

Perspectivas 2020

Visión estratégica y posicionamiento de los fondos Caja de Ingenieros

24 de diciembre de 2019



El año 2019 va llegando a su fin y aprovechamos para compartir cuáles son las perspectivas de inversión para el año 2020. En el documento encontrarás un adelanto de nuestro posicionamiento estratégico y el tradicional velocímetro de los fondos de inversión de Caja de Ingenieros.

Perspectivas para el año 2020 – Prólogo

El año 2019 ha sido muy positivo para todos los activos de riesgo, después de venir de un año 2018 donde excepcionalmente la mayoría de activos de riesgo cerraron con pérdidas.

2008	2009	2009	2009	2010	2010	2011	2012	2012	2013	2014	2014	2015	2015	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019		
US 10 Y	17,92%	MSCI EM	74,50%	RUSSELL 2000	25,31%	US 10 Y	15,65%	EMU HY	22,83%	Msci Japan	51,86%	REIT	27,23%	Msci Japan	8,12%	RUSSELL 2000	19,48%	MSC China	52,34%	US 5/7 Gov / Corp	1,95%	S&P 500	28,88%
EMU GOV	9,28%	Global HY	59,40%	REIT	23,93%	Global Inflation	10,23%	REIT	21,89%	RUSSELL 2000	37,00%	EMU GOV	13,13%	REIT	7,59%	US HY	17,13%	MSCI EM	34,35%	US 10 Y	0,99%	RUSSELL 2000	23,72%
US Agreg	5,24%	MSCI China	58,86%	Commodities	16,67%	EMU Sovereign	8,67%	Global HY	19,50%	S&P 500	29,60%	EMU GOV	11,33%	MSCI Europe	5,47%	Global HY	14,27%	S&P 500	15,42%	EMU GOV	0,98%	MSCI Europe	22,24%
US 5/7 Gov / Corp	3,67%	US HY	58,21%	MSCI EM	16,36%	EM Local Cntry	8,46%	Msci Japan	18,85%	MSCI Europe	16,43%	US 10 Y	9,07%	EMU GOV	1,65%	Commodities	11,40%	Msci Japan	17,61%	US Agreg	0,01%	REIT	20,58%
EMU Corporates	-4,00%	EMU HY	54,08%	US HY	15,12%	US IG	8,15%	MSCI China	18,74%	EMU HY	7,85%	EMU Corporates	8,24%	US 10 Y	1,51%	EM Local Cntry	10,19%	RUSSELL 2000	13,14%	EMU Corporates	-1,28%	MSC China	20,37%
US IG	-4,53%	EM Sovereign	29,58%	Global HY	14,82%	US Agreg	7,84%	EM Local Cntry	18,54%	US HY	7,44%	Msci Japan	7,60%	EM Sovereign	1,48%	S&P 500	9,54%	Global HY	10,43%	US HY	-2,08%	Msci Japan	15,97%
Global Inflation	-7,65%	EM Local Cntry	28,17%	S&P 500	12,78%	US HY	4,98%	EM Sovereign	17,59%	Global HY	7,33%	US IG	7,47%	EM Local Cntry	1,23%	EM Sovereign	9,34%	EM Local Cntry	9,32%	US IG	-2,51%	MSC EM	15,42%
EM Local Cntry	-10,31%	REIT	27,64%	EM Sovereign	12,32%	EMU GOV	3,36%	US HY	15,82%	EMU GOV	2,24%	EM Sovereign	7,13%	US Agreg	0,55%	MSCI EM	8,58%	EM Sovereign	9,29%	EMU HY	-3,37%	US IG	14,53%
EM Sovereign	-11,75%	MSCI Europe	27,15%	EM Local Cntry	12,04%	Global HY	3,12%	MSCI EM	15,15%	EMU Corporates	2,24%	US Agreg	5,97%	US 5/7 Gov / Corp	0,25%	EMU HY	8,14%	Global Inflation	8,67%	REIT	-3,4%	EM Local Cntry	14,42%
US HY	-26,16%	RUSSELL 2000	25,21%	EMU HY	11,87%	EMI Corporates	1,73%	RUSSELL 2000	14,64%	MSCI China	0,43%	EM Local Cntry	5,53%	EMU HY	-0,25%	US IG	6,11%	US HY	7,50%	Global HY	-4,06%	US HY	14,32%
Global HY	-26,88%	S&P 500	23,45%	US 10 Y	9,36%	US 5/7 Gov / Corp	0,37%	EMU Corporates	13,59%	US 5/7 Gov / Corp	0,25%	MSCI China	4,67%	EMI Corporates	-0,66%	EMU Corporates	4,72%	MSCI Europe	7,27%	Global Inflation	-4,11%	EM Sovereign	13,35%
EMU HY	-32,29%	Commodities	18,72%	US IG	8,99%	S&P 500	-0,00%	EMU HY	13,40%	US 10 Y	-1,53%	MSCI Europe	4,09%	US IG	-0,69%	REIT	4,30%	EMU HY	6,42%	EM Sovereign	-4,20%	Global HY	12,56%
RUSSELL 2000	-34,80%	US IG	18,69%	MSCI Europe	8,04%	EMU HY	-1,15%	MSCI Europe	13,37%	US Agreg	-2,02%	EMU HY	4,03%	S&P 500	-0,73%	Global Inflation	3,91%	EMU HY	4,82%	EM Local Cntry	-4,61%	EMU HY	9,55%
Commodities	-36,61%	EMU Corporates	16,02%	US Agreg	6,54%	RUSSELL 2000	-0,45%	EMU GOV	11,00%	Global Inflation	-3,19%	RUSSELL 2000	3,53%	Global HY	-2,72%	EMU GOV	3,23%	US Agreg	3,54%	S&P 500	-6,24%	US Agreg	8,72%
S&P 500	38,49%	Global Inflation	13,58%	EMI Corporates	4,73%	REIT	-6,38%	US IG	9,81%	REIT	-3,67%	Global Inflation	3,41%	US HY	-4,47%	US Agreg	8,14%	RUSSELL 2000	23,55%	Global Inflation	-2,18%	Global HY	8,04%
Msci Japan	-45,62%	Msci Japan	7,25%	Global Inflation	3,03%	MSCI Europe	-10,94%	Global Inflation	8,89%	MSCI EM	-4,98%	US HY	2,45%	Global Inflation	-4,97%	US 10 Y	1,00%	EMU Corporates	2,37%	Commodities	-12,99%	US 10 Y	8,02%
MSCI Europe	-45,52%	US Agreg	5,93%	MSCI China	2,59%	Commodities	-13,37%	US Agreg	4,22%	EMU Sovereign	-5,98%	US 5/7 Gov / Corp	0,18%	RUSSELL 2000	-5,71%	US 5/7 Gov / Corp	0,80%	US 5/7 Gov / Corp	0,98%	MSCI Europe	-13,10%	EMU GOV	6,77%
REIT	-47,63%	EMU GOV	4,30%	EMU GOV	1,14%	MSCI China	-20,43%	US 10 Y	3,65%	US 10 Y	-6,09%	Global HY	0,02%	MSCI China	-10,03%	US 5/7 Gov / Corp	-0,50%	Commodities	0,75%	MSCI EM	-16,64%	EMU Corporates	6,29%
MSCI China	-52,33%	US 5/7 Gov / Corp	1,47%	US 5/7 Gov / Corp	0,68%	MSCI EM	-20,43%	US 5/7 Gov / Corp	0,36%	EM Local Cntry	-6,58%	MSCI EM	-4,63%	Msci Japan	-16,96%	MSCI China	-1,38%	EMU GOV	0,17%	Msci Japan	-16,77%	Commodities	5,40%
MSCI EM	-54,48%	US 10 Y	-6,59%	Msci Japan	-1,24%	Msci Japan	-30,52%	Commodities	-1,14%	Commodities	-9,58%	Commodities	-17,04%	Msci Japan	-2,60%	REIT	-5,85%	MSCI China	-20,31%	US 5/7 Gov / Corp	2,69%		

