

# Gestiona

Publicación bimestral  
exclusiva para inversores

Julio / Agosto  
2020

## Tendencias de fondo

### Europa, valor y GRANOLAS



En un mundo globalizado, resulta complicado conseguir el éxito para aquellas industrias que compiten en precio y no en calidad, máxime si operan en países con elevados costes de producción en relación con el resto del mundo y, especialmente, con los países emergentes. En este sentido, Europa empezó el siglo con una exposición elevada a sectores intensivos en capital, los cuales han perdido paulatinamente buena parte de sus ventajas competitivas en detrimento de otros países o regiones más competitivos como pueden ser China o el sureste asiático.

Por otro lado, una de las grandes tendencias del siglo XXI ha sido la [revolución tecnológica](#), en la que el foco del capital ha pasado de estar en los activos físicos a estar en los [activos intangibles](#). Esta transición hacia la digitalización económica y sectores con una mayor influencia de la propiedad intelectual ha dejado al continente europeo desprevenido y, debido a los bajos niveles de emprendimiento y complacencia con el statu quo actual, se ha quedado claramente rezagado en términos de liderazgo empresarial en detrimento de Estados Unidos y, más recientemente, de China.

## Tendencias de fondo

---

Todo lo anterior ha provocado profundos cambios estructurales desde todos los ángulos económicos, siendo los mercados de acciones, y en particular la composición de [los índices de acciones, uno de los más afectados](#). Así, durante las últimas décadas, el desempeño de los principales índices de renta variable norteamericana y europea ha sido radicalmente distinto, destacando el liderazgo de las acciones estadounidenses frente al resto, incluidas las europeas. Si bien existen varios motivos que explican tal comportamiento, la diferencia en términos de exposición a sectores tradicionales y sectores ligados con el cambio tecnológico ha desempeñado un papel fundamental en los retornos históricos obtenidos por los mercados de renta variable. No obstante, consideramos que siguen existiendo nichos de mercado en los que las compañías europeas se mantienen a la vanguardia en términos de dominio empresarial frente a otros continentes. Veamos algunos ejemplos.

*Por lo que respecta al sector tecnológico, el gran vencedor en lo que llevamos de siglo ha sido, sin duda, Estados Unidos.*

Las conocidas FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft y Google) han sido las protagonistas absolutas de la última década y han llegado a tener una capitalización bursátil de 5,2 trillones de dólares en enero de este año, equivalente al 19 % del S&P 500, que compara con los 3,7 trillones de dólares de capitalización bursátil del Euro Stoxx 50. A pesar de la clara supremacía estadounidense, el sector tecnológico tiene la característica de contar con muchos ‘ángulos’ y un factor común: la mayoría de estos ‘ángulos’ son monopolios u oligopolios. El principal motivo de esta característica es que los principales fosos económicos que emanan de este sector (efecto red y coste de cambio, entre otros) tienden a provocar un escenario en el que el ganador acapara (casi) todo el mercado. Gracias a ello, algunos segmentos tecnológicos han sido y siguen siendo liderados de manera clara por compañías europeas. Es el caso de la industria de software de planificación de recursos empresariales (ERP), cuyo dominio lo acapara la compañía alemana SAP; la industria de maquinaria de fabricación litográfica necesaria para la producción de semiconductores, cuyo liderazgo depende en exclusiva de la compañía holandesa ASML; o la industria de sistemas globales de distribución turísticos (GDS), en la que la compañía española Amadeus mantiene la superioridad frente al resto de competidores.

