

Gestiona

Publicación bimestral
exclusiva para inversores

Mayo/Junio 2022

Tendencias de fondo

2022, un año muy complejo para generar alfa en estrategias activas



Actualmente, la invasión rusa de Ucrania y las consecuencias de la tardía intervención monetaria de la Reserva Federal para controlar la inflación están centrando la atención de los inversores. Adicionalmente, este cambio de rumbo monetario está generando divergencias no solo en el mercado en su globalidad, sino especialmente en las diferencias en el comportamiento bursátil de compañías, sectores y factores. Por lo tanto, esta situación está provocando que las estrategias de gestión activas (cuyo objetivo pasa por batir a un índice de referencia específico) estén afrontando más dificultades que nunca para generar alfa.

A fin de constatar este fenómeno y tomando como referencia el caso más significativo como es el norteamericano, merece la pena destacar que el comportamiento de apenas ocho compañías explica la mitad del retorno negativo del S&P 500 durante 2022*. Dicho de otra manera, si el S&P 500 no estuviera invertido en estos ocho nombres, la caída absoluta durante 2022 se dividiría entre dos y pasaría de una caída en dólares del 18 % a 20 de mayo hasta el 9 %.

**Fuente: Según S&P Dow Jones Indices, a 17 de mayo de 2022, la contribución combinada de Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia y Netflix ha supuesto un -6,82 % en lo que va de 2022, lo que se compara con la contribución combinada del resto del S&P 500 de un -6,92 %.*

Por otro lado, y siguiendo desde un punto de vista sectorial, el índice europeo Stoxx 600 solamente cuenta con tres de los veinte sectores en retorno positivo en lo que llevamos de año: el segmento energético, el de recursos básicos y el de telecomunicaciones. En cuanto a factores, nos encontramos nuevamente con la misma situación de disparidad, con el MSCI World Value (compañías que cotizan

Tendencias de fondo

con precios bajos, pero no necesariamente tienen crecimiento) habiéndose comportado alrededor de un 20 % mejor que el MSCI World Growth (compañías con crecimiento que cotizan a múltiplos elevados) en lo que llevamos de año.

Pero ¿qué tiene que ver la disparidad de comportamiento en nombres, sectores o factores con la gestión activa?

Desde la publicación de *Some Studies of Variability of Returns on Investments In Common Stocks* de Lawrence Fisher y James H. Lorie en 1970, la comunidad inversora ha llevado el resultado de dicho estudio de la teoría a la práctica. *Grosso modo*, Fisher y Lorie llegaron a la conclusión de que una cartera equiponderada con, al menos, treinta y dos empresas elegidas al azar proporciona una diversificación prácticamente idéntica a la que se obtiene a través del índice de referencia. La problemática de dicha tesis es la palabra “azar”, que, sin lugar a dudas, no se puede aplicar de forma generalista a carteras construidas mediante gestión activa. Es decir, la gestión activa no selecciona al azar las 30-35 compañías en las que invierte, sino que frecuentemente se suele aplicar un sesgo hacia una tipología de inversión u otra, desprendiéndose por ello de la alegación inicial de azar.

Por otro lado, tal y como se observa en el gráfico adjunto, vale la pena destacar que el 32 % y el 51 % de las compañías presentes en los índices factoriales Russell 2000 Value y Russell 2000 Growth, respectivamente, han experimentado una caída de, al menos, el 50 % durante los últimos 12 meses. Esto nos indica que incluso las estrategias que invierten en ambos polos de inversión, y que por ello sí aplican una diversificación por factor, muy difícilmente se hayan librado de poseer empresas que hayan experimentado caídas superiores a ese 50 % al que hacíamos referencia

% del cambio desde el máximo en las últimas 52 semanas	S&P 500	Nasdaq Composite	Russell Value	Russell Growth
Miembros con, como mínimo, una corrección del 50 %	6 %	50 %	32 %	51 %
Miembros con, como mínimo, una corrección del 25 %	46 %	72 %	67 %	84 %
Miembros con, como mínimo, una corrección del 20 %	61 %	78 %	78 %	90 %
Promedio % de la caída por miembro	-25 %	-49 %	-41 %	-52 %
Caída % del índice desde el máximo en las últimas 52 semanas	-19 %	-30 %	-19 %	-36 %

*Fuente: Bloomberg, con datos a 20 de mayo de 2022.

Por último, durante 2022 tampoco se han experimentado los beneficios habituales de carteras diversificadas a través de diferentes clases de activos, ya que las expectativas de subidas de tipos de interés y los aumentos de los diferenciales de crédito han supuesto que tanto la renta fija gubernamental como la renta fija corporativa en euros experimenten un comportamiento negativo entre el 5 % y 7 %.