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Bloomberg.

Este 2019 será considerado como uno de los mejores años para los inversores en términos de rentabilidad. A pesar de haber vivido altibajos en las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, la vuelta a la expansión monetaria por parte de los Bancos Centrales, y la disipación de los temores sobre una hipotética recesión que acecharon al mercado en la última parte de 2018, han permitido cerrar el año con rentabilidades positivas en todos y cada uno de los grandes activos. Todo ello a pesar que las tensiones de cualquier índole no han disminuido, sirva de ejemplo la no resolución del conflicto comercial entre China y EE.UU., la inestabilidad sociopolítica que acecha en todo el mundo o la ausencia de reformas estructurales por parte de los países de la UE.

Para el año 2020, esperamos un crecimiento dispar entre las regiones desarrolladas y las emergentes. Nuestro escenario base no contempla una recesión a nivel global, ya que cada vez más, indicadores como los PMI manufactureros apuntan hacia una aceleración, moderada, del crecimiento económico mundial. Además, por lo pronto no se han identificado excesos significativos que puedan desencadenar una recesión en el corto plazo. Para mantener la estabilidad del sistema, los Bancos Centrales seguirán teniendo un papel clave como así ha sido durante los últimos años, tratando de mantener un cierto equilibrio a través de actuaciones no siempre ortodoxas en términos de política monetaria.

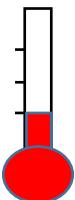
Varios son los diferentes riesgos a los que nos enfrentamos de cara a 2020, entre los que destacan las elecciones en EE. UU., la evolución en el conflicto comercial y la dependencia del sistema a las políticas monetarias de los Bancos Centrales. Cambios inesperados a la corriente de consenso sobre cada uno de los puntos anteriores a buen seguro tendrán repercusiones sobre los precios de los activos y añadirán volatilidad a los mercados financieros.

Finalmente, no debemos olvidar algunos de los aspectos no económicos a los cuales nos enfrentamos, particularmente cuestiones de índole medioambiental, social y de gobernanza corporativa (ASG) y dónde el conjunto de la sociedad es cada vez más sensible a raíz, entre otros, del Acuerdo de París sobre el cambio climático o la aplicación de la Agenda 2030 (Objetivos de Desarrollo Sostenible).

Posicionamiento Estratégico

Renta Fija

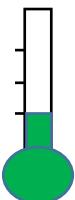
Infraponderar



- Los rendimientos de la deuda pública en 2020 no deberían profundizar más en el terreno negativo aunque tampoco despuntaran significativamente.
- El crédito debería seguir acogiendo los flujos por la escasez de alternativas.

Renta Variable

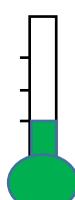
Sobreponderar



- Mantenemos la renta variable americana en neutral. La incertidumbre en las elecciones de 2020 y las valoraciones tan elevadas nos hacen estar más cautelosos.
- Consideramos que puede haber continuidad en las subidas en el mercado europeo y veremos una mayor ventaja en las exposiciones cíclicas.
- Los países emergentes combinan fundamentales sólidos, con crecimientos razonables y con valoraciones atractivas.

