar que la contrapart no estava complint amb allò que s'havia acordat. Com a conseqüència, es va iniciar una escalada aranzelària entre els dos països, juntament amb una depreciació del iuan, la qual cosa va minvar la confiança dels agents inversors i va llastar part de les rendibilitats aconseguides durant l'any. No obstant això, durant l'última setmana d'agost, el to de les declaracions tant per part dels Estats Units com per part del gegant asiàtic va tornar a ser constructiu, fet que va donar cert impuls a les borses. En un segon pla, **la designació de B. Johnson com a primer ministre del Regne Unit** va afegir més incertesa en el mercat perquè el nou líder del partit conservador no va descartar una sortida no acordada de la Unió Europea. D'altra banda, les contínues **protestes a Hong Kong** van debilitar la confiança dels inversors, la qual cosa va afectar especialment el sector de luxe. Finalment, **l'estabilització de la situació política a Itàlia**, on es va evitar acudir a eleccions, va alleujar lleugerament el flux de notícies negatives del període.

## Anàlisi de mercats

---

En l'àmbit macroeconòmic, el conjunt dels principals **indicadors manufacturadors** es van endinsar en terreny negatiu tant a Europa com als Estats Units i la Xina. A col·lació, l'economia de la principal potència asiàtica frenava el seu creixement fins al seu ritme més baix des de 1992 (6,3 % vs. 6,4 % anterior i 6,3 % estimat). D'altra banda, el **Fons Monetari Internacional** va revisar a la baixa una dècima les perspectives de creixement global per als anys 2019 (3,2 %) i 2020 (3,5 %) -d'acord amb les rebaixes dutes a terme per la majoria d'entitats supranacionals-, alhora que advertia sobre les conseqüències que podrien tenir els diferents factors de risc a la baixa com ara la guerra comercial o el *Brexit*.

Pel que fa als bancs centrals, la inflació va continuar en nivells inferiors a l'objectiu tant del Banc Central Europeu com de la Reserva Federal, fet que podria aplanar el camí de M. Draghi i J. Powell per efectuar possibles futures rebaixes en els tipus d'interès de referència que donin suport al creixement econòmic.

*En clau europea, a començaments de juliol es va donar a conèixer que Christine Lagarde serà l'encarregada de situar-se al capdavant del BCE a partir de l'1 de novembre.*

Segons allò que ha mostrat al llarg dels seus anys al capdavant de l'FMI, C. Lagarde presenta un perfil acomodatiu que hauria de donar continuïtat a les polítiques de tipus "dovish" dutes a terme per part del seu antecessor en el càrrec. D'altra banda, el BCE va mantenir sense canvis la seva política monetària, encara que va establir les bases per a la implementació de nous estímuls en la seva següent reunió, programada per al setembre, entre els quals es podrien incloure retallades dels tipus d'interès de referència o la reactivació de les compres d'actius. Si bé l'organisme presidit per M. Draghi va admetre que existeix una desacceleració amb riscos a la baixa, també va informar que el risc de recessió és reduït.

A diferència del seu homòleg europeu, la **Reserva Federal** va rebaixar un quart de punt el preu dels diners per primera vegada des de l'inici de la crisi financera (2008) per situar els tipus d'interès de referència en el rang 2,0 %-2,25 %. En aquest sentit, el "dot plot" no va assenyalar cap baixada de tipus addicional d'aquí a finals d'any, mentre que el mercat en descompta dos o tres més. Finalment, el missatge de J. Powell en la seva compareixença a Jackson Hole va ser clarament acomodatiu en assenyalar que els riscos geopolítics i macroeconòmics s'han accentuat, per la qual cosa s'han elevat les probabilitats de rebaixes de tipus addicionals d'aquí a finals de 2019.

Els bons governamentals de referència han continuat estrenyent-se durant els mesos de juliol i agost, tal com ha vingut passant durant els últims períodes. En aquest sentit, el Bund va retallar 34 p.b. del seu rendiment per situar-lo en -0,70 %. Així mateix, la rendibilitat del Treasury es va estrènyer en 53 p.b. fins a assolir nivells equivalents a 1,50 %.

