



Perspectives 2020

Visió estratègica i posicionament dels fons Caixa d'Enginyers

24 de desembre de 2019



L'any 2019 va arribant a la seva fi i aprofitem per a compartir quines són les perspectives d'inversió per a l'any 2020. En el document trobaràs un avançament del nostre posicionament estratègic i el tradicional velocímetre dels fons d'inversió de Caixa d'Enginyers.



Perspectives per 2020 – Pròleg

L'any 2019 ha estat molt positiu per a tots els actius de risc, després de venir d'un any 2018 on excepcionalment la majoria dels actius de risc van tancar amb pèrdues.

2008	2008	2009	2009	2010	2010	2011	2011	2012	2012	2013	2013	2014	2014	2015	2015	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	2019
US 10 Y	17.92%	MSO 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%	MSO China	52.34%	US S/T Gov / Corp	1.99%	S&P 500	28.88%
EMU GOV	9.28%	Global HY	59.40%	REIT	23.93%	Global Inflation	10.23%	REIT	21.88%	RUSSELL 2000	37.00%	EMU GOV	11.13%	REIT	7.59%	US HY	17.13%	MSO EM	34.35%	US 10 Y	0.99%	RUSSELL 2000	23.72%
US Aggreg	5.24%	MSO China	58.86%	Commodities	16.67%	EM Sovereign	8.67%	Global HY	19.60%	S&P 500	29.60%	S&P 500	11.39%	MSO Europe	5.47%	Global HY	14.27%	S&P 500	19.42%	EMU GOV	0.98%	MSO Europe	22.24%
US S/T Gov / Corp	3.67%	US HY	58.21%	MSO EM	16.36%	EM Local Crncy	8.46%	Msci Japan	18.85%	MSO Europe	16.43%	US 10 Y	9.07%	EMU GOV	1.65%	Commodities	11.40%	Msci Japan	17.61%	US Aggreg	0.01%	REIT	20.58%
EMU Corporates	-4.00%	EMU HY	54.08%	US HY	15.12%	US IG	8.15%	MSO China	18.74%	EMU HY	7.85%	EMU Corporates	8.04%	US 10 Y	1.51%	EM Local Crncy	10.19%	RUSSELL 2000	13.14%	EMU Corporates	-1.29%	MSO China	20.37%
US IG	-4.93%	EM Sovereign	29.58%	Global HY	14.82%	US Aggreg	7.84%	EM Local Crncy	18.54%	US HY	7.44%	Msci Japan	7.60%	EM Sovereign	1.49%	S&P 500	9.54%	Global HY	10.43%	US HY	-2.08%	Msci Japan	15.97%
Global Inflation	-7.69%	EM Local Crncy	28.17%	S&P 500	12.70%	US HY	4.98%	EM Sovereign	17.99%	Global HY	7.33%	US IG	7.47%	EM Local Crncy	1.23%	EM Sovereign	9.34%	EM Sovereign	9.32%	US IG	-2.51%	MSO EM	15.42%
EM Local Crncy	-10.91%	REIT	27.64%	EM Sovereign	12.32%	EMU GOV	3.36%	US HY	15.61%	EMU GOV	2.24%	EM Sovereign	7.15%	US Aggreg	0.55%	MSO EM	8.58%	EM Sovereign	9.29%	EMU HY	-3.37%	US IG	14.53%
EM Sovereign	-11.73%	MSO Europe	27.15%	EM Local Crncy	12.04%	Global HY	3.12%	MSO EM	15.13%	EMU Corporates	2.24%	US Aggreg	5.97%	US S/T Gov / Corp	0.25%	EMU HY	8.14%	Global Inflation	8.67%	REIT	-3.74%	EM Local Crncy	14.42%
US HY	-26.16%	RUSSELL 2000	25.21%	EMU HY	11.87%	EMU Corporates	1.72%	RUSSELL 2000	14.64%	MSO China	0.43%	EM Local Crncy	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 S/T Gov / Corp	0.37%	EMU Corporates	13.59%	US S/T Gov / Corp	0.25%	MSO China	4.67%	EMU Corporates	-0.60%	EMU Corporates	4.72%	MSO Europe	7.27%	Global Inflation	-4.11%	EM Sovereign	13.35%
REIT	-32.29%	Commodities	18.72%	US IG	8.99%	S&P 500	0.00%	S&P 500	13.40%	US IG	-1.53%	MSO Europe	4.09%	US IG	-0.69%	REIT	4.30%	US IG	6.42%	EM Sovereign	-4.20%	Global HY	12.56%
RUSSELL 2000	-34.80%	US IG	18.69%	MSO Europe	8.04%	EMU HY	-1.15%	MSO Europe	13.37%	US Aggreg	-2.02%	EMU HY	4.09%	S&P 500	-0.73%	Global Inflation	3.91%	EMU HY	4.82%	EM Local Crncy	-4.61%	EMU HY	9.55%
EMU HY	-32.29%	Commodities	18.72%	US IG	8.99%	S&P 500	0.00%	S&P 500	13.40%	US IG	-1.53%	MSO Europe	4.09%	US IG	-0.69%	REIT	4.30%	US IG	6.42%	EM Sovereign	-4.20%	Global HY	12.56%
RUSSELL 2000	-34.80%	US IG	18.69%	MSO Europe	8.04%	EMU HY	-1.15%	MSO Europe	13.37%	US Aggreg	-2.02%	EMU HY	4.09%	S&P 500	-0.73%	Global Inflation	3.91%	EMU HY	4.82%	EM Local Crncy	-4.61%	EMU HY	9.55%
Commodities	-36.61%	EMU Corporates	15.02%	US Aggreg	6.54%	RUSSELL 2000	-5.45%	EMU GOV	11.00%	Global Inflation	-3.19%	RUSSELL 2000	3.52%	Global HY	-2.72%	EMU GOV	3.23%	US Aggreg	3.54%	S&P 500	-6.24%	US Aggreg	8.72%
S&P 500	-38.49%	Global Inflation	13.58%	EMU Corporates	4.73%	REIT	-6.38%	US IG	8.81%	REIT	-3.63%	Global Inflation	3.42%	US HY	-4.47%	US Aggreg	2.65%	US 10 Y	2.55%	RUSSELL 2000	-12.18%	Global Inflation	8.04%
Msci Japan	-40.62%	Msci Japan	7.25%	Global Inflation	3.03%	MSO Europe	-10.94%	Global Inflation	8.40%	MSO 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	8.03%
MSO Europe	-45.52%	US Aggreg	5.93%	MSO China	2.39%	Commodities	-13.57%	US Aggreg	4.22%	EM Sovereign	-5.38%	US S/T Gov / Corp	0.18%	RUSSELL 2000	-5.71%	US S/T Gov / Corp	0.80%	US S/T Gov / Corp	0.98%	MSO Europe	-13.10%	EMU GOV	6.77%
REIT	-47.63%	EMU GOV	4.30%	EMU GOV	1.14%	MSO China	-20.41%	US 10 Y	3.66%	US 10 Y	-6.09%	Global HY	0.02%	MSO China	-10.10%	MSO Europe	-0.50%	Commodities	0.75%	MSO EM	-16.64%	EMU Corporates	6.29%
MSO China	-52.23%	US S/T Gov / Corp	1.47%	US S/T Gov / Corp	0.68%	MSO EM	-20.41%	US S/T Gov / Corp	0.36%	EM Local Crncy	-6.58%	MSO EM	-6.63%	MSO China	-16.96%	MSO China	-1.38%	EMU GOV	0.17%	Msci Japan	-16.77%	Commodities	5.44%
MSO EM	-54.48%	US 10 Y	-6.59%	Msci Japan	-1.24%	Msci Japan	-20.52%	Commodities	-1.14%	Commodities	-9.58%	Commodities	-17.04%	Commodities	-24.70%	Msci Japan	-2.60%	REIT	-5.85%	MSO China	-20.31%	US S/T Gov / Corp	2.69%