Alternativos

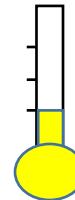
Sobreponderar



- Las estrategias de gestión alternativa pueden aportar diversificación y protegernos ante repuntes de volatilidad.
- En un escenario de tipos de interés negativos y con un bajo crecimiento económico, los inversores continúan ajustando sus asignaciones en busca de mayores retornos.
- La gestión del presupuesto de liquidez y cierta protección antes eventos inesperados (riesgos de cola) pueden marcar la diferencia.

Materias Primas

Neutral



- El precio futuro del petróleo residirá en la solidez de la demanda en el mundo ya que está experimentando una desaceleración en el crecimiento económico. Por el lado de la oferta, la OPEP continuará manteniendo los recortes.
- El oro actuara como valor refugio ante un repunte de las tensiones comerciales ya que es uno de los pocos activos que ofrecen protección en un entorno de aversión al riesgo.

Renta Fija

Tipos de interés

Tras la decisión de la Reserva Federal a finales de julio de acometer la primera de las 3 bajadas de 25pb realizadas durante 2019, un gran número de Bancos Centrales de todo el mundo iniciaron una senda de recortes en sus tipos de referencia ante la incertidumbre económica generada por las guerras comerciales y los eventos geopolíticos en Europa, Asia y Latinoamérica sobre el crecimiento mundial. De esta manera, las políticas monetarias acomodaticias son actualmente la norma y no hay visos a corto plazo que el sesgo de las entidades monetarias vaya a cambiar en un entorno de bajo crecimiento e inflación que a priori no pone en peligro los objetivos de las instituciones. Bajo este clima, las curvas de tipos de interés soberanas estarían soportadas tanto en los tramos cortos como en los largos, donde, pese al nivel de avance del ciclo económico, la ausencia de presiones inflacionistas no constituye un factor de riesgo estructural más allá de tensiones puntuales que pudieran presentarse desde, por ejemplo, los precios de las materias primas.

Desde la óptica de la oferta y demanda del activo, en términos generales los grandes bancos centrales (FED, BCE, Banco de Japón) prosiguen, con matices, comprando deuda pública en los mercados secundarios. Pese a las valoraciones exigentes fruto de una prolongada duración de programas de flexibilización cuantitativa (el stock de deuda cotizada con rendimientos negativos ha alcanzado durante 2019 los 17 trillones de USD, es decir, alrededor del 25% del saldo vivo), la presión compradora, por tanto, no debería mostrar síntomas de debilidad en la medida que los Bancos centrales no replieguen decididamente sus medidas de estímulo. Asimismo, por el lado de la oferta, la capacidad marginal de la política monetaria para ayudar a la economía a traccionar con mayor solidez en un entorno de tipos 0 o negativos, ha sido uno de los argumentos para argumentar una mayor actividad por parte de la política fiscal.

No obstante, pese a la decidida apuesta de EE.UU. con la entrada de la nueva administración en 2016, el carácter expansivo de la política fiscal y del gasto público ha sido limitado en el resto del mundo, unos por temores del pasado (Alemania) y otros por el rápido endeudamiento observado en los últimos años (en especial países Emergentes), con lo que no cabría esperar un incremento sustancial de estímulos vía inversiones públicas.

Con todo, conjugando los factores (cuadro macroeconómico presumiblemente estabilizado aunque no boyante; demanda sin visos de debilitarse y oferta contenida; niveles de tipos en zona de mínimos) los rendimientos de la deuda pública en 2020 no deberían profundizar en terreno negativo aunque tampoco despuntar significativamente a menos que se produjera una aceleración de las expectativas de crecimiento.

Crédito

El crédito corporativo ha cosechado un excelente 2019, con rendimientos de al menos 4-5% en los tramos cortos del *investment grade* y superiores a doble dígito en categoría especulativa, registrando uno de los mejores ejercicios del último lustro. Sin lugar a dudas, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores bajo un contexto de rendimientos negativos o muy bajos ha propiciado una sustancial entrada de dinero en el activo dando lugar a una compresión de los spreads de crédito en prácticamente todo el universo. Es también conveniente resaltar que buena parte de la demanda histórica de inversión en tipos de interés se ha visto desplazada por la ausencia de rentabilidad en dicho activo hacia precisamente el espectro corporativo, factor que esperaríamos se mantuviese en el corto plazo salvo deterioro de las perspectivas económicas.

Por el lado de la oferta, las compañías han aprovechado la ventana conferida por el mercado los últimos años para mejorar sus estructuras financieras alargando vencimientos a tipos más bajos. Paralelamente han recurrido al crecimiento inorgánico de forma notoria, aunque si uno observa exclusivamente la importante actividad corporativa en materia de adquisiciones podría no estar haciendo una lectura completa de la salud financiera a nivel empresarial. Sin los datos del 4T19, el volumen en fusiones y adquisiciones (M&A) de 2019, así como el número de transacciones, cerrará por encima del máximo de los últimos 20 años (2015) y superará años previos a la Gran Crisis Financiera (2006 y 2007). A su vez, el acumulado en tamaño de las operaciones de los últimos 5 años (2019-2015) superará ampliamente al periodo 2003-2007. Sin embargo, la apelación de las compañías a los mercados de deuda para financiar dichas operaciones ha guardado un equilibrio similar respecto a las últimas décadas en cuanto a deuda/caja y recursos propios.

Con todo, las tasas de quiebra empresarial se mantienen bajas en términos históricos y así deberían continuar respondiendo a dinámicas puramente fundamentales, con la salvaguardia que pudieran verse tensionadas ante un evento idiosincrático de algún sector o región particular de forma puntual.

De cara a 2020, el entorno no debería cambiar en exceso y el crédito debería seguir acogiendo flujos apoyado en la escasez de alternativas y un estado general de la macroeconomía que no pondría en riesgo la salud financiera de las compañías en términos de generación de caja y endeudamiento. Con ello, tanto la categoría inversión como high yield mantendrían sus respectivos spreads en un rango moderado en zona de mínimos multianuales.

