



## Els riscos geopolítics tornen a escena

08 d' agost, 2019

### Què ha ocorregut?

L'índex **S&P 500** va tancar dilluns passat una de les seves pitjors ratxes baixistes dels últims mesos, encadenant 6 sessions consecutives en vermell que van tenir el seu punt més àlgid amb una cessió del 2.98% en la primera sessió d'aquesta setmana. Aquest moviment suposa una caiguda acumulada del 6% en les últimes jornades des del màxim històric aconseguit el passat 26 de juliol en la cota dels 3.025 enters. Per part seva, el **Dow Jones d'Industrials** iniciava la setmana amb un descens del 2.90% i un retrocés des de màxims recents (15 juliol) del 6.6%. En el cas de l'índex tecnològic **Nasdaq-100** la caiguda va ser més acusada dilluns passat (-3.6%), tancant un 7.5% per sota de la cota màxima aconseguida a finals de juliol. Tot això, va estar acompanyat per un fort repunt de l'avversió al risc, que prenent l'**índex de volatilitat americà (VIX)**, que va despuntar durant les 6 jornades de mercat des dels 12.16 punts fins a 24.59 punts, és a dir, un creixement acumulat del 102%.

En l'altre costat de l'Atlàntic, els principals índexs europeus es van unir a la senda baixista dels Estats Units. Prenent com a referència el període comprès entre el 26 de juliol i el 5 d'agost, el DAX Alemany va caure un 6.1%, el FTSE 100 un 4.3% (-6.8% en Euros) i l'Ibex 35 un 4.8%.

### L'origen del comportament recent

L'epicentre del moviment de les últimes jornades es troba en la **depreciació acumulada pel remimbi xinès (iuan) contra el dòlar estatunidenc**, en una repetició del que va ocórrer a l'agost de 2015. En aquesta ocasió, la caiguda del iuan podria ser més ordenada que fa quatre anys com a resposta per part del govern xinès a la tensió en les relacions comercials per part dels EUA.

És rellevant recordar que en la reunió del passat G-20 a Osaka (el Japó) a la fi de juny es va produir l'esperada reunió entre Xi Jinping, secretari general del Comitè Central del Partit Comunista de la Xina, i Donald Trump, que si bé no va resultar en un avanç significatiu en les negociacions per a un futur acord comercial va suposar un "desglaç" de les relacions entre els dos països i un nou calendari de negociacions. Paral·lelament, els EUA va aixecar el veto imposat a Huawei i va arrencar un acord de la Xina per a comprar productes agrícoles als EUA, dues mesures més efectistes que efectives encara que auguraven un període de més tranquil·litat per a prosseguir amb les negociacions de l'acord marc.

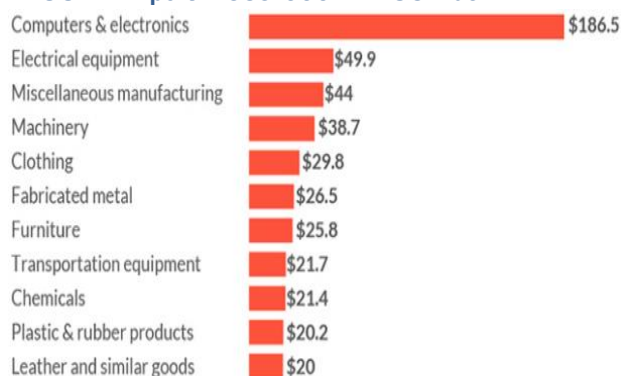
No obstant això, el passat 1 d'agost l'administració Trump va anunciar que imposarà a partir de l'1 de setembre un aranzel del 10%, que podria ser augmentat a futur, als 300.000 Milions USD que encara no estaven gravats (els restants 250.000 Milions USD ja estan subjectes a una tarifa del 25% des d'inicis d'any). Encara que les reunions continuen, Donald Trump va justificar aquesta decisió pel fet que la Xina no està complint amb les compres de productes agrícoles i tampoc ha deixat d'enviar Fentanyl, un opiaci en el centre de la crisi d'addicció a aquestes drogues que viu els EUA.