Otro de los sectores destacados es el [sector salud europeo](#), el cual, como el estadounidense, tiene un peso relativo del 14 % dentro del correspondiente índice Bloomberg 500, que engloba las quinientas compañías más importantes de cada región (Europa y Estados Unidos). La salud resulta un sector de vital importancia para el ser humano puesto que puede mejorar o alargar la vida del paciente, por lo que muy probablemente cuente con un viento de cola que permanecerá a largo plazo. Además, el sector farmacéutico es capaz de generar valor por su [alto grado de innovación](#), así como por las patentes, la escala y la recurrencia, que protegen la evolución del modelo de negocio. Fruto de estas características, las empresas farmacéuticas suelen contar con márgenes muy elevados, así como con ratios de retorno (por ejemplo, el ROIC) de primera categoría. En este sentido, compañías europeas líderes en sus respectivos campos de medicina como Novo Nordisk (diabetes, Dinamarca) o Roche (oncología, Suiza) han sido capaces de generar un [rendimiento superior](#) al de los índices estadounidenses durante los últimos 20 años.

## Tendencias de fondo

Otro de los sectores eminentemente europeo y del que se puede extraer valor añadido es el del consumo de productos de lujo, cuya historia y legado permiten explotar la intangibilidad de las marcas. De acuerdo con la lista de las cien marcas más poderosas del mundo elaborada por Forbes, seis de estas pertenecen al sector del lujo, todas tienen su origen en el Viejo Continente (Louis Vuitton, Gucci, Hermès, Cartier, Rolex y Chanel) y todas pertenecen a compañías radicadas en Europa como LVMH, L'Oréal o Kering. De hecho, según McKinsey, más del 40 % de la producción mundial de artículos de lujo se realiza en Italia. Por otro lado, muchas de estas marcas nacen a mediados del siglo XVIII, con lo que replicar su identidad es prácticamente imposible. Este tipo de compañías crecen tanto por el incremento en términos absolutos del número de personas que pasan a formar parte de la clase media en países emergentes –especialmente en China- como por deseos aspiracionales (también en redes sociales).

Si bien es cierto que Europa carece de empresas consideradas de “crecimiento” como las FAANG, también lo es que los índices han cambiado radicalmente durante los últimos años acompañándose a los cambios tendenciales que se producen en la economía real. Así, hace 20 años, las diez compañías más grandes de Europa por capitalización bursátil eran empresas de telecomunicaciones, bancos y petroleras. Actualmente, no hay ninguna compañía que forme parte de estos sectores entre el Top 10 de los principales índices de renta variable. Por otro lado, diez compañías dentro del índice Euro Stoxx 600 han logrado acumular el mayor peso relativo dentro del índice de las últimas décadas. Todo ello nos lleva a hablar del término acuñado por Goldman Sachs: [las GRANOLAS](#).

Las GRANOLAS son las once compañías europeas más grandes por capitalización bursátil (GlaxoSmithKline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP y Sanofi). Estas compañías comparten [tres características](#): (i) tienen balances relativamente sólidos, (ii) obtienen unos ingresos relativamente recurrentes y superiores a los de la media del mercado y (iii) ofrecen buenos rendimientos de dividendos. Como puede observarse en el siguiente cuadro, las métricas de estas compañías son claramente superiores a las del índice de referencia.

	Sector	ROIC	ROE	ROA	Margen bruto	Margen EBITDA	Margen neto	ND / EBITDA 2021e	RPD (%)
GLAXOSMITHKLINE	Farmacéutico	17,5%	62,9%	7,3%	64,9%	27,2%	13,8%	1,8	4,8%
ROCHE	Farmacéutico	34,2%	44,7%	16,7%	70,1%	35,0%	22,0%	-0,2	2,8%
ASML	Tecnológico	18,5%	21,5%	12,0%	44,7%	27,8%	21,9%	-0,4	0,8%
NESTLE	Bienes de consumo	16,2%	23,1%	9,5%	49,8%	21,3%	13,6%	1,5	2,6%
NOVARTIS	Farmacéutico	11,5%	24,7%	9,3%	70,4%	29,4%	24,1%	0,5	3,5%
L'OREAL	Lujo	17,3%	13,3%	9,1%	73,0%	24,3%	12,6%	-0,8	1,6%
LVMH	Lujo	18,5%	20,8%	8,4%	66,2%	30,5%	13,4%	0,8	1,3%
ASTRAZENECA	Farmacéutico	9,1%	14,3%	2,6%	79,8%	27,6%	5,5%	1,3	2,6%
SAP	Tecnológico	12,6%	14,2%	6,9%	69,7%	27,6%	12,1%	0,5	1,4%
SANOFI	Farmacéutico	3,8%	4,8%	2,5%	68,2%	17,8%	7,5%	0,8	3,6%
AVERAGE		15,9%	24,4%	8,4%	65,7%	26,8%	14,6%	0,6	2,5%
EUROSTOXX 600		4,1%	8,5%	1,0%	30,6%	15,3%	5,8%	3,6	3,0%