Renta Variable

EE. UU.

La economía estadounidense se encuentra en la fase expansiva más larga de su historia desde el ecuador del 2009 impulsado por el consumo privado, el principal motor de crecimiento de la economía americana, respaldado por la solidez del mercado laboral. El desempleo se sitúa en el 3.5%, alcanzando un nivel que no se veía desde hace 50 años y un ritmo de creación de empleo superior al previsto en una economía en pleno empleo, ambas variables deberían seguir apoyando el mantenimiento robusto del consumo privado. En lo que respecta a la inversión empresarial, su comportamiento durante el año se ha visto afectado por la guerra arancelaria iniciada en 2018.

Sin embargo, tras alcanzar un principio de acuerdo parcial en el que se aplaza la entrada en vigor de las tarifas previstas para final de año y una rebaja sustancial de las tarifas que están en vigor, somos de la opinión que las tensiones entre ambos países no se incrementaran marginalmente de cara el próximo año y por tanto la inversión empresarial podría mejorar durante 2020.

Con este contexto macroeconómico, la Reserva Federal redujo las tasas de interés de referencia en tres ocasiones (julio, septiembre y octubre) en respuesta a la débil actividad manufacturera, situándolos en el rango 1.50%-1.75%. Sin embargo, Jerome Powell señaló durante la rueda de prensa posterior, que no está previsto que se produzcan recortes adicionales a corto plazo. En este entorno, la mayoría de los mercados se han recuperado de las caídas de finales de 2018 y la bolsa americana continúa liderando el ciclo expansivo de los mercados mundiales. No obstante, el crecimiento de los beneficios se ha estancado dada la madurez del ciclo económico, la fortaleza del dólar y las tensiones comerciales.

Además los bajos niveles de desempleo empiezan a suponer una tendencia al alza de los costes operativos de las compañías y como resultado los márgenes se ven sometidos a presiones implicando que las valoraciones sean menos favorables que al inicio del 2019. A pesar de ello, valoraciones más exigentes no implican necesariamente menores rentabilidades futuras, ya que durante los últimos años la bolsa americana ha cotizado a múltiplos más elevados que otras regiones y aun así su comportamiento relativo en renta variable ha sido superior. Todo dependerá, como es habitual, en el grado de avance de los beneficios empresariales, los cuales se esperan que crezcan durante 2020 en un 9.5%, nivel en principio suficiente para seguir experimentando retornos positivos para los próximos años.

Finalmente, en cuanto a riesgos deberemos estar atentos al acontecimiento político del año, las elecciones presidenciales del 3 de noviembre. Si bien parece altamente probable que Donald Trump sea el candidato republicano, no está claro quién será el candidato demócrata dada la fragmentación de la intención de voto entre los diferentes candidatos. Debido a la diferencia en términos de moderación de los programas de los diferentes candidatos demócratas especialmente en cuestiones de sanidad y políticas fiscales, su evolución será crítica para medir los nervios de los inversores.

Creemos que las tensiones entre China y EE.UU. no se incrementaran de cara el próximo año y por tanto la inversión empresarial podría mejorar durante el 2020.

Europa

Desde un punto de vista geoestratégico, la firma del principio de acuerdo alcanzado entre EE.UU. y China favorecerá una economía eminentemente industrial y exportadora como es la europea. Sin embargo, cabe el riesgo de que Donald Trump inicie una nueva disputa comercial, esta vez con Europa, lo que sin duda añadiría incertidumbre a los selectivos. En cuanto al Brexit, todo apunta a que las incógnitas se van despejando tras la victoria de Boris Johnson en las elecciones generales y que, por tanto, se producirá una salida ordenada, lo que debería seguir favoreciendo a los mercados europeos por el descenso de las primas de riesgo asociadas. Finalmente, consideramos que China mantendrá los estímulos económicos con el fin de cubrirse ante un posible giro inesperado en el devenir del conflicto comercial y/o una mayor desaceleración económica, lo que a priori debería soportar el crecimiento global y, en especial, el europeo dados los estrechos lazos comerciales que mantienen ambas geografías.

Con todo, la mayoría de las previsiones de crecimiento del PIB europeo para 2020 lo sitúan ligeramente por encima del 1% si bien, la inflación continuará en niveles claramente inferiores al objetivo del BCE ("por debajo del 2%, pero próximas a este valor"). Además, el organismo presidido por Christine Lagarde anunció una reflexión estratégica para el año entrante -que no se producía desde 2003- en la que podría plantearse un objetivo de inflación al alza con respecto al actual, lo que podría alargar o incrementar las políticas monetarias expansivas, dando soporte a los activos de riesgo. Al mismo tiempo, no es descartable el inicio de una expansión fiscal en la región, tal y como ha estado reclamando el banco central del Viejo Continente en sus últimas declaraciones, aunque por el momento descartamos que sea realmente significativo en cuantía por las reticencias de los países núcleo.

En cuanto a las compañías, tras un año aciago en cuanto al crecimiento de beneficios por acción por la idiosincrasia de los componentes de los índices europeos, el mercado estima incrementos de las ventas por acción y beneficios operativos de dígito bajo (1,2% y 3,7% respectivamente), lo que debería ofrecer cierto soporte a los índices dados los niveles de valoración de partida, aunque los riesgos son a la baja.

