

Gestiona

Publicació bimestral
exclusiva per a inversors

Juliol/Agost
2020

Tendències de fons

Europa, valor i GRANOLAS



En un món globalitzat, resulta complicat aconseguir l'èxit per a aquelles indústries que competeixen en preu i no en qualitat, sobretot si operen en països amb costos elevats de producció en relació amb la resta del món i, especialment, amb els països emergents. En aquest sentit, Europa va començar el segle amb una exposició elevada a sectors intensius en capital, els quals han perdut gradualment bona part dels seus avantatges competitius en detriment d'altres països o regions més competitius com poden ser la Xina o el sud-est asiàtic.

D'altra banda, una de les grans tendències del segle XXI ha estat la revolució tecnològica, en la qual el focus del capital ha passat d'estar en els actius físics a estar en els [actius intangibles](#). Aquesta transició cap a la digitalització econòmica i sectors amb més influència de la propietat intel·lectual ha deixat el continent europeu despreviut i, a causa dels nivells baixos d'emprenedoria i complaença amb l' statu quo actual, s'ha quedat clarament enrere en termes de lideratge empresarial en detriment dels Estats Units i, més recentment, de la Xina.

Tendències de fons

Tot això ha provocat profunds canvis estructurals des de tots els angles econòmics, sent els mercats d'accions, i en particular la composició de [dels índexs d'accions, un dels més afectats](#). Així, durant les últimes dècades, el rendiment dels índexs principals de renda variable nord-americana i europea ha estat radicalment diferent, destacant el lideratge de les accions nord-americanes enfront de la resta, incloses les europees. Si bé trobem diversos motius que expliquen aquest comportament, la diferència en termes d'exposició a sectors tradicionals i sectors lligats amb el canvi tecnològic ha exercit un paper fonamental en els retorns històrics obtinguts pels mercats de renda variable. No obstant això, considerem que continuen havent-hi nínxols de mercat en els quals les companyies europees es mantenen a l'avantguarda en termes de domini empresarial enfront d'altres continents. Vegem-ne alguns exemples.

Pel que fa al sector tecnològic, el gran vencedor del començament de segle ençà ha estat, sens dubte, Estats Units.

Les conegudes FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft i Google) han estat les protagonistes absolutes de l'última dècada i han arribat a tenir una capitalització borsària de 5,2 trilions de dòlars el gener d'enguany, equivalent al 19 % de l'&S P 500, que compara amb els 3,7 trilions de dòlars de capitalització borsària de l'Euro Stoxx 50. Malgrat la clara supremacia nord-americana, el sector tecnològic té la característica de comptar amb molts 'angles' i un factor comú: la majoria d'aquests 'angles' són monopolis o oligopolis. El motiu principal d'aquesta característica és que els principals sots econòmics que emanen d'aquest sector (efecte xarxa i cost de canvi, entre d'altres) tendeixen a provocar un escenari en el qual el guanyador acapara (gairebé) tot el mercat. Gràcies a això, alguns segments tecnològics han estat i continuen estant liderats de manera clara per companyies europees. És el cas de la indústria de programari de planificació de recursos empresarials (ERP), el domini de la qual l'acapara la companyia alemanya SAP; la indústria de maquinària de fabricació litogràfica necessària per a la producció de semiconductors, el lideratge de la quals depèn en exclusiva de la companyia holandesa ASML; o la indústria de sistemes globals de distribució turístics (GDS), en la qual la companyia espanyola Amadeus manté la superioritat enfront de la resta de competidors.

Un altre dels sectors destacats és el [sector salut europeu](#), el qual, com el nord-americà, té un pes relatiu del 14 % dins del corresponent índex Bloomberg 500, que engloba les cinc-centes companyies més importants de cada regió (Europa i Estats Units). La salut resulta un sector de vital importància per a l'ésser humà perquè pot millorar o allargar la vida del pacient, per la qual cosa molt probablement compti amb un vent de cua que romandrà a llarg termini. A més, el sector farmacèutic és capaç de generar valor pel seu [alt grau d'innovació](#), així com per les patents, l'escala i la recurrència, que protegeixen l'evolució del model de negoci. Fruit d'aquestes característiques, les empreses farmacèutiques solen tenir marges molt elevats, així com ràtios de retorn (per exemple, el ROIC) de primera categoria. En aquest sentit, companyies europees líders en els seus respectius camps de medicina com ara Novo Nordisk (diabetis, Dinamarca) o Roche (oncologia, Suïssa) han estat capaces de generar un [rendiment superior](#) al dels índexs nord-americans durant els últims 20 anys.