## CI Bolsa Euro Plus, FI



El objetivo de CI Bolsa Euro Plus es la consecución a largo plazo de rentabilidades positivas en términos absolutos. 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.

Las compañías en cartera tienen una serie de características comunes. En primer lugar, se trata de negocios con una tendencia estructural positiva, es decir, que sean capaces de hacer crecer los ingresos a ritmos de dígito simple medio hacia adelante, que ofrezcan visibilidad y cuyas perspectivas sean positivas a largo plazo.

En segundo lugar, las compañías deben presentar unas características cualitativas en forma de ventajas competitivas que protejan su modelo de negocio a largo plazo. Con ello, se pretende asegurar que el modelo de negocio no sea fácilmente replicable y que se eviten trampas de valor que puedan comportar una pérdida de valor permanente. Además, deben ser compañías con sólidos fundamentales, puesto que ello otorga seguridad al equipo gestor ante caídas coyunturales, por muy abruptas que estas sean.

A continuación, se exigen unos retornos elevados junto con capacidad de reinversión. Los retornos elevados sostenibles denotan que por un motivo u otro la compañía cuenta con una ventaja competitiva que impide a sus competidores poder arañar parte de esa rentabilidad. En cuanto a la capacidad de reinversión, se busca que sean negocios que no repartan beneficios, sino que los reinviertan. Con ello, el fondo se beneficia de los efectos del interés compuesto a unas tasas de retorno de doble dígito.

Por último, se analiza su huella medioambiental y se valora su calificación ISR a través de MSCI con el objetivo de que el portfolio cuente con un promedio ESG de máximo nivel.

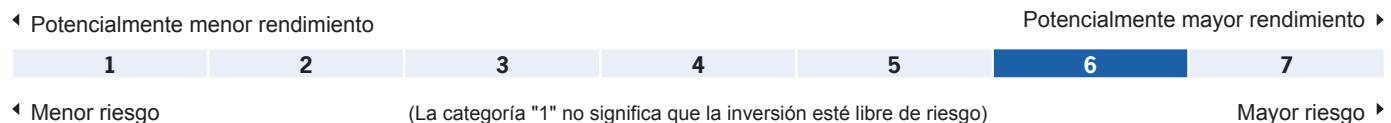
## Fondo a fondo

Top 10 Holdings (%)	Fondo	Index	+/-
Accenture	5,8%	0,0%	<b>5,8%</b>
Prosus	5,5%	0,0%	<b>5,5%</b>
SAP	5,4%	5,8%	<b>-0,4%</b>
adidas	5,4%	1,9%	<b>3,5%</b>
Unilever	4,9%	2,9%	<b>2,0%</b>
Grifols	4,8%	0,0%	<b>4,8%</b>
Corticeira Amorim	4,7%	0,0%	<b>4,7%</b>
ASML Holding	4,7%	5,9%	<b>-1,3%</b>
Deutsche Boerse	4,5%	1,3%	<b>3,2%</b>
Novo Nordisk	4,4%	0,0%	<b>4,4%</b>
<b>Top 10 Holdings (%)</b>	<b>50,1%</b>		