El BCE, presidido por Christine Lagarde, anunció una reflexión estratégica para el año entrante -que no se producía desde 2003- en la que podría plantearse un objetivo de inflación al alza con respecto al actual, lo que podría alargar o incrementar las políticas monetarias expansivas, dando soporte a los activos de riesgo

Emergentes

Tras varios trimestres presionados por el ruido geopolítico derivado principalmente del conflicto comercial entre EEUU y China, así como eventos de diferente índole en Latinoamérica, los mercados emergentes recuperaron su resplandor tras el acercamiento de posturas entre ambas potencias y, sobretodo, tras el apoyo de la Reserva Federal al sistema a través de políticas monetarias expansivas lo que ha permitido a los activos de renta variable emergente finalizar el año a la par con otros mercados. A pesar de los fuertes avances experimentados, prácticamente la totalidad del comportamiento en 2019 viene explicado por un aumento de las valoraciones puesto que durante el año apenas se ha observado un crecimiento del 3.4% en términos de beneficios por acción. Si bien para 2020 se espera un crecimiento más elevado del 9.9%, seguirá siendo clave monitorizar su evolución para confirmar la mejoría en los fundamentales.

Inmersa en un proceso de rebalanceo entre la “vieja economía” y la “nueva economía” y acentuado por las fricciones comerciales, la actividad de la mayor superpotencia emergente seguirá en descenso durante 2020, estando las estimaciones por debajo del 6% de crecimiento. Debido a los efectos de la globalización y la interconexión entre economías, este descenso progresivo está impactando de forma negativa en regiones como Asia en general (Japón y Corea del Sur inclusive) y Europa, siendo Alemania la más perjudicada. No obstante, el Banco Popular de China todavía dispone de miembros para dinamizar la economía en caso necesario, por lo que una abrupta desaceleración estaría, en principio, descartada. La gran incógnita seguirá siendo la frágil situación en Hong Kong, la cual dependiendo de la actuación de China puede desencadenar un fuerte aumento de las hostilidades con países de la OCDE. A pesar de lo anterior, seguimos viendo Asia como la región con mayor potencial a futuro debido a las características estructurales de sus países y a unas valoraciones atractivas, destacando por encima de todo el Sureste Asiático a través de países como Indonesia, Vietnam o Filipinas.

Los países Latinoamericanos han experimentado durante la segunda parte de 2019 su particular “Primavera”, con fuertes episodios de inestabilidad en países como Chile, Ecuador, Bolivia o Venezuela a raíz del descontento por medidas de austeridad y corrupción política. En un entorno de crecimiento económico débil unido a los bajos precios de materias primas los cuales determinan en gran medida el grado de fortaleza económica, parece improbable que los focos de riesgo desaparezcan lo que volvería a restar capacidad para una aceleración potencial de la actividad económica.

En un entorno mundial de bajo crecimiento, bajas tasas de inflación y tipos de interés reducidos creemos que los inversores deberían seguir valorando la posibilidad de seguir diversificando su exposición y aumentar su peso a activos emergentes ya que combinan sólidos fundamentales, crecimiento razonable, compromiso con las reformas institucionales y valoraciones atractivas. Eso sí, a expensas de asumir mayor volatilidad en sus inversiones.

Materias Primas

Las materias primas deberían de verse respaldadas en el 2020 por la relajación de las condiciones financieras y por la actuación de los Bancos Centrales. El mercado del oro se encuentra bien balanceado, con una oferta contenida y una demanda que está aumentado por la acumulación de reservas por parte de los Bancos Centrales. Por ello, seguimos optimistas, ya que es la materia prima de referencia ante un repunte de las tensiones comerciales y uno de los pocos activos que ofrecen protección en un entorno de aversión al riesgo.

Respecto al petróleo, la demanda de petróleo ha retrocedido hasta su punto más bajo desde 2011, ya que la desaceleración del crecimiento económico global y la guerra comercial entre EE. UU. y China impactaron en todas las economías del mundo. Mientras la oferta, la Agencia Internacional de Energía (AIE) continúa viendo un exceso de oferta en el mercado, especialmente en el primer semestre de 2020, a pesar de los esfuerzos de la coalición OPEP+ para cumplir estrictamente los recortes de producción. El precio del barril Brent ha llegado a alcanzar los 75 dólares el barril y la producción de petróleo por parte de Estados Unidos ha demostrado ser muy resistente y, en comparación con el pasado, parece menos vulnerable a las inquietudes por la interrupción del suministro. Por ejemplo, después de los ataques sufridos por la petrolera Aramco no terminaron afectando sustancialmente al precio. Estados Unidos se ha convertido en un exportador de petróleo neto, mermando una importante parte de la cuota de producción de la OPEP. Los senadores Elizabeth Warren y Bernie Sanders, dos de los principales candidatos en la carrera por la nominación del Partido Demócrata, han prometido que en caso de ganar las elecciones prohibirían el fracking e intentarían reducir la exploración y la producción de EE. UU., con lo que impactaría en el precio del petróleo. Por tanto, la cuestión para los precios futuros del petróleo residirá en cuán sólida es la demanda, en un mundo -que no olvidemos- debe afrontar una transición a una economía baja en carbono.

Si no hay recesión global, las perspectivas de las materias primas son favorables. El oro continuará actuando como valor refugio ante los riesgos geopolíticos que puedan llegar a suceder.