Tendències de fons

Un altre dels sectors eminentment europeu i del qual es pot extreure valor afegit és el del [consum de productes de luxe](#), la història i el llegat del qual permeten explotar la intangibilitat de les marques. D'acord amb la llista de les cent marques més poderoses del món elaborada per Forbes, sis d'aquestes pertanyen al sector del luxe, totes tenen el seu origen en l'Antic Continent (Louis Vuitton, Gucci, Hermès, Cartier, Rolex i Chanel) i totes pertanyen a companyies radicades a Europa com LVMH, L'Oréal o Kering. De fet, segons McKinsey, més del 40 % de la producció mundial d'articles de luxe es fa a Itàlia. D'altra banda, moltes d'aquestes marques neixen a mitjans del segle XVIII; per tant, replicar la seva identitat és pràcticament impossible. Aquest tipus de companyies creixen tant per l'increment en termes absoluts del nombre de persones que passen a formar part de la classe mitjana en països emergents –especialment a la Xina– com per desitjos aspiracionals (també en xarxes socials).

Si és cert que Europa no té empreses considerades de “creixement” com les FAANG, també és cert que els índexs han canviat radicalment durant els últims anys compassant-se als canvis tendencials que es produeixen en l'economia real. Així, fa 20 anys, les deu companyies més grans d'Europa per capitalització borsària eren empreses de telecomunicacions, bancs i petrolieres. Actualment, no hi ha cap companyia que formi part d'aquests sectors entre el Top 10 dels principals índexs de renda variable. D'altra banda, deu companyies dins de l'índex Euro Stoxx 600 han aconseguit acumular el pes més gran relatiu dins de l'índex de les últimes dècades. Tot això ens porta a parlar del terme encunyat per Goldman Sachs: [las GRANOLAS](#).

Les GRANOLAS són les onze companyies europees més grans per capitalització borsària (GlaxoSmithKline, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP i Sanofi). Aquestes companyies comparteixen [tres característiques](#): (i) tenen balanços relativament sòlids, (ii) obtenen uns ingressos relativament recurrents i superiors als de la mitjana del mercat i (iii) ofereixen bons rendiments de dividends. Com es pot observar en el quadre següent, les mètriques d'aquestes companyies són clarament superiors a les de l'índex de referència.

	Sector	ROIC	ROE	ROA	Marge brut	Marge EBITDA	Marge net	ND / EBITDA 2021e	RPD (%)
GLAXOSMITHKLINE	Farmacèutic	17,5%	62,9%	7,3%	64,9%	27,2%	13,8%	1,8	4,8%
ROCHE	Farmacèutic	34,2%	44,7%	16,7%	70,1%	35,0%	22,0%	-0,2	2,8%
ASML	Tecnològic	18,5%	21,5%	12,0%	44,7%	27,8%	21,9%	-0,4	0,8%
NESTLÉ	Béns de consum	16,2%	23,1%	9,5%	49,8%	21,3%	13,6%	1,5	2,6%
NOVARTIS	Farmacèutic	11,5%	24,7%	9,3%	70,4%	29,4%	24,1%	0,5	3,5%
L'ORÉAL	Luxe	17,3%	13,3%	9,1%	73,0%	24,3%	12,6%	-0,8	1,6%
LVMH	Luxe	18,5%	20,8%	8,4%	66,2%	30,5%	13,4%	0,8	1,3%
ASTRAZENECA	Farmacèutic	9,1%	14,3%	2,6%	79,8%	27,6%	5,5%	1,3	2,6%
SAP	Tecnològic	12,6%	14,2%	6,9%	69,7%	27,6%	12,1%	0,5	1,4%
SANOFI	Farmacèutic	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%
EURO STOXX 600		4,1%	8,5%	1,0%	30,6%	15,3%	5,8%	3,6	3,0%

CE Borsa Euro Plus, FI



L'objectiu de CE Borsa Euro Plus és la consecució a llarg termini de rendibilitats positives en termes absoluts. 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.