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de Bloomberg.

Aquest 2019 serà considerat com un dels millors anys per als inversors en termes de rendibilitat. Malgrat haver viscut alts i baixos en les negociacions comercials entre els EUA i la Xina, la volta a l'expansió monetària per part dels Bancs Centrals, i la dissipació dels temors sobre una hipotètica recessió que van aguar al mercat en l'última part de 2018, han permès tancar l'any amb rendibilitats positives en tots i cadascun dels grans actius. Tot això a pesar que les tensions de qualsevol índole no han disminuït, serveixi d'exemple la no resolució del conflicte comercial entre la Xina i els EUA, la inestabilitat sociopolítica que espera a tot el món o l'absència de reformes estructurals per part dels països de la UE.

Per a l'any 2020, esperem un creixement dispar entre les regions desenvolupades i les emergents. El nostre escenari base no contempla una recessió a nivell global, ja que cada vegada més, indicadors com els PMI manufacturadors apunten cap a una acceleració, moderada, del creixement econòmic mundial. A més, d'antuvi no s'han identificat excessos significatius que puguin desencadenar una recessió en el curt termini. Per a mantenir l'estabilitat del sistema, els Bancs Centrals continuaran tenint un paper clau com així ha estat durant els últims anys, tractant de mantenir un cert equilibri a través d'actuacions no sempre ortodoxes en termes de política monetària.

Varis són els diferents riscos als que ens enfrontem de cara a 2020, entre els quals destaquen les eleccions als EUA, l'evolució en el conflicte comercial i la dependència del sistema a les polítiques monetàries dels Bancs Centrals. Canvis inesperats al corrent de consens sobre cadascun dels punts anteriors de ben segur tindran repercussions sobre els preus dels actius i afegiran volatilitat als mercats financers.

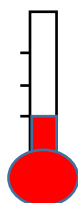
Finalment, no hem d'oblidar alguns dels aspectes no econòmics als quals ens enfrontem, particularment qüestions d'índole mediambiental, social i de govern corporatiu (ASG) i on el conjunt de la societat és cada vegada més sensible a arrel, entre altres, de l'Acord de Paris sobre el canvi climàtic o l'aplicació de l'Agenda 2030 (Objectius de Desenvolupament Sostenible).



Posicionamiento Estratégico

Renda Fixa

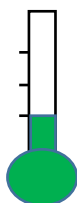
Infraponderar



- Els rendiments del deute públic en 2020 no haurien d'aprofundir més en el terreny negatiu encara que tampoc despuntessin significativament.
- El crèdit hauria de continuar aprofitant els fluxos per l'escassetat d'alternatives.

Renda Variable

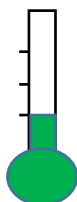
Sobreponderar



- Mantenim la renda variable americana a neutral. La incertesa en les eleccions de 2020 i les valoracions tan elevades ens fan estar més cautelosos.
- Considerem que pot haver-hi continuïtat en les pujades en el mercat europeu i veurem un major avantatge en les exposicions cícliques.
- Els països emergents combinen fonamentals sòlids, amb creixements raonables i amb valoracions atractives.