Divisas

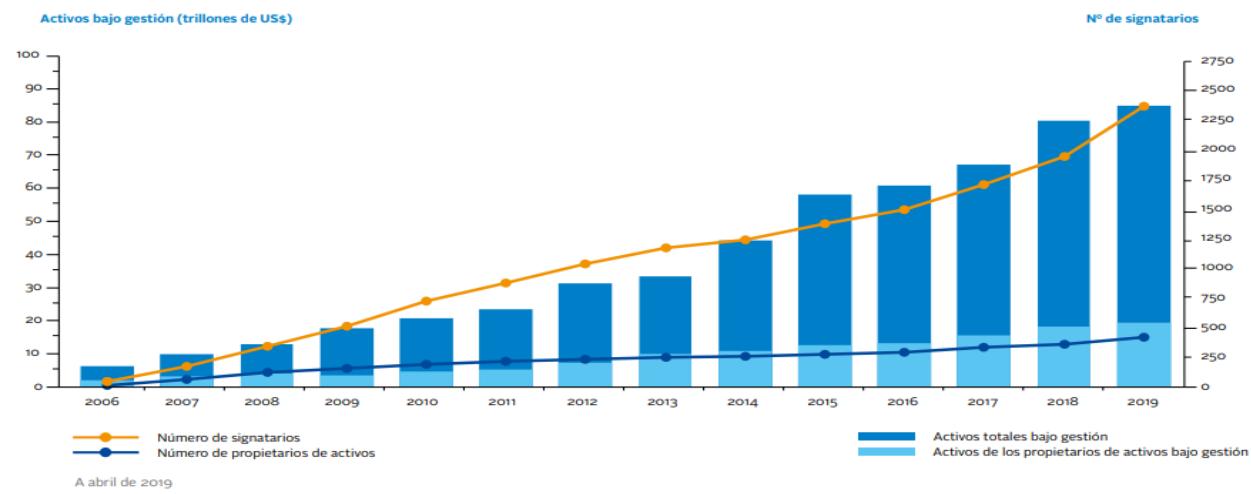
La probabilidad de recesión por parte de EE.UU. continúa siendo baja, la ventaja que suponen unos tipos a la baja y las expectativas de convergencia del crecimiento de los EE.UU. con el resto de los demás países podrían dar lugar a una depreciación sustancial del USD. La inflación persiste por debajo del objetivo de la FED, manteniendo ésta su visión positiva sobre la economía. No obstante, con Europa liderando la ralentización cíclica mundial y con la gran incertidumbre política y de diferenciales de tipos, creemos que la revalorización del dólar puede estar limitada en el corto plazo y de momento el eurodólar esperamos que continúe en el rango lateral de 1,10-1,20 dólares.

La evolución del dólar marcará el camino de las divisas emergentes. La persistente fortaleza del dólar y la debilidad de las monedas emergentes locales perjudican a los agentes locales que se financian en la divisa fuerte y lastra los precios de las materias primas, de los que muchos países emergentes tienen mucha dependencia.

Creemos que el resultado más probable será la depreciación del USD, pero muy suavemente y manteniendo una volatilidad muy baja, contribuyendo a extender la expansión del ciclo. En un año electoral, un dólar sostenido será visto como síntoma de la bonanza económica.

ASG

La creciente concienciación de los inversores acerca del impacto de sus inversiones en los aspectos sociales y medioambientales se está trasladando en un abrupto crecimiento de los activos bajo gestión a través de estrategias ISR.



Fuente: PRI

La evidencia empírica apoya la idea de que las compañías con una mejor calificación de su información extrafinanciera tienen un coste de capital menor y, por tanto, tienen mejores condiciones de acceso a la financiación. *Ceteris paribus*, un menor coste del capital conlleva: (1) un mayor margen de beneficios, a través de unos menores intereses sobre la deuda; (2) una mayor disponibilidad del capital, posibilitando el acceso a un mayor número de proyectos y al mismo tiempo mejorando la posición relativa frente a competidores rezagados en ASG; y (3) unas mayores valoraciones de los activos, en tanto que un coste del capital inferior se traduce en un mayor valor presente de los flujos de caja futuros.

Para los próximos años, no tenemos dudas de que una coherente integración de criterios ASG repercutirá positivamente en los resultados operativos de las compañías, tanto a nivel de márgenes como a nivel de beneficios absolutos. No obstante, debido a la intersección de unos cada vez mayores flujos de entrada hacia estrategias de inversión socialmente responsable unida a la escasez de alternativas de inversión con probado impacto social o medioambiental, se está produciendo una expansión de múltiplos muy notoria, situando las valoraciones de ciertas compañías sensiblemente por encima del mercado.

A pesar que seguimos convencidos de que la integración de aspectos ASG seguirá mejorando los términos cualitativos de las compañías, creemos que el mejor desempeño bursátil estará condicionado a aquellas estrategias que sean muy selectivas en la selección de ideas.