En definitiva, la conjunción de todos los factores mencionados ha supuesto que gran parte de las estrategias de gestión activa de renta variable y mixtas hayan experimentado un comportamiento negativo tanto a nivel absoluto como relativo en lo que llevamos de año. Desafortunadamente, al tener un sesgo hacia calidad (generalmente incluidos dentro del factor crecimiento) y no tener prácticamente exposición a los sectores más beneficiados durante el actual entorno, como son el energético y el de recursos básicos, ha penalizado las estrategias con sesgo hacia modelos de negocio de calidad y baja intensidad en carbono. En este sentido, los fondos del Grupo Caja de Ingenieros han tenido un arranque de año complicado, pero mantenemos nuestro compromiso por ofrecer unas buenas prestaciones financieras y extrafinancieras. El principal ajuste que estamos integrando en nuestras carteras es incorporar un coste del capital mayor que conlleva un reposicionamiento hacia sectores más defensivos y/o compañías que tengan márgenes de seguridad superiores en términos de valoración.

Fondo a fondo: CI Premier, FI



Caja Ingenieros Premier, FI, es un fondo con vocación de renta fija internacional que mantiene un enfoque hacia la preservación de capital. El fondo se gestiona de forma flexible con el fin de aprovechar las oportunidades que proporciona la inversión en mercados de renta fija internacional.

La complejidad en el entorno actual de tipos de interés, principalmente enmarcado en un proceso de endurecimiento monetario por parte de los principales bancos centrales, ofrece riesgos, pero a la vez oportunidades. La gestión histórica de los fondos de inversión de renta fija se ha basado en la direccionalidad estática a mercado, una característica que ha ofrecido excelentes rentabilidades pasadas, pero que limita la futura evolución de los precios de los activos de renta fija para los próximos años en entornos de fuerte volatilidad como es el actual.

Con el objetivo de mitigar esta limitación, el fondo mantiene un continuo enfoque hacia la preservación de capital y se basa en cinco motores principales de rendimiento:

Posicionamiento en curvas de tipos de interés. La duración de la cartera se ajustará en función de la coyuntura del mercado y oscilará entre -3 y 12 años. La flexibilidad en su posicionamiento permite al fondo reducir la sensibilidad a los tipos de interés en entornos de subidas de tipos, un factor diferencial con respecto a otros fondos de la categoría.

Diferenciales de crédito. El fondo tiene la capacidad de invertir en emisiones calificadas como grado de inversión y alto rendimiento por las agencias de rating. El análisis fundamental de las compañías para determinar la sostenibilidad en el pago de sus pasivos seguirá siendo la piedra angular del proceso de inversión y permitirá obtener rendimientos por encima de la deuda pública.

Distribución de activos. La inversión se focaliza en valores de renta fija emitida por emisores públicos y privados sin predeterminación de sectores o países. Se incluyen, dentro del universo de inversión, gobiernos y compañías radicados en países en vías de desarrollo. Esta libertad de movimientos elimina restricciones con el objetivo de maximizar el binomio rentabilidad/riesgo.

Fondo a fondo

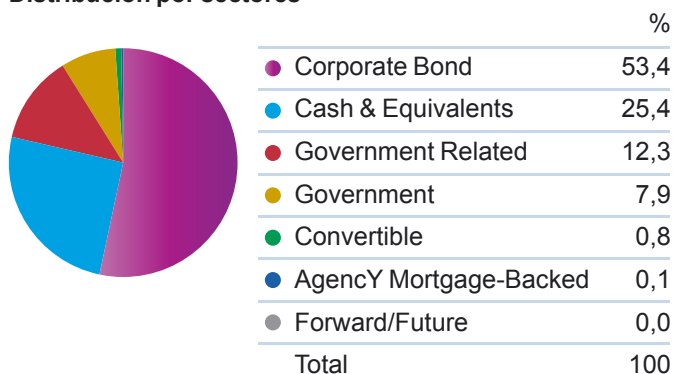
Exposición a divisa no euro. El fondo podrá invertir en activos denominados en divisa no euro hasta un 30 % del patrimonio. De esta forma, se aprovechan las divergencias en materia de política monetaria de los diferentes bancos centrales.

Ideas de valor relativo. En conjunción con una cartera núcleo de emisiones de renta fija en contado, el fondo invierte en ideas de valor relativo a través de instrumentos derivados. Esto potencia la rentabilidad del fondo y/o permite estabilizar la volatilidad del valor liquidativo en entornos de fuerte aversión al riesgo.