Alternatius

Sobreponderar



- Les estratègies de gestió alternativa poden aportar diversificació i protegir-nos davant repunts de volatilitat.
- En un escenari de tipus d'interès negatius i amb un baix creixement econòmic, els inversors continuen ajustant les seves assignacions a la recerca de majors retorns.
- La gestió del pressupost de liquiditat i certa protecció abans esdeveniments inesperats (riscos de cua) poden marcar la diferència.

Matèries Primeres

Neutral



- El preu futur del petroli residirà en la solidesa de la demanda en el món ja que està experimentant una desacceleració en el creixement econòmic. Pel costat de l'oferta, l'OPEP continuarà mantenint les retallades.
- L'or actua com a valor refugi davant un repunt de les tensions comercials ja que és un dels pocs actius que ofereixen protecció en un entorn d'avversió al risc.



Renda Fixa

Tipus d'interès

Després de la decisió de la Reserva Federal a la fi de juliol d'escometre la primera de les 3 baixades de 25pb realitzades durant 2019, un gran nombre de Bancs Centrals de tot el món van iniciar una senda de retallades en els seus tipus de referència davant la incertesa econòmica generada per les guerres comercials i els esdeveniments geopolítics a Europa, Àsia i Llatinoamèrica sobre el creixement mundial. D'aquesta manera, les polítiques monetàries acomodaticies són actualment la norma i no hi ha aparença a curt termini que el biaix de les entitats monetàries vagi a canviar en un entorn de baix creixement i inflació que a priori no posa en perill els objectius de les institucions. Sota aquest clima, les corbes de tipus d'interès sobiranes estarien suportades tant en els trams curts com en els llargs, on, pesi al nivell d'avanç del cicle econòmic, l'absència de pressions inflacionistes no constitueix un factor de risc estructural més enllà de tensions puntuals que poguessin presentar-se des de, per exemple, els preus de les matèries primeres.

Des de l'òptica de l'oferta i demanda de l'actiu, en termes generals els grans bancs centrals (FED, BCE, Banc del Japó) prossegueixen, amb matisos, comprant deute públic en els mercats secundaris. Malgrat les valoracions exigents fruit d'una prolongada durada de programes de flexibilització quantitativa (l'estoc de deute cotitzat amb rendiments negatius ha aconseguit durant 2019 els 17 trilions de USD, és a dir, al voltant del 25% del saldo viu), la pressió compradora, per tant, no hauria de mostrar símptomes de feblesa en la mesura que els Bancs centrals no repleguin decididament les seves mesures d'estímul. Així mateix, pel costat de l'oferta, la capacitat marginal de la política monetària per a ajudar a l'economia a créixer amb major solidesa en un entorn de tipus 0 o negatius, ha estat un dels arguments per a argumentar una major activitat per part de la política fiscal.

No obstant això, malgrat la decidida aposta dels EUA amb l'entrada de la nova administració en 2016, el caràcter expansiu de la política fiscal i de la despesa pública ha estat limitat en la resta del món, uns per temors del passat (Alemanya) i uns altres pel ràpid endeutament observat en els últims anys (especialment països Emergents), amb el que no caldria esperar un increment substancial d'estímul via inversions públiques.

Amb tot, conjugant els factors (quadre macroeconòmic presumiblement estabilitzat encara que no pròsper; demanda sense aparença d'afeblir-se i oferta continguda; nivells de tipus en zona de mínims) els rendiments del deute públic en 2020 no haurien d'aprofundir en terreny negatiu encara que tampoc despuntar significativament tret que es produís una acceleració de les expectatives de creixement.



Crèdit

El crèdit corporatiu ha collit un excel·lent 2019, amb rendiments d'almenys 4-5% en els trams curts del investment grade i superiors a doble dígit en categoria especulativa, registrant un dels millors exercicis de l'últim lustre. Sense cap dubte, la cerca de rendibilitat per part dels inversors sota un context de rendiments negatius o molt baixos ha propiciat una substancial entrada de diners en l'actiu donant lloc a una compressió dels spreads de crèdit en pràcticament tot l'univers. És també convenient ressaltar que bona part de la demanda històrica d'inversió en tipus d'interès s'ha vist desplaçada per l'absència de rendibilitat en aquest actiu cap a precisament l'espectre corporatiu, factor que esperaríem es mantingués en el curt termini excepte deterioració de les perspectives econòmiques.

Pel costat de l'oferta, les companyies han aprofitat la finestra conferida pel mercat els últims anys per a millorar les seves estructures financeres allargant venciments a tipus més baixos. Paral·lelament han recorregut al creixement inorgànic de manera notòria, encara que si un observa exclusivament la important activitat corporativa en matèria d'adquisicions podria no estar fent una lectura completa de la salut financera a nivell empresarial. Sense les dades del 4T19, el volum en fusions i adquisicions (M&A) de 2019, així com el nombre de transaccions, tancarà per sobre del màxim dels últims 20 anys (2015) i superarà anys previs a la Gran Crisi Financera (2006 i 2007). Al seu torn, l'acumulat en grandària de les operacions dels últims 5 anys (2019-2015) superarà àmpliament al període 2003-2007. No obstant això, l'apel·lació de les companyies als mercats de deute per a finançar aquestes operacions ha guardat un equilibri similar respecte a les últimes dècades quant a deute/caixa i recursos propis.

Amb tot, les taxes de fallida empresarial es mantenen baixes en termes històrics i així haurien de continuar responnent a dinàmiques purament fonamentals, amb la salvaguarda que poguessin veure's estressades davant un esdeveniment propi d'algun sector o regió particular de manera puntual.