Fondos Caja Ingenieros Gestión

Fondo CIG	Visión	Comentario
Fondos Renta Fija Caja Ingenieros		
CI Premier, FI		<p>(+) El fondo mantiene un perfil de riesgo moderado, ofreciendo exposición a activos de renta fija de elevada calidad crediticia y manteniendo una duración alrededor de 3.5x, mitigando de esta forma el riesgo ante posibles variaciones de tipo de interés.</p> <p>(+) Posición de liquidez elevada para aprovechar oportunidades de mercado de forma oportuna</p> <p>(-) Riesgo de normalización de las políticas acomodaticias por parte de los Bancos Centrales</p> <p>(-) Valoraciones de los activos de renta fija elevadas</p>
Fondos Multiestrategia Caja Ingenieros		
CI Gestión Dinámica, FI		<p>(+) El fondo ofrece diversificación ante distintas tipologías de activos y áreas geográficas, pudiendo invertir donde el gestor considere conveniente dependiendo de la situación del mercado (renta variable, renta fija, materias primas, divisas, alternativos) y refleja el posicionamiento global de la gestora CIG.</p> <p>(+) El fondo se gestiona con un enfoque de volatilidad controlada, introduciendo activos con una baja o negativa correlación entre ellos de tal manera que el riesgo de la cartera se mantenga en niveles controlados.</p> <p>(+) Utiliza derivados para realizar coberturas de riesgo y para generar rentabilidades en las oportunidades que puedan surgir.</p> <p>(-) Cabe destacar que se busca descorrelación a medio-largo plazo, por lo que caídas de mercado poco frecuentes, muy bruscas y sincronizadas pueden afectar negativamente a la cartera. Periodos de correcciones en el mercado pueden surgir en cualquier momento, y tratar de anticiparlos es casi imposible por lo que se construye la cartera buscando valor en el largo plazo. Plazo de inversión mínimo recomendado 3 años.</p> <p>(-) La principal diferencia con respecto al fondo CI Gestión Alternativas es que su mayor presupuesto de volatilidad</p> <p>(+) El fondo ofrece diversificación ante distintas tipologías de activos y áreas geográficas, pudiendo invertir donde el gestor considere conveniente dependiendo de la situación del mercado (renta variable, renta fija, materias primas, divisas, alternativos) y refleja el posicionamiento global de la gestora CIG</p>
CI Gestión Alternativa, FI		<p>(+) El fondo se gestiona con un enfoque de volatilidad controlada, introduciendo activos con una baja o negativa correlación entre ellos de tal manera que baje la volatilidad esperada del fondo.</p> <p>(+) Utiliza derivados para realizar coberturas de riesgo y para generar rentabilidades en las oportunidades que puedan surgir.</p> <p>(-) Cabe destacar que se busca des-correlación a medio-largo plazo, por lo que caídas de mercado poco frecuentes, muy bruscas y sincronizadas pueden afectar negativamente a la cartera. Periodos de correcciones en el mercado pueden surgir en cualquier momento, y tratar de anticiparlos es casi imposible por lo que se construye la cartera buscando valor en el largo plazo. Plazo de inversión mínimo recomendado 3 años.</p>

Fondo CIG	Visión	Comentario
Fondos Mixtos Caja Ingenieros		
CI Renta, FI		<p>(+) Posicionamiento sesgado hacia compañías de dividendo sostenible, donde continuamos encontrando excelentes ideas con crecimientos esperados por encima de la media y valoraciones atractivas.</p> <p>(+) Exposición el en sector inmobiliario a través de REITS, sector que ofrece diversificación, rentas constantes y protección ante un aumento de la inflación.</p> <p>(-) Riesgos ante una normalización de las curvas de tipos, ya que representa un riesgo para la cartera de Renta Fija. No obstante, el fondo mantiene una duración alrededor de 2x.</p> <p>(-) Riesgo ante la asimilación que realiza el mercado de las compañías de dividendo sostenible con los activos de renta fija (Bond Proxies).</p>
Fonengin ISR, FI		<p>(+) El fondo aplica criterios de Inversión Socialmente Responsable en la selección de activos, tanto de renta fija como de renta variable.</p> <p>(+) La cartera de renta fija ha asumido algo más de duración (>3x) ante la no previsión de un repunte abrupto de tipos que quedaría compensado por el devengo de carry. En renta variable la exposición se ha reducido al rango 18/20% del patrimonio, aunque se sigue encontrando negocios de calidad, con crecimientos de beneficios esperados por encima del promedio y valoraciones razonables.</p> <p>(-) Una normalización de las curvas de tipos representa un riesgo para los activos de renta fija, no obstante la duración moderada del fondo contribuye a mitigar dicho riesgo.</p> <p>(-) La cartera de renta variable está infraponderada en Estados Unidos, como consecuencia del menor grado de compañías estadounidenses que están comprometidas con los criterios ISR. Esto puede suponer un riesgo ante el mejor comportamiento relativo de Estados Unidos frente Europa en los últimos años.</p>
CI Environment ISR, FI		<p>(+) El fondo aplica criterios de inversión responsable en la selección de todas sus inversiones, invirtiendo en compañías que tengan en cuenta su impacto medioambiental, sean líderes en la lucha contra el cambio climático y apuesten por nuevas prácticas de reducción del consumo de energía.</p> <p>(+) Con el objetivo de mitigar el impacto de una posible normalización de tipos, el fondo mantiene un perfil de riesgo moderado, ofreciendo exposición a activos de renta fija de elevada calidad crediticia y manteniendo una duración reducida</p> <p>(-) La cartera de renta variable está infraponderada en Estados Unidos, como consecuencia del menor grado de compañías estadounidenses que están comprometidas con los criterios ISR. Esto puede suponer un riesgo ante el comportamiento relativo de Estados Unidos frente Europa en los últimos años.</p> <p>(-) Una migración más lenta de la esperada hacia sistemas y productos líderes en la lucha contra el cambio climático</p>
CdE ODS Impact ISR		<p>(+) El fondo aplica criterios de Inversión Socialmente Responsable en la selección de activos, invirtiendo en compañías que sus productos o servicios tengan un impacto directo en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, poniendo énfasis a los que el fondo se enfoca (ODS 4: Educación de calidad, ODS 6: Agua limpia y saneamiento y ODS 9: Industria, innovación e infraestructuras)</p> <p>(+) Cartera de renta variable concentrada en compañías atractivas desde el punto de vista fundamental, que gocen de elevados estándares extra financieros y que posean ventajas competitivas sostenibles y estables. La cartera de renta mantiene una duración controlada entorno al 5, apostando por emisores de calidad con un mayor sesgo hacia bonos corporativos, y asumiendo la no previsión de un repunte abrupto de tipos que quedaría compensado por el devengo de carry.</p> <p>(-) Riesgos ante una normalización de las curvas de tipos, ya que representa un riesgo para la cartera de renta fija.</p> <p>(-) Infraponderación en sectores más cílicos (autos, bancos o energía). Si se produce una aceleración económica superior a la esperada por el mercado, estas compañías tendrían un comportamiento superior al del mercado.</p>