Les companyies en cartera tenen una sèrie de característiques comunes. En primer lloc, es tracta de negocis amb una tendència estructural positiva, és a dir, que siguin capaces de fer créixer els ingressos a ritmes de dígit simple mitjà cap endavant, que ofereixin visibilitat i que les seves perspectives siguin positives a llarg termini.

En segon lloc, les companyies han de presentar unes característiques qualitatives en forma d'avantatges competitius que protegeixin el seu model de negoci a llarg termini. Amb això, es pretén assegurar que el model de negoci no sigui fàcilment replicable i que s'evitin paranyes de valor que puguin comportar una pèrdua de valor permanent. A més, han de ser companyies amb sòlids fonamentals, ja que això atorga seguretat a l'equip gestor davant caigudes conjunturals, per molt abruptes que aquestes siguin.

A continuació, s'exigeixen uns retorns elevats juntament amb capacitat de reinversió. Els retorns elevats sostenibles denoten que per un motiu o un altre la companyia compta amb un avantatge competitiu que impedeix als seus competidors poder esgarrapar part d'aquesta rendibilitat. Quant a la capacitat de reinversió, es busca que siguin negocis que no reparteixin beneficis, sinó que els reinverteixin. Amb això, el fons es beneficia dels efectes de l'interès compost a unes taxes de retorn de doble dígit.

Finalment, s'analitza la seva petjada mediambiental i es valora la seva qualificació ISR a través d'MSCI amb l'objectiu que el portafolis tingui una mitjana ESG de màxim nivell.

Fons a fons

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

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

Font: Caixa Enginyers Gestió, tancament juny 2020.

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 indica el 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 a 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.

Anàlisi de mercats

S'accentua la divergència entre actius financers i economia real

Els principals actius de risc van recuperar bona part de les pèrdues provocades per la [coronavirus](#) a l'empenta de l'estabilització de la situació sanitària en alguns països, juntament amb el suport dels estímuls monetaris i fiscals adoptats per la majoria d'economies a escala mundial. Malgrat que el nombre de contagiats superen els 10 milions i que el continent americà està patint el període amb més nombre d'infectats, la propagació de la pandèmia sembla estar relativament sota control en els focus geogràfics inicials -Europa i Xina-, fet que està permetent la reactivació de les seves economies. D'altra banda, el passat 7 de juliol, l'OMS va confirmar que vint-i-una vacunes es trobaven en fase d'assaig clínic.



Si bé durant els primers mesos del 2020 la falta de visibilitat va dificultar l'estimació de l'impacte del coronavirus, actualment la mitjana de les projeccions agregades pel consens d'analistes es troba estabilitzada. Segons l'última previsió publicada per l'FMI, les projeccions van assenyalar una caiguda del -4,9 % del PIB mundial el 2020 i una posterior recuperació el 2021 (5,4 %). La previsió corresponent a 2020 i a 2021 en la zona euro és del -10,2 % i del 6,0 %, respectivament. A tot això, paga la pena assenyalar que hi ha un grau d'incertesa inusualment elevat entorn d'aquestes projeccions perquè es fonamenten en presumpcions sobre l'esdevenir de la pandèmia. D'altra banda, les principals dades econòmiques publicades (PMI, peticions de subsidi per desocupació, confiança del consumidor, etc.) mostren una tendència alcista des de la irrupció de la COVID-19, encara que provenen d'un punt de partida molt baix.

Tal com assenyalàvem, l'actuació dels bancs centrals per mitigar l'impacte del coronavirus en l'economia ha continuat sent contundent. El Banc Central Europeu va llançar un nou [programa de compra d'actius](#) (PEPP) per import de 600.000 milions d'euros que, juntament amb el paquet anterior, sumen 1,35 bilions d'euros -equivalent a l'11,3 % del PIB europeu-. Aquest programa s'executarà al llarg del 2020 i la primera meitat del 2021, amb reinversió dels venciments, almenys, fins a finals del 2022. Per la seva part, la Reserva Federal va començar a comprar [bons corporatius](#) en el mercat secundari, un mecanisme que encara no s'havia utilitzat. A més, va actualitzar les seves projeccions econòmiques: espera un descens del PIB equivalent al -6,5 % per a aquest any seguit d'un repunt del 5,0 % el 2021. D'altra banda, J. Powell va confirmar que no té intenció d'apujar els tipus d'interès de referència abans del 2023.