**Des d'una perspectiva microeconòmica, la temporada de resultats corresponent al segon trimestre de 2019 va finalitzar amb saldo mixt a Europa i lleugerament positiu als EUA.** A més, val la pena afegir que el creixement tant de les vendes com dels ingressos per acció s'ha alentit en comparació amb les últimes presentacions de resultats.

## Anàlisi de mercats

---

Pel que fa a l'**Euro Stoxx 600**, el creixement dels ingressos es va situar en el 2,2 %, mentre que el benefici per acció es va contreure un 1,0 % a causa dels mals resultats aconseguits per aquells sectors més exposats al cicle com ara petroli i gas, materials bàsics i serveis al consumidor. Pel que fa a l'**S&P 500**, el creixement dels ingressos va ser del 3,6 %, mentre que el benefici per acció va fer el mateix en un 1,6 %. Finalment, cal destacar l'increment d'alertes de resultats que s'han produït com a conseqüència de la no recuperació de l'activitat econòmica durant el segon semestre d'aquest any -al contrari d'allò que estimava el conjunt del mercat-.

L'increment en les tensions geopolítiques ha llastat parcialment els índexs de renda variable, que, no obstant això, acumulen majoritàriament revaloracions de doble dígit. Al tancament d'agost, l'Euro Stoxx 50 ha avançat un 14,2 % en el conjunt de l'any, fins i tot havent acumulat una caiguda de l'1,4 % en els dos últims mesos. A Espanya, l'IBEX 35 ha pujat un 3,2 % al llarg de 2019, malgrat haver cedit un 4,2 % durant juliol i agost. L'S&P 500 s'ha apreciat un 16,7 % YTD (0,5 % en els dos últims mesos), mentre que el Dow Jones Industrial Average i el Nasdaq van registrar avenços del 13,2 % (0,7 %) i del 20,1 % (0,5 %), respectivament. Finalment, l'MSCI Emerging Markets es va revalorar un 1,9% en els vuit primers mesos de l'any, encara que va cedir un 6,7 % en els dos últims mesos.

De la mateixa manera, **les matèries primeres lligades al cicle econòmic també han patit les conseqüències de l'increment d'intensitat en la guerra comercial**. El Brent va cedir un 9,2 % en l'acumulat de juliol i agost. Per la seva banda, l'or continua posant en relleu la seva condició d'actiu refugi i acumula una apreciació del 29,3 % durant el 2019 gràcies a un increment progressiu en la seva valoració des del mes de juny. Finalment, la paritat euro/dòlar va tancar el mes d'agost en 1,0982, fet que mostra una certa fortalesa de l'USD respecte al tancament de desembre de l'any passat (1,148).

## breus >

### La indústria de la gestió d'actius no pot posposar més la integració de les externalitats

En un article d'opinió en premsa, el gestor del CE Environment ISR, Arnau Guardia, debat sobre la història recent de la inversió ISR i proposa criteris d'integració com un pas endavant de la indústria en matèria mediambiental. Segons l'expert, aquests criteris no només milloren els retorns per a la societat, sinó que també repercuteixen de manera positiva en el retorn econòmic i valor afegit de les companyies.

Accedeix a l'article complet en el següent [enllaç](#).



## Estratègies ISR: integració

Es tracta d'una estratègia d'Inversió Socialment Responsable (ISR) dins del grup de criteris valoratius o positius en què la gestió clàssica d'inversions afegeix criteris socials, mediambientals i de bon govern, incloent d'aquesta forma explícita qüestions clau en matèria ASG en l'anàlisi financera tradicional. Per a la implementació correcta d'aquesta estratègia és fonamental la capacitat d'identificar i quantificar riscos i oportunitats extrafinancers i conèixer de quina manera podrien repercutir en les variables financeres dels emissors privats o, en el cas dels emissors sobirans, en els quadres macroeconòmics dels països.



---

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.

---