

La guerra comercial dicta el rumbo de los mercados

Posicionamiento fondos Caja de Ingenieros y comentarios del equipo gestor

3 de septiembre de 2019

Caja de Ingenieros Gestión, Área de Inversiones



En un entorno de mercado donde el foco de los inversores continua siendo el ruido geopolítico y acentuado por la baja liquidez propia del mes de agosto, los activos de renta variable cotizaron con fuertes variaciones al calor de comunicados / rumores / redes sociales. Por su parte, los activos de renta fija prosiguieron su brillante desempeño beneficiados en parte por los síntomas de desaceleración, la falta de presión inflacionaria y por el viraje hacia la calidad de los inversores

Consideramos que las turbulencias que se han producido en los mercados son coyunturales y no deberían implicar un cambio de tendencia en el corto plazo. En este sentido, somos de la opinión que la volatilidad es beneficiosa para la gestión activa ya que nos ofrece la oportunidad de invertir a mejores precios gracias a las ineficiencias que se generan en el mercado a corto plazo durante los episodios de pánico generalizado. Por ello creemos conveniente recordar la filosofía de inversión de las diferentes soluciones de inversión de Caja de Ingenieros Gestión así como actualizar su reciente posicionamiento.

Para mayor información acerca de la reciente evolución de mercado y algunas de sus causas explicativas consulte:

[Los riesgos geopolíticos vuelven a escena](#)

Fondos Renta Fija

CI Premier, FI

El CI Premier mantiene un enfoque de gestión activo con objetivo de preservación de capital en un entorno donde los tipos de interés se mantienen en niveles mínimos en términos históricos. Para ello, se utiliza una estrategia sin restricciones que permita identificar las mejores ideas desde un prisma de rendimiento ajustado por riesgo. Las principales palancas de rendimiento son las curvas de tipos de interés, los diferenciales de crédito, el posicionamiento sectorial y geográfico y las divisas.

El fondo se mantiene posicionado de una forma conservadora, si bien se han aprovechado el excelente comportamiento en las emisiones de crédito para reducir posiciones de elevada beta y aumentar puntualmente los niveles de liquidez los cuales se mantienen en elevados a la espera de reinvertir en mejores oportunidades. A pesar del aumento durante la primera parte del año fruto de la eliminación de las coberturas tras la evolución macroeconómica y los mensajes del BCE, el riesgo de tipos de interés se mantiene reducido sobre los 3 años de duración. El fondo mantiene una exposición muy reducida a deuda emergente, estructurada a través de nombres sólidos con emisiones en divisa fuerte (euro y dólar), así como una exposición moderada a deuda italiana y deuda denominada en libras esterlinas a la espera de una solución entorno al *Brexit* que permitan aflorar todo su valor.

Fruto de la evolución del mercado, la TIR de la cartera se ha reducido drásticamente durante 2019, si bien todavía ofrece valor en el actual contexto al rendir un 0.6% con un rating promedio de BBB y una duración por debajo de tres años. A través del análisis corporativo detallado de las diferentes emisiones en cartera, estamos convencidos del atractivo de la cartera desde el punto de vista corporativo, aunque es necesario considerar que el punto de partida de la curva de tipos de interés, la cual continúa anclada en mínimos, limita el devengo de la cartera a futuro.

El entorno para generar valor a través de activos de renta fija se mantiene complejo. Para poder seguir generando valor para el partícipe, se mantendrá la flexibilidad en la gestión a través de una cartera núcleo compuesta por emisores sólidos y se continuará trabajando en ideas con sesgo oportunista (eventos corporativos, emisiones primarias, etc.) cuya finalidad es explotar las ineficiencias a corto plazo que pueda ofrecer el mercado con el objetivo de añadir rentabilidad con un riesgo de duración y crédito controlado.

CI Fondtesoro Corto Plazo, FI

El fondo se mantiene posicionado de una forma conservadora, con elevados niveles de liquidez y una exposición a crédito muy selectiva, sólo a través de emisiones cuyo binomio rentabilidad/riesgo es considerado como muy atractivo por el equipo de gestión. Esto revierte en una cartera con una calidad crediticia media muy elevada, concretamente A- según S&P, totalmente en línea con el rating de España. En la actualidad no existe posición en ningún emisor/emisión con rating inferior a A-.