Partint de la balança comercial entre tots dos països amb dades a tancament de 2018, hi hauria una sèrie de categories més afectades que unes altres amb aquest anunci. Precisament aquestes tenen una **especial rellevància entris les decisions de consum del ciutadà estatunidenc i que fins avui no havien percebut**, raó per la qual el enconament de les posicions entre els EUA i la Xina encara no ha impactat de ple sobre els consumidors americans.

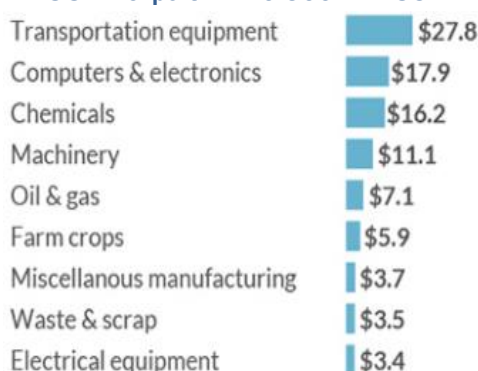


### Balança comercial EEUU – Xina (2018)

#### EEUU va importar 539.000 Mill USD de Xina

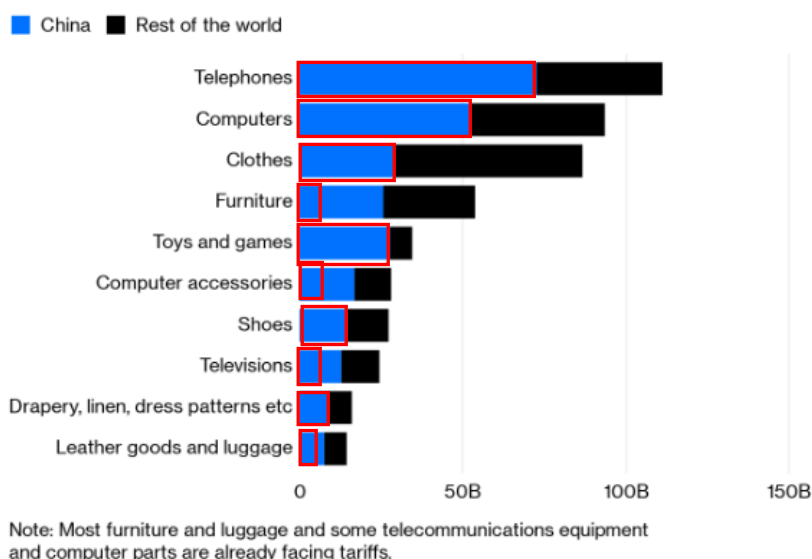


#### EEUU va exportar 120.300 Mill USD a Xina



Fuente: U.S. Census

Les 10 categories de productes de consum més importades per EEUU des de Xina van representar 270.000 Mill USD en 2018...però fins ara la majoria d'aquestes no estaven subjectes a tarifes aranzelàries i passaran a estar-ho a partir del 1 de setembre al 10%.



Nota: en vermell productes que començaran a gravar-se a partir del 1 setembre

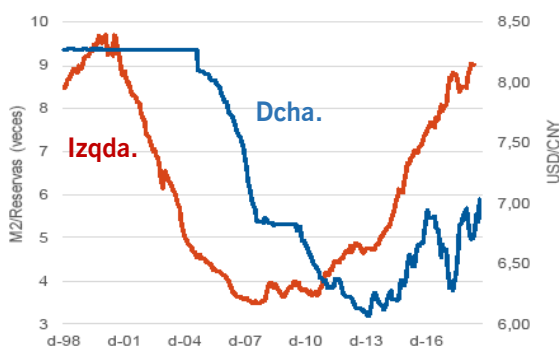
Font: Bloomberg, International Trade Centre