Sector (%)	Fondo	Index	+/-
Consumer Discretionary	35,2%	13,7%	<b>21,5%</b>
Consumer Staples	7,9%	10,4%	<b>-2,4%</b>
Energy	0,0%	5,0%	<b>-5,0%</b>
Financials	6,1%	14,6%	<b>-8,5%</b>
Health Care	13,6%	10,0%	<b>3,6%</b>
Industrials	16,0%	10,0%	<b>4,0%</b>
Information Technology	16,6%	13,6%	<b>2,9%</b>
Materials	4,7%	10,1%	<b>-5,4%</b>
Real Estate	0,0%	0,0%	<b>0,0%</b>
Communication Services	0,0%	4,7%	<b>-4,7%</b>
Utilities	0,0%	6,0%	<b>-6,0%</b>

Fuente: Caja Ingenieros Gestión, cierre junio 2020

### Perfil de riesgo y remuneración



Este dato indica el 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 a medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, por lo que acepta un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, hecho que puede generar 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.

## Análisis de mercados

# Se acentúa la divergencia entre activos financieros y economía real

Los principales activos de riesgo recuperaron buena parte de las pérdidas provocadas por la irrupción del [coronavirus](#) al calor de la estabilización de la situación sanitaria en algunos países, junto con el soporte de los estímulos monetarios y fiscales adoptados por la mayoría de economías a nivel mundial. A pesar de que el número de contagiados superan los 10 millones y de que el continente americano está sufriendo el periodo con mayor número de infectados, la propagación de la pandemia parece estar relativamente bajo control en los focos geográficos iniciales -Europa y China-, hecho que está permitiendo la reactivación de sus economías. Por otro lado, el pasado 7 de julio, la OMS confirmó que veintiuna vacunas se encontraban en fase de ensayo clínico.



Si bien durante los primeros meses de 2020 la falta de visibilidad dificultó la estimación del impacto del coronavirus, actualmente el promedio de las proyecciones agregadas por el consenso de analistas se encuentra estabilizado. Atendiendo a la última previsión publicada por el FMI, las proyecciones señalaron una caída del -4,9 % del PIB mundial en 2020 y una posterior recuperación en 2021 (5,4 %). La previsión correspondiente a 2020 y a 2021 en la zona euro es del -10,2 % y del 6,0 %, respectivamente. A todo ello, merece la pena señalar que existe un grado de incertidumbre inusitadamente elevado en torno a estas proyecciones porque se fundamentan en presunciones sobre el devenir de la pandemia. Por otro lado, los principales datos económicos publicados (PMI, peticiones de subsidio por desempleo, confianza del consumidor, etc.) muestran una tendencia alcista desde la irrupción de la COVID-19, aunque provienen de un punto de partida muy bajo.

Tal y como señalábamos, la actuación de los bancos centrales para mitigar el impacto del coronavirus en la economía ha seguido siendo contundente. El Banco Central Europeo lanzó un nuevo [programa de compra de activos](#) (PEPP) por importe de 600.000 millones de euros que, junto con el paquete anterior, suman 1,35 billones de euros -equivalente al 11,3 % del PIB europeo-. Dicho programa se ejecutará a lo largo de 2020 y la primera mitad de 2021, con reinversión de los vencimientos, al menos, hasta finales de 2022. Por su parte, la Reserva Federal empezó a comprar [bonos corporativos](#) en el mercado secundario, un mecanismo que aún no había sido utilizado. Además, actualizó sus proyecciones económicas: espera un descenso del PIB equivalente al -6,5 % para este año seguido de un repunte del 5,0 % en 2021. Por otro lado, J. Powell confirmó que no tiene intención de subir los tipos de interés de referencia antes de 2023.

En cuanto a los instrumentos de política fiscal, la CE anunció un [nuevo paquete de estímulo](#) por importe de 750.000 millones de euros con cargo al Fondo de Reconstrucción, financiado con emisiones respaldadas desde el presupuesto europeo, de los cuales 500.000 millones de euros se otorgarían en forma de subvención y 250.000 millones de euros en forma de préstamo, si bien no se consiguió alcanzar un acuerdo por parte de los líderes con respecto a la estructuración del paquete de estímulo debido a la divergencia de opiniones entre el eje más reticente (Holanda, Austria, Suecia y Dinamarca) y el resto. Finalmente, el periodo de negociación se alargará hasta julio. Por otro lado, el Departamento del Tesoro de EE. UU. podría presentar un nuevo plan de ayuda valorado en hasta 3 billones de dólares, que incluiría ayudas a Estados y Gobiernos locales y pagos directos a los ciudadanos, entre otros.