Dado su posicionamiento conservador y el punto de partida de la curva de tipos, la TIR actual del fondo es del -0.25%, significativamente superior a los rendimientos ofrecidos por las letras españolas con vencimiento 1 año cuya TIR se encuentra en la actualidad en -0,53%. Por último, la duración actual se sitúa por debajo de un año (0,61 años), lo que prácticamente elimina el riesgo de duración.

Fondos Retorno Absoluto

CI Gestión Alternativa, FI

CI Gestión Alternativa, FI busca ofrecer exposición a una cesta de activos con una volatilidad controlada y con un objetivo de preservación del capital. De esta forma, se ofrece una diversificación ante distintas tipologías de activos y áreas geográficas, pudiendo invertir dependiendo de la situación del mercado (renta variable, renta fija, materias primas, divisas, estrategias alternativas), reflejando así el posicionamiento global de la gestora Caja Ingenieros. El fondo se gestiona introduciendo activos con una baja o negativa correlación entre ellos de tal forma que baje la volatilidad esperada del fondo. El fondo puede utilizar derivados para realizar coberturas de riesgo y/o de inversión. La principal diferencia con el fondo CI Gestión Dinámica, FI es que tiene menor presupuesto de volatilidad.

En los mercados financieros, cada cierto tiempo, se producen fases de volatilidad y tienden a reaccionar en exceso ante los acontecimientos producidos en el corto plazo. Por ello una coherente y disciplinada asignación de activos es importante ya que ayuda a diversificar el riesgo y conseguir un rendimiento adicional proveniente de estrategias que descorrelacionan entre ellas.

En referencia a las estrategias más direccionales por sectores y factores, se toma una visión por fundamentales buscando las mejores oportunidades de inversión. Por la parte de renta variable, el fondo mantiene los mismos niveles conservadores de inversión, con un mayor peso en la renta variable global y en subtemáticas como infraestructuras y REITs. En cuanto a la renta fija, la intervención de los bancos centrales a través de la inyección de liquidez en el sistema ha dejado un porcentaje muy significativo de los activos con TIRs negativas y preferimos asignar parte del capital a través de estrategias alternativas *market neutral* debido a su control de la volatilidad gracias a su reducida exposición al riesgo de mercado pero sin renunciar un retorno positivo vía explotación de ineficiencias

del mercado. Su posicionamiento en oro permite beneficiarse de los buenos fundamentales de la materia prima así como una cobertura en caso de movimientos de aversión al riesgo.

En todo momento se incorporarán a la cartera las estrategias que ofrezcan mejores expectativas en cuanto a rentabilidad pero que a su vez, su combinación con las posiciones existentes, proporcione el ratio óptimo rentabilidad-riesgo para la cartera.

CI Gestión Dinámica, FI

CI Gestión Dinámica, FI 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, estrategias alternativas), reflejando así el posicionamiento global de la gestora Caja Ingenieros. El fondo se gestiona introduciendo activos con una baja o negativa correlación entre ellos de tal forma que baje la volatilidad esperada del fondo. El fondo puede utilizar derivados para realizar coberturas de riesgo y/o de inversión. La principal diferencia con el fondo CI Gestión Alternativa, FI es que tiene mayor presupuesto de volatilidad.

En los mercados financieros, cada cierto tiempo, se producen fases de volatilidad y tienden a reaccionar en exceso ante los acontecimientos producidos en el corto plazo. Por ello una coherente y disciplinada asignación de activos es importante ya que ayuda a diversificar el riesgo y conseguir un rendimiento adicional proveniente de estrategias que descorrelacionan entre ellas.