Pel que fa als instruments de política fiscal, la CE va anunciar un [nou paquet d'estímul](#) per import de 750.000 milions d'euros amb càrrec al Fons de Reconstrucció, finançat amb emissions emparades des del pressupost europeu, dels quals 500.000 milions d'euros s'atorgarien en forma de subvenció i 250.000 milions d'euros en forma de préstec, si bé no es va arribar a un acord per part dels líders respecte a l'estructuració del paquet d'estímul a causa de la divergència d'opinions entre l'eix més reticent (Holanda, Àustria, Suècia i Dinamarca) i la resta. Finalment, el període de negociació s'allargarà fins al juliol. D'altra banda, el Departament del Tresor dels Estats Units podria presentar un nou pla d'ajuda valorat en fins a 3 bilions de dòlars, que inclouria ajudes a Estats i Governos locals i pagaments directes als ciutadans, entre d'altres.

Anàlisi de mercats

El repunt en l'optimisme inversor va mantenir els rendiments dels bons governamentals durant els dos últims mesos del primer semestre del 2020, malgrat l'increment en els nivells de deute públic fruit de les polítiques fiscals expansives. El Bund a 10 anys es va ampliar en 13 p.b. per situar el seu rendiment en el -0,454 %. D'igual manera, el Treasury va fer el mateix en ampliar el seu rendiment lleugerament (2 p.b.) fins a aconseguir nivells equivalents al 0,656 %.

En l'àmbit microeconòmic, pel que fa a la temporada de resultats empresarials corresponents al primer trimestre del 2020, prenent com a referència les companyies que formen l'índex S&P 500, el 58 % van batre les previsions d'ingressos (+1 % de creixement) i el 65 % han fet el mateix quant a benefici per acció (-8 %). A Europa, usant com a referència l'Euro Stoxx 600, els ingressos van caure un -5 % (64 % van batre estimacions) i el BPA es va contreure un -24 % (55 %). El diferencial entre tots dos índexs es deu, principalment, al fet que l'inici de les restriccions a la mobilitat a Europa es va produir abans que als Estats Units i, a més, les mesures de confinament adoptades van ser més restrictives. D'altra banda, els sectors més afectats a banda i banda de l'Atlàntic van ser petroli i gas, materials bàsics, béns i serveis de consum i industrials.

Les pujades generalitzades dels principals selectius des de la vall assolida durant la segona meitat de març no van aconseguir situar els rendiments del 2020 en terreny positiu.

L'Euro Stoxx 50 va avançar un 10,5 % en el període que comprèn els mesos de maig i juny, si bé durant l'any acumula una caiguda del 13,7 %. Mentrestant, l'IBEX 35 es va anotar una pujada del 4,5 % durant els dos últims mesos i va situar el seu rendiment anual en el -24,3 %. A l'altre costat de l'Atlàntic, l'S&P 500 es va apreciar un 6,45 % durant el període, si bé encara es troba en números vermells (-4,0 %) durant l'any. Per la seva banda, el Dow Jones Industrial Average i el Nasdaq van situar els seus rendiments en el 6,0 % i el 13,2 %, respectivament, aconseguint rendibilitats acumulades al tancament de juny del -9,55 % i del +12,1 % (en terreny positiu influenciat pel sector tecnològic, format per companyies els models de negoci de les quals no han estat impactats i en alguns casos, fins i tot, han estat afavorits per la pandèmia). Finalment, el rendiment dels mercats emergents, mesurats a través de l'MSCI Emerging Markets, ha estat equivalent al 7,6 % durant els dos últims mesos i del -10,7 % des que es va iniciar l'any.

D'altra banda, el preu del cru va rebotar un 62,9 %, si bé el seu rendiment durant l'any continua sent clarament negatiu (-34,6 %) a causa de l'empitjorament de les perspectives econòmiques. Per la seva part, l'or ha pujat un 17,4 % del començament d'any ençà (+5,6 % en els dos últims mesos) a causa de la incertesa generada per la COVID-19. Finalment, la paritat euro/dòlar es va situar en 1,1234 al tancament del període des d'1,0955 al tancament d'abril i 1,1213 a finals de 2019.

breus >

Tres dels fons de Caixa Enginyers Gestió aconseguixen la màxima qualificació per l'agència Morningstar

Els fons CE Environment ISR A, FI, CE Emergents A, FI, i CE Iberian Equity A, FI, apareixen entre els fons espanyols 5 estrelles en les categories Mixt Moderat Global, RV Emergent i RV Espanya, respectivament, en la classificació mensual que elabora l'agència de ràting de fons d'inversió Morningstar en la seva última publicació al tancament de juny.