## Análisis de mercados

---

El repunte en el optimismo inversor mantuvo los rendimientos de los bonos gubernamentales durante los dos últimos meses del primer semestre de 2020, a pesar del incremento en los niveles de deuda pública fruto de las políticas fiscales expansivas. El Bund a 10 años se amplió en 13 P.B. para situar su rendimiento en el -0,454 %. De igual modo, el Treasury hizo lo propio al ampliar su rendimiento ligeramente (2 P.B.) hasta alcanzar niveles equivalentes al 0,656 %.

En el ámbito microeconómico, por lo que respecta a la temporada de resultados empresariales correspondientes al primer trimestre de 2020, tomando como referencia las compañías que conforman el índice S&P 500, el 58 % batieron las previsiones de ingresos (+1 % de crecimiento) y el 65 % han hecho lo propio por lo que respecta al beneficio por acción (-8 %). En Europa, usando como referencia el Euro Stoxx 600, los ingresos cayeron un -5 % (64 % batieron estimaciones) y el BPA se contrajo un -24 % (55 %). El diferencial entre ambos índices se debe, principalmente, al hecho de que el inicio de las restricciones a la movilidad en Europa se produjo antes que en Estados Unidos y, además, las medidas de confinamiento adoptadas fueron más restrictivas. Por otro lado, los sectores más afectados a ambos lados del Atlántico fueron petróleo y gas, materiales básicos, bienes y servicios de consumo e industriales.

*Las subidas generalizadas de los principales selectivos desde el valle alcanzado en la segunda mitad de marzo no lograron situar los rendimientos de 2020 en terreno positivo.*

El Euro Stoxx 50 avanzó un 10,5 % en el periodo que comprende los meses de mayo y junio, si bien durante el año acumula una caída del 13,7 %. Mientras, el IBEX 35 se anotó una subida del 4,5 % durante los dos últimos meses y situó su rendimiento anual en el -24,3 %. Al otro lado del Atlántico, el S&P 500 se apreció un 6,45 % en el periodo, si bien todavía se encuentra en números rojos (-4,0 %) en el año. Por su parte, el Dow Jones Industrial Average y el Nasdaq situaron sus rendimientos en el 6,0 % y el 13,2 %, respectivamente, logrando rentabilidades acumuladas al cierre de junio del -9,55 % y del +12,1 % (en terreno positivo influenciado por el sector tecnológico, conformado por compañías cuyos modelos de negocio no han sido impactados y en algunos casos, incluso, han sido favorecidos por la pandemia). Por último, el desempeño de los mercados emergentes, medidos a través del MSCI Emerging Markets, ha sido equivalente al 7,6 % durante los dos últimos meses y del -10,7 % desde que se inició el año.

Por otro lado, el precio del crudo rebotó un 62,9 %, si bien su rendimiento en el año sigue siendo claramente negativo (-34,6 %) debido al empeoramiento de las perspectivas económicas. Por su parte, el oro ha subido un 17,4 % en lo que va de año (+5,6 % en los dos últimos meses) debido a la incertidumbre generada por la COVID-19. Finalmente, la paridad euro/dólar se situó en 1,1234 al cierre del periodo desde 1,0955 al cierre de abril y 1,1213 a finales de 2019.

## breves >

### Tres de los fondos de Caja Ingenieros Gestión consiguen la máxima calificación por la agencia Morningstar

Los fondos CI Environment ISR A, FI, CI Emergentes A, FI, y CI Iberian Equity A, FI, aparecen entre los fondos españoles 5 estrellas en las categorías Mixto Moderado Global, RV Emergente y RV España, respectivamente, en la clasificación mensual que realiza la agencia de rating de fondos de inversión Morningstar en su última publicación al cierre de junio.