De cara a 2020, l'entorn no hauria de canviar en excés i el crèdit hauria de continuar a collint fluxos recolzat en l'escassetat d'alternatives i un estat general de la macroeconomia que no posaria en risc la salut financera de les companyies en termes de generació de caixa i endeutament. Amb això, tant la categoria inversió com high yield mantindrien els seus respectius spreads en un rang moderat en zona de mínims plurianuals.



Renta Variable

EE. UU.

L'economia estatunidenca es troba en la fase expansiva més llarga de la seva història des de l'equador del 2009 impulsat pel consum privat, el principal motor de creixement de l'economia americana, recolzat per la solidesa del mercat laboral. La desocupació se situa en el 3.5%, aconseguint un nivell que no es veia des de fa 50 anys i un ritme de creació d'ocupació superior al previst en una economia en plena ocupació, totes dues variables haurien de continuar donant suport al manteniment robust del consum privat. Pel que fa a la inversió empresarial, el seu comportament durant l'any s'ha vist afectat per la guerra aranzelària iniciada en 2018.

No obstant això, després d'aconseguir un principi d'acord parcial en el qual s'ajorna l'entrada en vigor de les tarifes previstes per a final d'any i una rebaixa substancial de les tarifes que estan en vigor, som de l'opinió que les tensions entre tots dos països no s'incrementessin marginalment de cara l'any vinent i per tant la inversió empresarial podria millorar durant 2020.

Amb aquest context macroeconòmic, la Reserva Federal va reduir les taxes d'interès de referència en tres ocasions (juliol, setembre i octubre) en resposta a la feble activitat manufacturera, situant-los en el rang 1.50%-1.75%. No obstant això, Jerome Powell va assenyalar durant la roda de premsa posterior, que no està previst que es produeixin retallades addicionals a curt termini. En aquest entorn, la majoria dels mercats s'han recuperat de les caigudes de finals de 2018 i la borsa americana continua liderant el cicle expansiu dels mercats mundials. No obstant això, el creixement dels beneficis s'ha estancat donada la maduresa del cicle econòmic, la fortalesa del dòlar i les tensions comercials.

A més els baixos nivells de desocupació comencen a suposar una tendència a l'alça dels costos operatius de les companyies i com a resultat els marges es veuen sotmesos a pressions implicant que les valoracions siguin menys favorables que a l'inici del 2019. Malgrat això, valoracions més exigents no impliquen necessàriament menors rendibilitats futures, ja que durant els últims anys la borsa americana ha cotitzat a múltiples més elevats que altres regions i així i tot el seu comportament relatiu en renda variable ha estat superior. Tot dependrà, com és habitual, en el grau d'avanç dels beneficis empresarials, els quals s'esperen que creixin durant 2020 en un 9.5%, nivell en principi suficient per a continuar experimentant retorns positius per als pròxims anys.

Finalment, quant a riscos haurem d'estar atents a l'esdeveniment polític de l'any, les eleccions presidencials del 3 de novembre. Si bé sembla altament probable que Donald Trump sigui el candidat republicà, no és clar qui serà el candidat demòcrata donada la fragmentació de la intenció de vot entre els diferents candidats. A causa de la diferència en termes de moderació dels programes dels diferents candidats demòcrates especialment en qüestions de sanitat i polítiques fiscals, la seva evolució serà crítica per a mesurar els nervis dels inversors.

Creiem que les tensions entre la Xina i els EUA no s'incrementessin de cara l'any vinent i per tant la inversió empresarial podria millorar durant el 2020.



Europa

Des d'un punt de vista geoestratègic, la signatura del principi d'acord aconseguit entre els EUA i la Xina afavorirà una economia eminentment industrial i exportadora com és l'europea. No obstant això, cap el risc que Donald Trump iniciï una nova disputa comercial, aquesta vegada amb Europa, la qual cosa sens dubte afegiria incertesa als selectius. Quant al Brexit, tot apunta al fet que les incògnites es van buidant després de la victòria de Boris Johnson en les eleccions generals i que, per tant, es produirà una sortida ordenada, la qual cosa hauria de continuar afavorint als mercats europeus pel descens de les primes de risc associades. Finalment, considerem que la Xina mantindrà els estímuls econòmics amb la finalitat de cobrir-se davant un possible gir inesperat en l'esdevenir del conflicte comercial i/o una major desacceleració econòmica, la qual cosa a priori hauria de suportar el creixement global i, especialment, l'europeu donats els estrets llaços comercials que mantenen totes dues geografies.

Amb tot, la majoria de les previsions de creixement del PIB europeu per a 2020 ho situen lleugerament per sobre de l'1% si bé, la inflació continuarà en nivells clarament inferiors a l'objectiu del BCE ("per sota del 2%, però pròximes a aquest valor"). A més, l'organisme presidit per Christine Lagarde va anunciar una reflexió estratègica per a l'any entrant -que no es produïa des de 2003- en la qual podria plantejar-se un objectiu d'inflació a l'alça respecte a l'actual, la qual cosa podria allargar o incrementar les polítiques monetàries expansives, donant suport als actius de risc. Al mateix temps, no és descartable l'inici d'una expansió fiscal a la regió, tal com ha estat reclamant el banc central del Vell Continent en les seves últimes declaracions, encara que de moment descartem que sigui realment significatiu en quantia per les reticències dels països nucli.