La resposta del govern xinès, que es troba en la seva reunió anual amb les elits acadèmiques del país, no es va fer esperar i es va traduir en una depreciació del 1.59% del iuan enfront del dòlar estatunidenc en la sessió del dilluns, situant-se per sobre de la cota històricament defensada de USDCNY 7.00 per primera vegada des de maig de 2008 i acumulant una caiguda superior al 5% des d'abril d'aquest any. Malgrat els esforços comunicatius del país asiàtic afirmant que la divisa no és una eina enmig de les disputes comercials, la realitat és que la depreciació del iuan s'ha produït pràcticament a l'uníson de la imposició d'aranzels per part dels EUA. Fins ara, la Xina havia respost amb represàlies aranzelàries (de menor magnitud, ja que la Xina només importa uns 100.000 Mill USD des dels EUA, mentre que exporta 550.000 Mill USD) i altres mesures proteccionistes no aranzelàries, però sense cap dubte la depreciació de la seva divisa permet reduir l'impacte de la pujada d'aranzels sobre el preu de les exportacions xineses en tornar-se aquestes més competitives; de fet, **la depreciació acumulada des de l'inici de la guerra comercial**

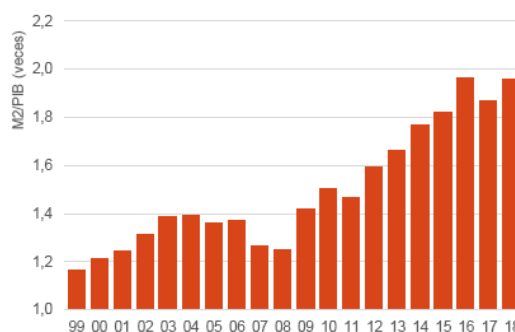
amb els EUA compensa fins avui les mesures aranzelàries imposades per Trump fins a maig de 2019. Per part seva, els EUA no ha trigat a reaccionar i el secretari del Tresor dels EUA, Steven Mnuchin, va declarar que la Casa Blanca havia determinat que la Xina està manipulant la seva moneda per a augmentar injustament la seva competitivitat i que els Estats Units es comprometrien amb el Fons Monetari Internacional (FMI) per a abordar aquest problema. Aquesta és la primera vegada des de 1994 que els Estats Units ha qualificat a la Xina de “manipulador de divises”. Aquest últim punt és especialment important dins dels passos que la **Xina ha vingut donant en els últims anys cap a una major integració en els mercats financers globals** (accés dels inversors internacionals als actius de renda variable xinesa i mercat de deute local) i que va tenir el seu màxim reconeixement amb la **inclusió a l'octubre de 2016** del iuan en el grup de divises, juntament amb dòlar, l'euro, el ien i la lliura esterlina, que el Fons Monetari Internacional pren com a referència per a calcular el valor del seu **Dret Especial de Gir, conegut com DEG**, i l'equivalent a una moneda virtual amb la qual la institució internacional gestiona els seus pagaments.

El gegant asiàtic compta amb una elevada quantitat de reserves internacionals (3.1bn USD a tancament de juny) que li atorguen un ampli marge d'actuació en matèria canviària. No obstant això, en comparació amb la història recent, el país compta amb una posició de fortlesa financera més feble en termes relatius si comparem la massa monetària (M2) sobre les reserves o el PIB del país, en màxims dels últims 20 anys després de l'estímul via creixement del crèdit dels últims anys. Si a aquest fet li unim el major nivell d'obertura als mercats financers internacionals, això implica que en cas d'incrementar-se el ritme de sortides de capital (per exemple, perquè els ciutadans o empreses diversifiquessin estalvi privat intern) el cost en termes de reserves d'haver de defensar la divisa seria més costós, la qual cosa tindria un notable impacte sobre **l'estabilitat financera a nivell mundial**.

**Rati M2 i reserves de divises en Xina i Tipus de canvi USDCNY**



**Rati entre M2 i PIB en Xina (vegades)**



Fuente: Afi, FRED® database, CEIC

Font: Afi, FRED® database, CEIC

És evident que les friccions en matèria comercial entre les dues primeres potències econòmiques, en un món tan globalitzat, tenen importants repercussions de forma directa i indirecta sobre la resta de països. Una d'elles és l'ajornament de les decisions d'inversió, que redueix la demanda agregada i repercuteix sobre el creixement de la productivitat, que ja s'ha vingut observant en la mesura que les primeres rondes de tarifes han afectat especialment béns intermedis i béns de capital.