Indicadores de la cartera

Duración promedio	3,5 años
Vencimiento promedio	36,9 años
Rendimiento promedio al vencimiento	2,07 %
Diferencial promedio vs. <i>swaps</i>	84 P.B.
Exposición a monedas distintas al euro	8,5 %
Número de emisores	65
Calificación crediticia promedio	BBB+

Distribución por sectores



Perfil de riesgo y remuneración

◀ Potencialmente menor rendimiento

Potencialmente mayor rendimiento ▶



◀ Menor riesgo

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

Mayor riesgo ▶

Este dato es indicativo del riesgo del fondo y está calculado a partir de datos simulados que, no obstante, pueden no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo del fondo. Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo.

Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal a medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, por lo que acepta un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, hecho que puede generar pérdidas significativas. Consulte también el folleto informativo en el que se describen las tipologías de riesgo a las que puede estar sujeto este fondo de inversión.



La resiliencia actual de los fundamentales corporativos contrasta con la evolución en las cotizaciones de los activos de riesgo



Los activos de riesgo pausaron las caídas durante los meses de marzo y abril a pesar de las presiones inflacionistas, del endurecimiento de las políticas monetarias y del estallido del conflicto bélico en Ucrania. El inicio de la guerra sembró el pesimismo en los agentes financieros durante el mes de marzo dadas las repercusiones macroeconómicas. Los países occidentales han impuesto una serie de sanciones hacia Rusia, tales como cortar parcialmente el acceso al sistema SWIFT o limitar el uso de las reservas nacionales rusas depositadas en Europa o Estados Unidos, mientras que Rusia exigió el pago del suministro de gas en rublos y amenazó con reducir el gas proporcionado a Europa a un tercio. Además, prácticamente todas las empresas occidentales que operaban en Rusia decidieron poner fin a sus negocios en el país liderado por Vladimir Putin. Por otro lado, el conflicto disparó el precio del petróleo Brent, el cual rebasó holgadamente los 100 dólares/b y alcanzó niveles no vistos desde 2014 (Rusia produce el ~10 % de la producción mundial). En Francia, Emmanuel Macron reeditó su triunfo en las elecciones presidenciales con el 58,5 % de los votos. En China, decenas de millones de personas iniciaron un confinamiento estricto, fruto de un brote de coronavirus, con el consiguiente impacto económico a escala mundial. A colación, la actividad manufacturera del continente asiático se ralentizó en marzo, cuando la debilidad de la demanda en el gigante asiático y el aumento de los costes de las materias primas se añadieron a las tensionadas cadenas de suministros. Por lo que respecta a los tipos de interés, destacó la inversión de la curva 2/10 años en EE. UU., uno de los indicadores por excelencia de cambio de ciclo

Análisis de mercados

económico, fruto del endurecimiento previsto de las políticas monetarias con el objetivo de frenar la inflación, si bien esta volvió a situarse en positivo de manera prácticamente inmediata. Por el momento.

En términos macro, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó sus previsiones de crecimiento a la baja para 2022 (3,6 % vs. 4,4 % anterior) y 2023 (3,6 % vs. 3,8 % anterior) como consecuencia del conflicto bélico en Ucrania, de la persistencia de la inflación y de las políticas de la COVID cero en China. Por lo que respecta a la inflación, empezando por la Unión Europea, el IPC interanual correspondiente al mes de marzo se situó en el 8,4 % (vs. 9,1 % esperado y 9,8 % anterior); y el interanual subyacente, en el 8,3 % (vs. 9,0 % esperado y 9,8 % anterior). En Estados Unidos, el IPC interanual se situó en el 8,5 % (vs. 8,4 % esperado y 7,9 % anterior); y el IPC interanual subyacente fue del 6,5 % (vs. 6,6 % esperado y 6,4 % anterior).

Las perspectivas en relación con la reducción del balance por parte de la Reserva Federal actuaron como catalizador para las caídas en precio de esta clase de activo.