Quant a les companyies, després d'un any infaust quant al creixement de beneficis per acció per la idiosincràsia dels components dels índexs europeus, el mercat estima increments de les vendes per acció i beneficis operatius de dígit baix (1,2% i 3.7% respectivament), la qual cosa hauria d'oferir cert suport als índexs donats els nivells de valoració de partida, encara que els riscos són a la baixa.

El BCE, presidit per Christine Lagarde, va anunciar una reflexió estratègica per a l'any entrant -que no es produïa des de 2003- en la qual podria plantejar-se un objectiu d'inflació a l'alça respecte a l'actual, la qual cosa podria allargar o incrementar les polítiques monetàries expansives, donant suport als actius de risc.



Emergents

Després de diversos trimestres pressionats pel soroll geopolític derivat principalment del conflicte comercial entre els EUA i la Xina, així com esdeveniments de diferent índole a Llatinoamèrica, els mercats emergents van recuperar la seva resplendor després de l'acostament de postures entre totes dues potències i, sobretot, després del suport de la Reserva Federal al sistema a través de polítiques monetàries expansives el que ha permès als actius de renda variable emergent finalitzar l'any a l'una amb altres mercats. Malgrat els forts avanços experimentats, pràcticament la totalitat del comportament en 2019 ve explicat per un augment de les valoracions posat que durant l'any a penes s'ha observat un creixement del 3.4% en termes de beneficis per acció. Si bé per a 2020 s'espera un creixement més elevat del 9.9%, continuarà sent clavi monitorar la seva evolució per a confirmar la millora en els fonamentals.

Immersa en un procés d'equilibri entre la "vella economia" i la "nova economia" i accentuat per les friccions comercials, l'activitat de la major superpotència emergent seguirà en descens durant 2020, estant les estimacions per sota del 6% de creixement. Degut a l'efecte de la globalització i la interconnexió entre economies, aquest descens progressiu està impactant de manera negativa en regions com Àsia en general (el Japó i Corea del Sud inclusivament) i Europa, sent Alemanya la més perjudicada. No obstant això, el Banc Popular de la Xina encara disposa de vímets per a dinamitzar l'economia en cas necessari, per la qual cosa una abrupta desacceleració estaria, en principi, descartada. La gran incògnita continuarà sent la fràgil situació a Hong Kong, la qual depenent de l'actuació de la Xina pot desencadenar un fort augment de les hostilitats amb països de l'OCDE. Malgrat l'anterior, continuem veient Àsia com la regió amb major potencial a futur degut a les característiques estructurals dels seus països i a unes valoracions atractives, destacant per sobre de tot el Sud-est Asiàtic a través de països com Indonèsia, Vietnam o Filipines.

Els països Llatinoamericans han experimentat durant la segona part de 2019 la seva particular "Primavera", amb forts episodis d'inestabilitat en països com Xile, l'Equador, Bolívia o Veneçuela arran del descontentament per mesures d'austeritat i corrupció política. En un entorn de creixement econòmic feble unit als baixos preus de matèries primeres els quals determinen en gran manera el grau de fortaleza econòmica, sembla improbable que els focus de risc desapareguin el que tornaria a restar capacitat per a una acceleració potencial de l'activitat econòmica.

En un entorn mundial de baix creixement, baixes taxes d'inflació i tipus d'interès reduïts creiem que els inversors haurien de continuar valorant la possibilitat de continuar diversificant la seva exposició i augmentar el seu pes a actius emergents ja que combinen sòlids fonamentals, creixement raonable, compromís amb les reformes institucionals i valoracions atractives. Això sí, a costa d'assumir major volatilitat en les seves inversions.



Matèries Primeres

Les matèries primeres haurien de veure's recolzades en el 2020 per la relaxació de les condicions financeres i per l'actuació dels Bancs Centrals. El mercat de l'or es troba ben balancejat, amb una oferta continguda i una demanda que està augmentat per l'acumulació de reserves per part dels Bancs Centrals. Per això, continuem optimistes, ja que és la matèria primera de referència davant un repunt de les tensions comercials i un dels pocs actius que ofereixen protecció en un entorn d'avversió al risc.

Respecte al petroli, la demanda de petroli ha retrocedit fins al seu punt més baix des de 2011, ja que la desaceleració del creixement econòmic global i la guerra comercial entre els EUA i la Xina van impactar en totes les economies del món. Mentre l'oferta, l'Agència Internacional d'Energia (AIE) continua veient un excés d'oferta en el mercat, especialment en el primer semestre de 2020, malgrat els esforços de la coalició OPEP+ per a complir estrictament les retallades de producció. El preu del barril Brent ha arribat a aconseguir els 75 dòlars el barril i la producció de petroli per part dels Estats Units ha demostrat ser molt resistent i, en comparació amb el passat, sembla menys vulnerable a les inquietuds per la interrupció del subministrament. Per exemple, després dels atacs soferts per la petroliera Aramco no van acabar afectant substancialment el preu. els Estats Units s'ha convertit en un exportador de petroli net, minvant una important part de la quota de producció de l'OPEP. Els senadors Elizabeth Warren i Bernie Sanders, dos dels principals candidats en la carrera per la nominació del Partit Demòcrata, han promès que en cas de guanyar les eleccions prohibirien el fracking i intentarien reduir l'exploració i la producció dels EUA, amb el que impactaria en el preu del petroli. Per tant, la qüestió per als preus futurs del petroli residirà en que sòlida és la demanda, en un món -que no oblidem- ha d'afrontar una transició a una economia baixa en carboni.

Si no hi ha recessió global, les perspectives de les matèries primeres són favorables. L'or continuarà actuant com a valor refugi davant els riscos geopolítics que puguin arribar a succeir.