Predir el guanyador o bé el jugador menys perjudicat és una tasca summament complexa donada la interacció de múltiples variables i relacions de causa-efecte, però en tot cas sí que podem arribar a la conclusió que el **creixent pes del bilateralisme enfront del multilateralisme posa majors traves al comerç mundial i, en conseqüència, dificulta la generació de riquesa per part de les companyies**.



## Quines senyals ens estan donant la macro i microeconomia sota aquest entorn?

En termes **macro**, la continuïtat de la tensió de les relacions comercials EUA-Xina ha començat a plasmar-se en els principals indicadors, encara que s'observen divergències en funció de l'àrea econòmica. En el cas dels **Estats Units**, **les últimes dades publicades encara mantenen una elevada solidesa**, amb la taxa d'atur en mínims (3.7%), els salaris i vendes minoristes creixent per sobre del 3%, mentre que el PIB anualitzat del segon trimestre va assolir una alça del 2.1%. Amb tot, les últimes enquestes de sentiment, com el ISM manufacturer, apunten una certa desacceleració que caldrà corroborar en pròximes publicacions. Per part seva, la **Unió Europea** mostra un **menor dinamisme** amb un creixement del 1.2% en el primer trimestre i una inflació general i subjacent a l'entorn de l'1%. En el cas europeu, el sector manufacturer ha estat el principal damnificat a la regió sent especialment rellevant el cas alemany fortament vinculat a la indústria automobilística que per factors endògens (noves regles sobre emissions) com a exògens (demanda exterior) ha registrat una deterioració notòria en els últims trimestres, circumstància que de moment no s'ha traslladat al sector serveis que prossegueix amb un bon acompliment. Des de l'òptica dels **mercats emergents**, partint de l'heterogeneïtat que els caracteritza, s'observa com la **regió asiàtica continua mostrant fortalesa** en el creixement, encara que amb menor vigor que antany, **Llatinoamèrica prossegueix amb un comportament feble** per sota del veritable potencial de les seves economies i els **països d'Orient Mitjà estan penalitzats** per conflictes nacionals (Líbia, Síria), les dificultats d'Iran per les sancions dels EUA i la feblesa del sector energètic en 2019.

Aquesta lectura global ha donat motiu a institucions com a FMI o OCDE a rebaixar seqüencialment previsions de creixement a curt termini, mentre que els **bancs centrals han adoptat un to més acomodatiu** en les seves últimes reunions. En el cas estatunidenc, la **Reserva Federal**, malgrat la continuïtat de l'expansió econòmica, s'ha emparat en un feble context internacional per a realitzar la seva primera retallada de tipus en més d'una dècada, deixant el tipus de referència en el 2.00-2.25%. El mercat espera una continuïtat en aquesta senda amb fins a 3 baixades addicionals fins a finals de 2019, encara que el seu president, i per extensió l'opinió dels membres de la FED (*dot plot*), es va encarregar de relaxar les expectatives per a pròximes reunions. Per part seva, el seu homòleg europeu no ha actuat de facto, si bé el **BCE** ha emplaçat al mercat per a setembre, mes en el qual podrien prendre's mesures efectives en matèria de tipus (retallada del tipus depo i/o repo, mecanisme per a despenalitzar l'excés de dipòsits bancaris) o de balanç (represa de programa de compra d'actius), en aquest cas sustentades pel fet que la inflació a Europa continua en nivells anèmics lluny del mandat de la institució (2%). Paral·lelament, altres bancs centrals com **Nova Zelanda, l'Índia o Tailàndia**, amb major o menor sorpresa, no han trigat a reaccionar i durant la primera setmana d'agost van realitzar retallades en el tipus d'interès amb l'objectiu d'avivar el creixement econòmic.