Fondo CIG	Visión	Comentario
Fondos Renta Variable Caja Ingenieros		
CI Global, FI		<p>(+) Fondo de renta variable global que invierte en las compañías de mayor calidad del mundo, expuestas a las principales tendencias de crecimiento y que incorpora estrictos criterios de inversión socialmente responsables. Además, cuenta con total flexibilidad para invertir en distintas áreas geográficas (EEUU, Europa, Japón, Emergentes, etc).</p> <p>(+) Sobreponderación en Europa y países emergentes frente a Estados Unidos y Japón, donde consideramos que las valoraciones son más atractivas.</p> <p>(+) Sobreponderación en sectores atractivos por valoración (FCF Yield + Crecimiento) con ventajas competitivas sostenibles a largo plazo, como son los servicios de salud, productos de consumo (tanto en servicios como en bienes), y compañías de servicios financieros (agencias de crédito, buró de crédito, Bolsas de valores...).</p> <p>(-) Riesgo ante el apetito de los inversores hacia compañías de Software as a Service (SaaS), debido a la infraponderación del fondo hacia dichas compañías.</p> <p>(-) Infraponderación en sectores cíclicos (químicos, autos, bancos o industriales). Si se produjera una aceleración económica superior a la esperada por el mercado, estas compañías tendrían un comportamiento superior al del mercado.</p>
CI Bolsa USA, FI		<p>(+) El fondo está formado por compañías con una rentabilidad esperada mayor que la del mercado, menor deuda y valoraciones más atractivas.</p> <p>(+) La solidez del mercado laboral debería continuar favoreciendo a las mayores posiciones del fondo, compañías relacionadas con el consumo tanto cíclico como no cíclico.</p> <p>(-) Riesgo ante el apetito de los inversores hacia compañías de software (FAANG), debido a la infraponderación del fondo a dichas compañías.</p> <p>(-) El crecimiento de los beneficios corporativos se ha estancado dada la madurez del ciclo económico, la fortaleza del dólar y las tensiones comerciales.</p>
CI Bolsa Euro Plus, FI		<p>(+) PIB moderadamente expansivo sin inflación, lo que alargará o incrementará las políticas monetarias expansivas, dando soporte a los activos de riesgo. Además, no es descartable el inicio de una expansión fiscal.</p> <p>(+) El acuerdo alcanzado entre EEUU y China favorecerá una economía industrial y exportadora como es la europea. En cuanto al Brexit, todo apunta a que las incógnitas se van despejando tras la victoria de Boris Johnson en las elecciones generales.</p> <p>(+) Tomando como referencia el índice Euro Stoxx 600, el mercado descuenta un incremento de las ventas por acción del 1,2% así como un incremento del EBITDA por acción del 3,7%, lo que debería dar soporte y continuidad a las bolsas.</p> <p>(-) Repunte de los tipos antes de lo esperado puede suponer un contratiempo debido al poco peso que representa el sector financiero en cartera.</p> <p>(-) En el caso de que el comercio internacional y la industria se dispare, el fondo está infraponderado en compañías cíclicas puras.</p>
CI Iberian Equity, FI		<p>(+) Valoraciones atractivas tanto desde un punto de vista relativo como absoluto. Fundamentales algo débiles aunque mejorando desde una base baja.</p> <p>(+) Cartera sesgada a compañías de calidad con un peso significativo en compañías de pequeña y mediana capitalización, las cuales se han quedado rezagadas a pesar de haber demostrado su mejor comportamiento en el largo plazo.</p> <p>(-) La liquidez es un riesgo a considerar. Si los inversores reembolsan dinero de los fondos, las cotizaciones de las pequeñas y medianas compañías se pueden ver fuertemente afectadas.</p> <p>(-) Riesgo ante un empeoramiento macroeconómico de Latino América debido a la relación comercial entre ambas áreas geográficas.</p>
CI Emergentes, FI		<p>(+) Las compañías del fondo se benefician de fuertes tendencias de crecimiento secular como por ejemplo el aumento de la renta per cápita, la urbanización o el envejecimiento poblacional y además cuentan con un posicionamiento estratégico único dentro de sus industrias.</p> <p>(+) Valoraciones razonables teniendo en cuenta la calidad y el posicionamiento de los negocios, especialmente frente a comparables en países desarrollados.</p> <p>(-) Aumentos en las tensiones entre EEUU y China a raíz de la lucha por la hegemonía mundial podría seguir afectando al sentimiento sobre las compañías de mercados emergentes, especialmente a las chinas cuyo peso en cartera es significativo.</p> <p>(-) Dependencia de la evolución de los mercados a políticas monetarias en EEUU y su repercusión en el usd. Un endurecimiento de las mismas afectaría negativamente a la clase de activo.</p>

Aprovechamos la ocasión para recordar que disponen de más información sobre cualquiera de los fondos comentados en nuestro portal www.ingenierosfondos.es

FONDOS DE INVERSIÓN	INDICADOR DE RIESGO
CAJA INGENIEROS GLOBAL, FI	5
CAJA INGENIEROS IBERIAN EQUITY, FI	5
CAJA INGENIEROS BOLSA EURO PLUS, FI	5
CAJA INGENIEROS BOLSA USA, FI	5
FONENGIN ISR, FI	3
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR, FI	4
CAJA INGENIEROS ODS IMPACT, ISR	4
CAJA INGENIEROS RENTA, FI	4
CAJA INGENIEROS EMERGENTES, FI	6
CAJA INGENIEROS GESTIÓN ALTERNATIVA, FI	3
CAJA INGENIEROS GESTIÓN DINAMICA, FI	3
CAJA INGENIEROS FON DTESORO CP, FI	1
CAJA INGENIEROS PREMIER, FI	2



(La categoría "1" no significa que la inversión esté libre de riesgo)

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.