Divises

La probabilitat de recessió per part dels EUA continua sent baixa, l'avantatge que suposen uns tipus a la baixa i les expectatives de convergència del creixement dels EUA amb la resta dels demes països podrien donar lloc a una depreciació substancial d'un USD sobrevalorat respecte a les altres divises. La inflació persisteix per sota de l'objectiu de la FED, mantenint aquesta la seva visió positiva sobre l'economia. No obstant això, amb Europa liderant l'alentiment cíclic mundial i amb la gran incertesa política i de diferencials de tipus, creiem que la revaloració del dòlar pot estar limitada en el curt termini i de moment el eurodòlar esperem que continuï en el rang lateral de 1,10-1,20 dòlars.

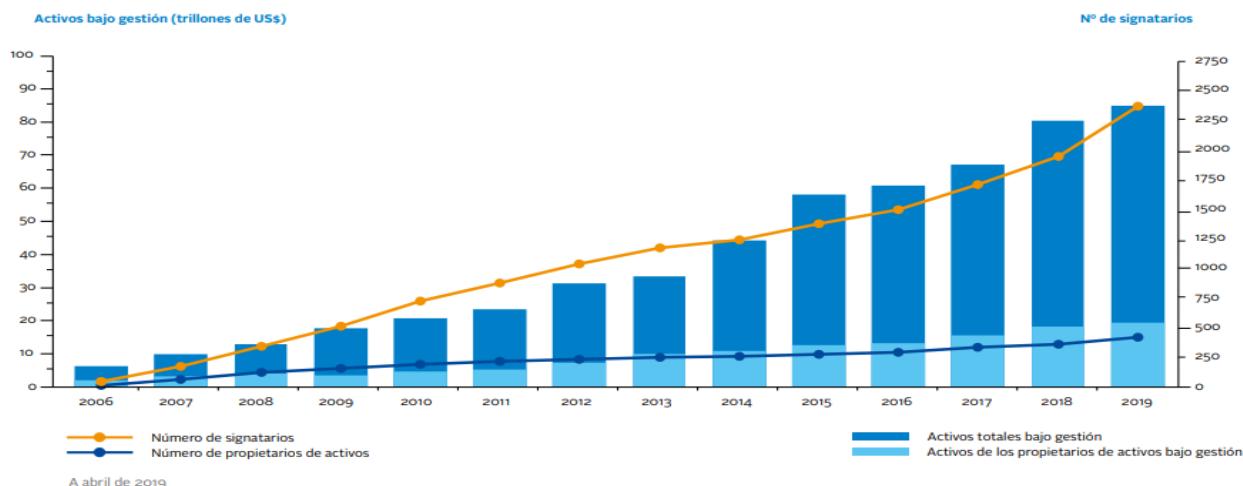
L'evolució del dòlar marcarà el camí de les divises emergents. La persistent fortalesa del dòlar i la feblesa de les monedes emergents locals perjudiquen els agents locals que es financen en la divisa forta i il·lustra els preus de les matèries primeres, dels quals molts països emergents tenen molta dependència.

Creiem que el resultat més probable serà la depreciació del USD, però molt suaument i mantenint una volatilitat molt baixa, contribuint a estendre l'expansió del cicle. En un any electoral, un dòlar sostingut serà vist com a símptoma de la bonança econòmica.



ASG

La creixent conscienciació dels inversors sobre l'impacte de les seves inversions en els aspectes socials i mediambientals s'està traslladant en un abrupte creixement dels actius sota gestió a través d'estratègies ISR.



Font: PRI

L'evidència empírica dóna suport a la idea que les companyies amb una millor qualificació de la seva informació extrafinancera tenen un cost de capital menor i, per tant, tenen millors condicions d'accés al finançament. *Ceteris paribus*, un menor cost del capital comporta: (1) un major marge de beneficis, a través d'uns menors interessos sobre el deute; (2) una major disponibilitat del capital, possibilitant l'accés a un major nombre de projectes i al mateix temps millorant la posició relativa enfront de competidors ressagats en ASG; i (3) unes majors valoracions dels actius, en tant que un cost del capital inferior es tradueix en un major valor present dels fluxes de caixa futurs.

Per als pròxims anys, no tenim dubtes que una coherent integració de criteris ASG repercutirà positivament en els resultats operatius de les companyies, tant a nivell de marges com a nivell de beneficis absoluts. No obstant això, a causa de la intersecció d'uns cada vegada majors fluxos d'entrada cap a estratègies d'inversió socialment responsable unida a l'escassetat d'alternatives d'inversió amb provat impacte social o mediambiental, s'està produint una expansió de múltiples molt notòria, situant les valoracions de certes companyies sensiblement per sobre del mercat.

Encara que continuem convençuts que la integració d'aspectes ASG continuarà millorant els termes qualitatius de les companyies, creiem que el millor acompliment borsari estarà condicionat a aquelles estratègies que siguin molt selectives en la selecció d'idees.