És de ressaltar el cas del CE Environment ISR, A, FI, el qual, malgrat tot just sobrepassa els tres anys de vida, aconseguix de nou colar-se entre els millors fons de la seva categoria. L'estratègia, que també compta amb la màxima qualificació de sostenibilitat per la mateixa agència, ja va ser guardonada amb diferents premis durant 2019 gràcies a la seva contribució excel·lent tant en termes de rendibilitat com de risc ajustat.

[Per a més informació, consulta l'enllaç.](#)

Rankia entrevista a Sergi Casoliva, *portfolio manager* de Caixa Enginyers Gestió, en el seu apartat Selector del mes

Rankia va publicar, el passat 23 de juny, una entrevista a Sergi Casoliva, *portfolio manager* de Caixa Enginyers Gestió. Sergi es va incorporar a l'equip de Caixa Enginyers Gestió el març de 2019 com a gestor de fons de retorn absolut.

Quan li pregunten pels reptes a Caixa Enginyers Gestió per als pròxims mesos, Sergi comenta: “A Caixa Enginyers Gestió continuem creient que la inversió socialment responsable és el futur i aproximadament el 40 % dels actius que tenim sota gestió ja tenen el segell ISR. Amb les correccions del mes març, s'ha observat com l'aplicació de criteris ASG i l'exclusió de determinats sectors han permès esmorteir part dels descensos borsaris. Creiem que les companyies amb una estratègia ISR més robusta tenen més probabilitats de continuar existint en el futur i obtenir més reconeixement en el seu valor de mercat. Per això, creiem que la indústria de la inversió a partir de criteris ESG continuarà creixent. I aquest és el repte: créixer en actius sota gestió amb segell ISR i aflorar tot el valor de la gestió activa com a contribuïdor del canvi”.

[Llegir l'entrevista completa.](#)

Què són els bons socials i quins criteris han de seguir per a la seva emissió?

A diferència dels bons verds, els quals destinen els recursos obtinguts al finançament o refinançament de projectes ecològics, els bons socials busquen finançar projectes amb l'objectiu de mitigar un problema social determinat com, per exemple, l'accés a un habitatge assequible o a subministraments bàsics, la generació d'ocupació o l'empoderament socioeconòmic.

Però com que els emissors poden utilitzar aquestes emissions per al seu interès amb l'objectiu de reduir únicament el cost del seu finançament sense cap mena de reversió a la societat, l'Associació Internacional de Mercats de Capital (ICMA, per les seves sigles en anglès) estableix uns objectius per homogeneïtzar el marc d'actuació dels emissors que se ceneixen als passos següents:

- 1. Ús de fons:** en aquest punt, els emissors han d'aclarir als inversors quins projectes es finançaran o refinançaran amb els fons obtinguts a través de l'emissió sostenible. Normalment, els fons van destinats a projectes ecològics o socials.
- 2. L'emissor del bo** ha de realitzar un procés per a la selecció i avaluació de projectes a través del qual informa, de manera clara i transparent, als inversors els seus objectius en matèria de sostenibilitat, el marc utilitzat per determinar l'elegibilitat dels projectes i el procés per gestionar els riscos ambientals i socials d'aquests projectes.
- 3. Gestió de fons:** l'emissor controlarà i farà un seguiment amb l'objectiu que l'ús dels fons es destinin segons el marc detallat en el punt anterior.
- 4. Reporting:** l'entitat emissora haurà de publicar, de manera anual, una llista dels projectes als quals s'han assignat els ingressos, així com una breu descripció d'aquests i els imports assignats. A més, es recomana l'ús de mesures tangibles i mesurables com, per exemple, el càlcul de les emissions de CO2 evitades o els metres cúbics d'aigua estalviats pel que fa als bons verds, o el nombre de llocs de treball creats quant a bons socials.

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.