Ante el aumento de la volatilidad, se ha ido reduciendo progresivamente la renta variable. El fondo mantiene una exposición en materias primas y en oro que permite beneficiarse de los buenos fundamentales de la materia prima así como una cobertura en caso de movimientos de aversión al riesgo. En cuanto a la renta fija, la intervención de los bancos centrales a través de la inyección de liquidez en el sistema ha dejado un porcentaje muy significativo de los activos con TIRes negativas y preferimos asignar parte del capital a través de estrategias alternativas *market neutral* debido a su control de la volatilidad gracias a su reducida exposición al riesgo de mercado pero sin renunciar un retorno positivo vía explotación de ineficiencias del mercado.

En todo momento se incorporarán a la cartera las estrategias que ofrezcan mejores expectativas en cuanto a rentabilidad pero que a su vez, su combinación con las posiciones existentes, proporcione el ratio óptimo rentabilidad-riesgo para la cartera.

Fondos Mixtos

Fonengin ISR

El Fonengin ISR sigue un enfoque ascendente (foco en compañías) con el objetivo de invertir en negocios atractivos desde el punto de vista fundamental y que gocen de elevados estándares extrafinancieros, cuyo objetivo es analizar y determinar el impacto de los aspectos medioambiental, social y de gobernanza corporativa (ASG). Se trata de un fondo de renta mixta internacional, siendo su exposición a renta fija de al menos el 70% del fondo, principalmente en emisiones con un bajo nivel de apalancamiento, calificaciones crediticias estables y con una capacidad de pago de cupones y principal ampliamente contrastada, manteniendo una duración de la cartera reducida de forma estratégica para

minimizar la sensibilidad de la misma a los movimientos de tipos. El 25%-30% restante del patrimonio se destina a la inversión en renta variable, donde la apuesta por los negocios de calidad y con capacidad de crecimiento es el foco principal del fondo.

En términos de posicionamiento, la cartera de renta variable se encuentra moderadamente concentrada a través de la inversión en 33 compañías, con un fuerte sesgo a mercados desarrollados y en especial a corporaciones radicadas en Europa, consecuencia de que las prestaciones en términos de medio ambiente, aspectos sociales y de gobernanza corporativa tienen un mayor grado de implantación y avance respecto, por ejemplo, a sus homólogas estadounidenses. En cuanto a la composición de la cartera, mantiene un sesgo más cíclico que en términos históricos dado que la dispersión a nivel de valoración continúa ofreciendo buenas oportunidades ajustadas por riesgo en negocios con mayor vinculación al ciclo económico, como lo ejemplifica la incorporación en los últimos meses de la papelera finlandesa UPM o el conglomerado de lujo galo Kering. Con todo, la cartera continúa focalizada en la búsqueda de negocios que maximicen la rentabilidad de sus inversiones en relación con su coste de financiación, el cual está demostrado empíricamente ser inferior en aquellas compañías con mejores métricas ASG, como el caso del Fonengin ISR. Respecto a la cartera de renta fija, el objetivo continúa siendo la preservación de capital en un entorno complicado y en los últimos meses se ha elevado moderadamente la duración de la cartera hasta el entorno de 2.5 ante un escenario de tipos bajos más prolongado de lo previsto a inicios de año.

La filosofía de inversión del fondo prosigue primando la adecuada selección de compañías como fuente de generación de valor así como la adecuada integración de factores ASG en el análisis. Así, se han aprovechado momentos de aversión al riesgo y lecturas cortoplacistas de la evolución de los negocios en cartera para acumular en posiciones existentes. En este sentido, continuaremos monitorizando con especial atención movimientos erráticos a corto plazo que generen oportunidades de inversión atractivas a largo plazo, partiendo de la base que la cartera de renta fija mantiene una aproximación cauta en términos de exposición a riesgo de tipos de interés y de spreads de crédito (2% de inversión en bonos en categoría de alto rendimiento) y una cartera de renta variable cotizando a un múltiplo PER de 17 veces, con una rentabilidad por dividendo por encima del 3.5% y un apalancamiento muy controlado (DN/EBITDA c. 1x).