Fons Caixa Enginyers Gestió

Fons CEG	Visió	Comentari
Fons Renda Fixa Caixa Enginyers		
CE Premier, FI		(+) El fons manté un perfil de risc moderat, oferint exposició a actius de renda fixa d'elevada qualitat creditícia i mantenint una durada al voltant de 3.5x, mitgant d'aquesta forma el risc davant possibles variacions de tipus d'interès. (+) Posició de liquiditat elevada per a aprofitar oportunitats de mercat de manera oportunista. (-) Risc de normalització de les polítiques acomodaticies per part dels Bancs Centrals (-) Valoracions dels actius de renda fixa elevades
Fons Multiestratègia Caixa Enginyers		
CE Gestió Dinàmica, FI		(+) El fons ofereix diversificació davant diferents tipologies d'actius i àrees geogràfiques, podent invertir on el gestor consideri convenient depenent de la situació del mercat (renda variable, renda fixa, matèries primeres, divises, alternatius) i reflecteix el posicionament global de la gestora CEG. (+) El fons es gestiona amb un enfocament de volatilitat controlada, introduint actius amb una baixa o negativa correlació entre ells de tal manera que el risc de la cartera es mantingui en nivells controlats. (+) Utilitza derivats per a realitzar cobertures de risc i per a generar rendibilitats en les oportunitats que puguin sorgir. (-) Cal destacar que es busca baixa correlació a mig-llarg termini, per la qual cosa caigudes de mercat poc freqüents, molt brusques i sincronitzades poden afectar negativament la cartera. Períodes de correccions en el mercat poden sorgir en qualsevol moment, i tractar d'anticipar-los és gairebé impossible pel que es construeix la cartera buscant valor en el llarg termini. Termini d'inversió mínim recomanat 3 anys. (-) La principal diferència amb respecte el fons CI Gestió Alternativa és que el seu major pressupost de volatilitat
CE Gestió Alternativa, FI		(+) El fons ofereix diversificació davant diferents tipologies d'actius i àrees geogràfiques, podent invertir on el gestor consideri convenient depenent de la situació del mercat (renda variable, renda fixa, matèries primeres, divises, alternatius) i reflecteix el posicionament global de la gestora CEG (+) El fons es gestiona amb un enfocament de volatilitat controlada, introduint actius amb una baixa o negativa correlació entre ells de tal manera que baixi la volatilitat esperada del fons. (+) Utilitza derivats per a realitzar cobertures de risc i per a generar rendibilitats en les oportunitats que puguin sorgir. (-) Cal destacar que es busca donis-correlació a mig-llarg termini, per la qual cosa caigudes de mercat poc freqüents, molt brusques i sincronitzades poden afectar negativament la cartera. Períodes de correccions en el mercat poden sorgir en qualsevol moment, i tractar d'anticipar-los és gairebé impossible pel que es construeix la cartera buscant valor en el llarg termini. Termini d'inversió mínim recomanat 3 anys.

Fons CEG	Visió	Comentari
Fons Mixtos Caixa Enginyers		
CE Renda, FI		(+) Posicionament esbiaixat cap a companyies de dividend sostenible, on continuem trobant excel·lents idees amb creixements esperats per sobre de la mitjana i valoracions atractives. (+) Exposició l'en sector immobiliari a través de REITS, sector que ofereix diversificació, rendes constants i protecció davant un augment de la inflació. (-) Riscos davant una normalització de les corbes de tipus, ja que representa un risc per a la cartera de Renda Fixa. No obstant això, el fons manté una durada al voltant de 2x. (-) Risc davant l'assimilació que realitza el mercat de les companyies de dividend sostenible amb els actius de renda fixa (Bond Proxies).
Fonengin ISR, FI		(+) El fons aplica criteris d'Inversió Socialment Responsable en la selecció d'actius, tant de renda fixa com de renda variable. (+) La cartera de renda fixa ha assumit una mica més de durada (<3x) davant la no previsió d'un repunt abrupte de tipus que quedaria compensat per la meritació de carry. En renda variable l'exposició s'ha reduït al rang 18/20% del patrimoni, encara que es continua trobant negocis de qualitat, amb creixements de beneficis esperats per sobre de la mitjana i valoracions raonables. (-) Una normalització de les corbes de tipus representa un risc per als actius de renda fixa, no obstant això la durada moderada del fons contribueix a mitigar aquest risc. (-) La cartera de renda variable està infraponderada als Estats Units, com a conseqüència del menor grau de companyies estatunidenques que estan compromeses amb els criteris ISR. Això pot suposar un risc davant el millor comportament relatiu dels Estats Units front Europa en els últims anys.
CE Environment ISR, FI		(+) El fons aplica criteris d'inversió responsable en la selecció de totes les seves inversions, invertint en companyies que tinguin en compte el seu impacte mediambiental, siguin líders en la lluita contra el canvi climàtic i apostin per noves pràctiques de reducció del consum d'energia. (+) Amb l'objectiu de mitigar l'impacte d'una possible normalització de tipus, el fons manté un perfil de risc moderat, oferint exposició a actius de renda fixa d'elevada qualitat creditícia i mantenint una durada reduïda (-) La cartera de renda variable està infraponderada als Estats Units, com a conseqüència del menor grau de companyies estatunidenques que estan compromeses amb els criteris ISR. Això pot suposar un risc davant el comportament relatiu dels Estats Units front Europa en els últims anys. (-) Una migració més lenta de l'esperada cap a sistemes i productes líders en la lluita contra el canvi climàtic.
CdE ODS Impact ISR, FI		(+) El fons aplica criteris d'Inversió Socialment Responsable en la selecció d'actius, invertint en companyies que els seus productes o serveis tinguin un impacte directe en els 17 Objectius de Desenvolupament Sostenible, posant èmfasi als quals el fons s'enfoca (ODS 4: Educació de qualitat, ODS 6: Aigua neta i sanejament i ODS 9: Indústria, innovació i infraestructures) (+) Cartera de renda variable concentrada en companyies atractives des del punt de vista fonamental, que gaudeixin d'elevats estàndard extra financers i que posseeixin avantatges competitius sostenibles i estables. La cartera de renda manté una durada controlada entorn al 5, apostant per emissors de qualitat amb un major biaix cap a bons corporatius, i assumint la no previsió d'un repunt abrupte de tipus que quedaria compensat per la meritació de carry. (-) Riscos davant una normalització de les corbes de tipus, ja que representa un risc per a la cartera de renda fixa. (-) Infraponderació en sectors més cíclics (actuacions, bancs o energia). Si es produeix una acceleració econòmica superior a l'esperada pel mercat, aquestes companyies tindrien un comportament superior al del mercat.