Por el lado de los bancos centrales, el Banco Central Europeo celebró su primera reunión tras el estallido del conflicto bélico en Ucrania, en la que anunció un endurecimiento de sus políticas monetarias. Así pues, el organismo presidido por Christine Lagarde iniciará la reducción de compras de deuda del programa APP hasta los 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. Merece la pena recordar que, en la pasada reunión de diciembre, el BCE especificó que dicho programa de compras se mantendría en 40.000 millones de euros al mes durante todo el segundo trimestre, y que no bajaría a 30.000 millones de euros hasta el tercer trimestre, ni a 20.000 millones de euros hasta el cuarto. El BCE confirmó que su mayor preocupación sigue siendo la inflación, mientras que el crecimiento económico presenta riesgos a la baja. Por su parte, la Reserva Federal aprobó la primera subida de los tipos de interés de referencia desde 2018. Así pues, el organismo que preside Jerome Powell elevó el precio del dinero en 0,25 %, hasta el rango 0,25 %-0,50 %, para tratar de contener la inflación en un entorno económico muy complejo debido a los shocks de oferta energéticos y logísticos. Además, la Fed señaló que espera un total de siete subidas para 2022 y tres adicionales en 2023, hasta situar los tipos de interés en el rango 2,75 %-3,0 %, un nivel superior al tipo neutral (situado en el 2,4 %), con el objetivo de atajar las presiones inflacionistas, tal y como recalcó Powell en su comparecencia posterior: “El plan es restaurar la estabilidad de precios y, al mismo tiempo, mantener un mercado laboral fuerte. Esa es nuestra intención y creemos que podemos hacerlo. Pero tenemos que restaurar la estabilidad de precios”. En cuanto a las proyecciones económicas, la Fed redujo un 1,2 % su previsión para el crecimiento del PIB en 2022, hasta el 2,8 %, y la mantuvo para 2023 (2,2 %) y 2024 (2,0 %). Por lo que respecta a la inflación, incrementaron las expectativas tanto para 2022 (4,1 % vs. 2,7 % anterior) como para 2023 (2,6 % vs. 2,3 % anterior) y 2024 (2,3 % vs. 2,1 %).

En este entorno de endurecimiento de las políticas monetarias, los bonos gubernamentales de referencia siguieron con la ampliación significativa de sus rendimientos. Las perspectivas en relación con la reducción del balance por parte de la Reserva Federal actuaron como catalizador para las caídas en precio de esta clase de activo. El bono a 10 años de Alemania amplió 80 P.B.

Análisis de mercados

para situarse en el 0,94 % al cierre de abril. El Treasury 10Y estadounidense amplió su rendimiento en 111 P.B. hasta alcanzar niveles de 2,93 %.

En relación con la temporada de resultados empresariales correspondientes al primer trimestre de 2022, con el 53 % de las compañías que conforman el S&P 500 habiendo presentado resultados, el 66 % han batido las previsiones de ingresos y el 81 % han hecho lo propio por lo que respecta al beneficio por acción. En Europa, con el 40 % de las compañías que reportan y que forman parte del Euro Stoxx 600 habiendo presentado resultados, el 79 % han batido las estimaciones previstas por el conjunto de analistas y el 66 % lo han hecho por lo que respecta al beneficio por acción.

Tras el estallido de la guerra en Ucrania a inicios de marzo, los principales selectivos sufrieron caídas considerables, cercanas al 10 % en el caso europeo. Sin embargo, los índices recuperaron los niveles previos en cuestión de días.

La temporada ha sido positiva en términos generales y los libros de ventas se encuentran en niveles cómodos para las compañías. Aun así, el mercado ha castigado más de lo habitual a aquellas compañías que no cumplían con las expectativas o que rebajaban las previsiones para el año, y todo parece apuntar a que las perspectivas de futuro no son favorables debido a la incertidumbre macroeconómica. El foco pasará ahora en determinar cuánta de esta fortaleza es sostenible para lo que queda de año.

Tras el estallido de la guerra en Ucrania a inicios de marzo, los principales selectivos sufrieron caídas considerables, cercanas al 10 % en el caso europeo. Sin embargo, los índices recuperaron los niveles previos en cuestión de días. El Euro Stoxx 50 retrocedió un -3,1 % durante los dos últimos meses y situó su rendimiento anual en el -17,5 %. En EE. UU., el S&P 500 registró un descenso del -5,5 % en marzo y abril y del -17,4 % YTD. Por su parte, el Dow Jones Industrial Average y el Nasdaq situaron sus rendimientos en el -2,7 % y el -10,3 %, respectivamente, con lo que lograron rentabilidades acumuladas del -12,4 % y del -27,4 %. Finalmente, el desempeño de los mercados emergentes, medidos a través del MSCI Emerging Markets, ha sido equivalente al -8,1 % en el periodo y del -17,9 % desde que se inició el año. El precio del petróleo se vio afectado de manera positiva por la amenaza del corte de suministro desde Rusia hacia Europa, y se apreció un 11,6 % entre el cierre de febrero y el de abril para cerrar lo que llevamos de 2022 en 40,6 %. Por su parte, el oro ha cedido un -1,0 % en el periodo, si bien llegó a subir un 7,4 % desde finales de febrero hasta el 8 de marzo. Por último, la paridad eurodólar se situó en 1,0545 al cierre de abril desde 1,137.

breves >

Caja Ingenieros Gestión mantiene su compromiso con la transparencia en materia de sostenibilidad de sus inversiones y publica las fichas ISR y medioambientales

Cada vez más inversores demandan que sus ahorros financien proyectos y empresas que tengan un impacto positivo desde un punto de vista social y/o medioambiental.