Especialmente resaltable resulta el caso del CI Environment ISR, A, FI, el cual, a pesar de que apenas sobrepasa los tres años de vida, logra de nuevo colarse entre los mejores fondos de su categoría. La estrategia, que también cuenta con la máxima calificación de sostenibilidad por la misma agencia, ya fue galardonada con diferentes premios durante 2019 gracias a su excelente contribución tanto en términos de rentabilidad como de riesgo ajustado.

[Para mayor información, consulta el siguiente enlace](#)

### Rankia entrevista a Sergi Casoliva, *portfolio manager* de Caja Ingenieros Gestión, en su apartado Selector del mes

Rankia publicó, el pasado 23 de junio, una entrevista a Sergi Casoliva, portfolio manager de Caja Ingenieros Gestión. Sergi se incorporó al equipo de Caja Ingenieros Gestión en marzo de 2019 como gestor de fondos de retorno absoluto.

Cuando le preguntan por los retos en Caja Ingenieros Gestión para los próximos meses, Sergi comenta: "En Caja Ingenieros Gestión continuamos creyendo que la inversión socialmente responsable es el futuro y aproximadamente el 40 % de los activos que tenemos bajo gestión ya tienen el sello ISR. Con las correcciones acontecidas en marzo, se ha observado cómo la aplicación de criterios ASG y la exclusión de determinados sectores han permitido amortiguar parte de los descensos bursátiles. Creemos que las compañías con una estrategia ISR más robusta tienen mayores probabilidades de seguir existiendo en el futuro y obtener mayor reconocimiento en su valor de mercado. Por ello, creemos que la industria de la inversión a partir de criterios ESG continuará creciendo. Y ese es el reto: crecer en activos bajo gestión con sello ISR y aflorar todo el valor de la gestión activa como contribuidor del cambio".

[Lea aquí la entrevista completa.](#)

# *¿Qué son los bonos sociales y qué criterios deben seguir para su emisión?*

A diferencia de los bonos verdes, los cuales destinan los recursos obtenidos a la financiación o refinanciación de proyectos ecológicos, los bonos sociales buscan financiar proyectos con el objetivo de mitigar un problema social determinado como, por ejemplo, el acceso a una vivienda asequible o a suministros básicos, la generación de empleo o el empoderamiento socioeconómico.

Pero como que los emisores pueden utilizar estas emisiones para su propio interés con el objetivo de reducir únicamente el coste de su financiación sin ningún tipo de reversión a la sociedad, la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA, por sus siglas en inglés) establece unos objetivos para homogeneizar el marco de actuación de los emisores que se ciñen a los siguientes pasos:

- 1. Uso de fondos:** en este punto, los emisores deben aclarar a los inversores qué proyectos se financiarán o refinanciarán con los fondos obtenidos a través de la emisión sostenible. Normalmente, los fondos van destinados a proyectos ecológicos o sociales.
- 2. El emisor del bono** debe realizar un proceso para la selección y evaluación de proyectos a través del cual informa, de forma clara y transparente, a los inversores sus objetivos en materia de sostenibilidad, el marco utilizado para determinar la elegibilidad de los proyectos y el proceso para gestionar los riesgos ambientales y sociales de estos proyectos.
- 3. Gestión de fondos:** el emisor controlará y realizará un seguimiento con el objetivo de que el uso de los fondos se destinen según el marco detallado en el punto anterior.
- 4. Reporting:** la entidad emisora deberá publicar, de forma anual, una lista de los proyectos a los que se han asignado los ingresos, así como una breve descripción de estos y los importes asignados. Además, se recomienda el uso de medidas tangibles y medibles como, por ejemplo, el cálculo de las emisiones de CO<sub>2</sub> evitadas o los metros cúbicos de agua ahorrados por la parte de bonos verdes, o el número de puestos de trabajo creados en cuanto a bonos sociales.

---

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.

---