Fons CEG	Visió	Comentari
Fons Renda Variable Caixa Enginyers		
CE Global, FI		(+) Fons de renda variable global que inverteix en les companyies de major qualitat del món, exposades a les principals tendències de creixement i que incorpora estrictes criteris d'inversió socialment responsables. A més, compta amb total flexibilitat per a invertir en diferents àrees geogràfiques (els EUA, Europa, el Japó, Emergents, etc). (+) Sobreponderació a Europa i països emergents enfront dels Estats Units i el Japó, on considerem que les valoracions són més atractives. (+) Sobreponderació en sectors atractius per valoració (FCF Yield + Creixement) amb avantatges competitius sostenibles a llarg termini, com són els serveis de salut, productes de consum (tant en serveis com en béns), i companyies de serveis financers (agències de crèdit, buró de crèdit, Borses de valors...). (-) Risc davant l'apetit dels inversors cap a companyies de Programari as a Service (SaaS), a causa de la infraponderació del fons cap a aquestes companyies. (-) Infraponderació en sectors cíclics (químics, actuacions, bancs o industrials). Si es produís una acceleració econòmica superior a l'esperada pel mercat, aquestes companyies tindrien un comportament superior al del mercat.
CE Borsa USA, FI		(+) El fons està format per companyies amb una rendibilitat esperada major que la del mercat, menor deute i valoracions més atractives. (+) La solidesa del mercat laboral hauria de continuar afavorint a les majors posicions del fons, companyies relacionades amb el consum tant cíclic com no cíclic. (-) Risc davant l'apetit dels inversors cap a companyies de programari (FAANG), a causa de la infraponderació del fons a aquestes companyies. (-) El creixement dels beneficis corporatius s'ha estancat donada la maduresa del cicle econòmic, la fortalesa del dòlar i les tensions comercials.
CE Borsa Euro Plus, FI		(+) PIB moderadament expansiu sense inflació, la qual cosa allargarà o incrementarà les polítiques monetàries expansives, donant suport als actius de risc. A més, no és descartable l'inici d'una expansió fiscal. (+) L'acord aconseguit entre els EUA i la Xina afavorirà una economia industrial i exportadora com és l'europea. Quant al Brexit, tot apunta al fet que les incògnites es van buidant després de la victòria de Boris Johnson en les eleccions generals. (+) Prenent com a referència l'índex Euro Stoxx 600, el mercat descompta un increment de les vendes per acció del 1,2% així com un increment del EBITDA per acció del 3,7%, la qual cosa hauria de donar suport i continuïtat a les bosses. (-) Repunt dels tipus abans de l'esperat pot suposar un contratemps degut al poc pes que representa el sector financer en cartera. (-) En el cas que el comerç internacional i la indústria es dispari, el fons està infraponderat en companyies cícliques pures.
CE Iberian Equity, FI		(+) Valoracions atractives tant des d'un punt de vista relatiu com absolut. Fonamentals una mica febles encara que millorant des d'una base baixa. (+) Cartera esbiaixada a companyies de qualitat amb un pes significatiu en companyies de petita i mitjana capitalització, les quals s'han quedat resagades malgrat haver demostrat el seu millor comportament en el llarg termini (-) La liquiditat és un risc a considerar. Si els inversors reemborsen diners dels fons, les cotitzacions de les petites i mitjanes companyies es poden veure fortament afectades. (-) Risc davant un empitjorament macroeconòmic de Llatí Amèrica a causa de la relació comercial entre totes dues àrees geogràfiques.
CE Emergents, FI		(+) Les companyies del fons es beneficien de fortes tendències de creixement secular com per exemple l'augment de la renda per càpita, la urbanització o l'envelliment poblacional i a més compten amb un posicionament estratègic únic dins de les seves indústries. (+) Valoracions raonables tenint en compte la qualitat i el posicionament dels negocis, especialment enfront de comparables en països desenvolupats. (-) Augments en les tensions entre els EUA i la Xina arran de la lluita per l'hegemonia mundial podria continuar afectant el sentiment sobre les companyies de mercats emergents, especialment a les xineses el pes en cartera de les quals és significatiu. (-) Dependència de l'evolució dels mercats a polítiques monetàries als EUA i la seva repercussió en el USD. Un enduriment de les mateixes afectaria negativament la classe d'actiu.

Aprofitem l'ocasió per a recordar que disposen de més informació sobre qualsevol dels fons comentats en el nostre portal [Enginyers Fons](#)

FONS D'INVERSIÓ	INDICADOR DE RISC
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 GESTION ALTERNATIVA, FI	3
CAJA INGENIEROS GESTION DINAMICA, FI	3
CAJA INGENIEROS FONDTEORO CP, FI	1
CAJA INGENIEROS PREMIER, FI	2

◀ Potencialment menor rendiment Potencialment major rendiment ▶

1 2 3 4 5 6 7

◀ Menor risc Major risc ▶

(La categoria "1" no significa que la inversió estigui lliure de risc)

DISCLAIMER

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en 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, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CRÉDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, 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.