**Des de l'òptica de les companyies**, amb pràcticament tancada la temporada de resultats empresarials corresponents al segon trimestre, el creixement de les vendes i benefici ha continuat moderant-se respecte a trimestres previs, en part explicat per un efecte base que dificultava la comparativa però també explicat per la desacceleració econòmica que es veu percebent. El **to cautelós** per part de les companyies a l'hora de guiar al mercat continua sent la tònica predominant, així com **l'emplaçament a la segona part de l'any** per a veure un millor comportament dels comptes de resultats.

Amb tot, continuem immersos en un mercat en el qual el volum de renda fixa mundial amb tipus d'interès negatius s'ha incrementat exponencialment fins als 15 Trn USD i els bancs centrals continuen amb un alt nivell acomodatiu, amb el que la inversió en actius reals, com la renda variable, ofereix un binomi rendibilitat-risc millor balancejat en el mitjà termini.

## Quin es el posicionament de Caixa d'Enginyers Gestió?

En Caixa d'Enginyers Gestió creiem que **la millor forma de generar valor a llarg termini és a través de la gestió activa de qualitat**. L'*Activi Share* determina fins a quin punt les posicions dels nostres fons d'inversió difereixen de les del seu índex de referència o *benchmark*. Si bé a curt termini això pot generar divergències en els retorns, estem convençuts que tractar d'evitar errors **derivats de seguir el comportament de la resta d'inversors és clau per a un millor comportament** a llarg termini tant en termes de rendibilitat com en termes de risc.

Per tant, tenint en compte quina és la **nostra filosofia d'inversió**, els nostres fons deuen necessàriament desviar-se del seu índex de referència. Mostra d'això, en la següent taula podem observar que actives són les carteres de les nostres estratègies de renda variable:

Estrategia	Active Share
Fonengin ISR	94,50%
CI Renta	92,20%
CI Global	90,60%
CI Environment ISR	88,90%
CI Emergentes	82,10%
CI Iberian Equity	80,60%
CI Borsa Euro Plus	74,90%
CI Borsa USA	69,00%

Font: Caixa Enginyers Gestió

**Estem convençuts de la importància d'evitar que el factor emocional influeixi en la nostra presa de decisions (finances del comportament)** i és per això que ens cenyim a la nostra metodologia d'inversió, basada en l'anàlisi rigorosa i amb horitzó en el llarg termini. A col·lació, val la pena remarcar que la volatilitat mesurada en termes de variació dels preus dels actius (encara que no en els fonamentals) és beneficiosa per als gestors actius ja que ens ofereix la capacitat d'invertir a millors preus gràcies a les ineficiències que es generen en el mercat a curt termini durant els episodis de pànic generalitzat. En aquest punt és important recordar que, en setmanes com les que ens trobem, **la liquiditat present en el mercat es drena especialment en períodes com a agost**, cosa que no fa més que amplificar la magnitud dels moviments de les cotitzacions, tant en un sentit com en un altre, i que en la majoria d'ocasions no estan argumentats sota un angle fonamental ni amb una perspectiva a mig/llarg termini.

Considerem que les turbulències que s'han produït en els mercats són conjunturals i no haurien d'implicar un canvi de tendència a curt termini. La falta de discriminació inicial per part del mercat genera oportunitats en les companyies de qualitat, que constitueixen la part nucli de les nostres carteres i on la forta expansió de múltiples dels últims dos trimestres havia portat a les cotitzacions a nivells exigents en termes de valoració. Fent ús de la liquiditat elevada que mantenim en les diferents estratègies, estem aprofitant les caigudes **per a incorporar noves idees d'inversió i per a incrementar de forma selectiva el pes en les idees en les quals tenim un major grau de convicció, amb l'objectiu de continuar generant retorns positius anualitzats en el llarg termini**.



#### DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió del mateix, i està subjecte a canvis sense previ avis. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat de les mateixes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separades, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en [www.caja-ingenieros.es](http://www.caja-ingenieros.es) o a [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, de manera que l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.A.U. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA D'CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CREDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor ha de, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i / o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. All rights reserved.