En este sentido, Caja Ingenieros Gestión ya ha publicado las [fichas ISR](#) y las [fichas climáticas](#) del primer trimestre de 2022 de los fondos sostenibles.

El panorama corporativo actual es una combinación de las ganancias de los accionistas, de la responsabilidad corporativa por el bienestar de los empleados y de la responsabilidad pública por el bien común. Las características de sostenibilidad pueden ayudar a los inversores a integrar aspectos de sostenibilidad, de carácter no financiero, en su proceso de inversión. Estos parámetros permiten a los inversores evaluar los fondos en función de los riesgos y oportunidades derivados de su valoración medioambiental, social y de gobierno corporativo (ASG).

Este análisis puede proporcionar información valiosa acerca de la gestión eficaz y las perspectivas financieras a largo plazo de los fondos.

Consulte los enlaces de este texto para obtener más información.

Caja Ingenieros Gestión participa en la Semana de la Inversión Socialmente Responsable de Spainsif

La Semana de la ISR es una serie de eventos que se realizan cada año en distintas ciudades de España con el objetivo de tratar temas relacionados con la inversión sostenible y responsable y los criterios ASG en la toma de decisiones de inversión.

En su paso por la ciudad de Barcelona, los expertos, entre los que se encuentran el director general de Caja Ingenieros Gestión, Xavier Fàbregas, y el gestor de fondos y responsable del Departamento de Integración ASG, Arnau Guardia, discutieron sobre las tendencias en materia social en la inversión sostenible.

Para mayor información sobre el evento, acceda a: [Semana ISR 2022 - Spainsif](#).

Variables clave ASG: Huella de carbono

La huella de carbono es un indicador medioambiental (variable A dentro de ASG) que mide el conjunto de emisiones de gases de efecto invernadero producidas, de forma directa o indirecta, por individuos, corporaciones o administraciones públicas. Nosotros nos centraremos en la huella de carbono corporativa.

Generalmente, se calcula en función de la intensidad según la actividad, es decir, como toneladas de CO₂ producidas por cada unidad de venta. Los cálculos pueden dividirse entre las emisiones producidas de forma directa (alcances 1 y 2) y las emisiones producidas a través de la cadena de valor de una empresa o de forma indirecta (alcance 3). En particular:

Las emisiones de alcance 1, también denominadas emisiones directas, hacen referencia a los gases de efecto invernadero emitidos de forma directa por la empresa durante su actividad ordinaria.

Las emisiones de alcance 2 o emisiones indirectas por energía tienen en cuenta los gases de efecto invernadero emitidos por el productor de la energía requerida por la compañía para su correcto funcionamiento y que, entre otros, dependerá del mix de generación.

Las emisiones de alcance 3 u otras emisiones indirectas apuntan a las emisiones atribuibles a los productos y servicios adquiridos por la empresa, las cuales generan otras emisiones para su funcionamiento.

Aunque la huella de carbono es una de las variables ASG más comunes dentro de la comunidad dada la importancia capital para la preservación del clima, lo cierto es que generalmente se contabilizan como alcances 1 y 2, ya que las emisiones de alcance 3 son las más difíciles de contabilizar (y de reportar) debido a la problemática en su asignación interna, si bien la industria está mejorando los estándares de comunicación y transparencia al respecto.

Los informes proporcionados por el Grupo Caja de Ingenieros se han elaborado con carácter informativo a partir de fuentes públicas consideradas fiables, y no constituyen una oferta de compra o venta de los fondos de inversión que se mencionan. El Grupo Caja de Ingenieros no garantiza que dicha información sea exacta, cierta, completa o actualizada y no asume ninguna responsabilidad derivada de su utilización. Las rentabilidades pasadas no implican rentabilidades futuras. El inversor puede recuperar una cantidad inferior a su inversión inicial. Algunos fondos de inversión conllevan riesgos específicos, por lo que los inversores deben tomar sus propias decisiones basadas en la documentación oficial registrada y utilizar los asesores independientes que consideren necesarios.