CI Environment ISR, FI

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. En este sentido, la gestión está enfocada en seleccionar compañías que estén afrontando el reto de la eficiencia energética, trabajen en la gestión de los residuos y el tratamiento de las aguas residuales, estén involucrados en la migración hacia modelos de generación energética renovable y/o que trabajen en la continua innovación tecnológica de sus productos y procesos, como es el caso de la automatización o la gestión de datos. Fruto de este trabajo, el fondo emite un total de 40 toneladas de CO₂ por millón de dólares en ventas, lo que compara muy favorablemente con las 188 toneladas del índice global MSCI World, además cuenta con la máxima calificación de sostenibilidad por Morningstar.

En un entorno donde los activos con menor riesgo percibido ofrecen poco valor a largo plazo, el fondo aplica un proceso de inversión centrado en la selección de negocios que posean ventajas competitivas sostenibles en el largo plazo, que estén expuestos a fuertes tendencias de crecimiento, que tengan una elevada generación de caja, que obtengan unos retornos sobre los recursos empleados mayores al coste del capital y que cuenten con un sólido balance. Así, a pesar de estar invertido en nichos de crecimiento, la cartera mantiene unas valoraciones razonables (17,4 veces PER estimado) así como un nivel de

apalancamiento muy controlado (deuda neta sobre EBITDA de 1,09 veces) y unos robustos retornos (ROE del 17,3%), lo que denota su gran atractivo como inversión en el largo plazo.

En términos de posicionamiento, el principal riesgo activo de la cartera es la fuerte infraponderación geográfica a EE.UU., donde las compañías están mucho más retrasadas con respecto al resto del mundo desarrollado en materia medioambiental. Por otra parte, durante los últimos meses el fondo ha incrementado la exposición, de forma oportunista, a sectores defensivos como compañías farmacéuticas (Bristol-Myers Squibb y Amgen), productoras de bienes de consumo básico (Unilever) e inmobiliario (Gecina). Esto nos permite acumular en negocios estables a unas valoraciones atractivas al beneficiarnos de las correcciones que han experimentado las cotizaciones durante los últimos meses.

Creemos que a pesar de las turbulencias de los mercados, tanto compañías como países tienen mucho trabajo por realizar en materia medioambiental y esto debería trasladarse en un buen comportamiento de las empresas vinculadas con las temáticas de inversión del fondo.

CI Renta, FI

El CI Renta sigue un enfoque ascendente con el objetivo de invertir en negocios atractivos desde el punto de vista fundamental, tanto desde el punto de vista del crédito corporativo como en el Equity. Se trata de un fondo de renta variable mixta internacional, siendo su exposición a renta variable entre el 65%-75%, principalmente en compañías de media/alta capitalización con balances saneados y modelos de negocio sostenibles. Actualmente, el 80% de dicha exposición se concentra en empresas que reparten dividendos sostenibles mientras que el 20% restante se destina al sector inmobiliario que, a través de su naturaleza, genera rentas periódicas y recurrentes que distribuye entre sus accionistas. El 25%-35% restante del patrimonio se destina a la inversión en renta fija de compañías con elevada calidad crediticia y solvencia.

A nivel de posicionamiento, la cartera de renta variable, con un nivel de inversión inferior al 70%, mantiene una fuerte convicción en las dos subcarteras que la componen. Por un lado, la cartera de dividendo sostenible mantiene una concentración moderada (32 compañías) y participación superior al 50% en términos de asignación de capital del vehículo. En cuanto a la composición de la cartera, mantiene un sesgo más cíclico que en términos históricos dado que la dispersión a nivel de valoración continúa ofreciendo buenas oportunidades ajustadas por riesgo en negocios con mayor vinculación al ciclo económico. Por otro lado, la cartera de inmobiliarias cotizadas pondera algo menos del 15% del patrimonio del fondo a través de la inversión en 9 compañías con unas perspectivas de generación de caja atractivas que se unen a sólidos balances (LTV promedio 34% y vencimiento promedio de la deuda superior a 6 años) y un atractivo descuento respecto al valor neto de los activos (NAV). Respecto a la cartera de renta fija, el objetivo continúa siendo la preservación de capital a través de una duración conservadora (rango 2.0/2.5) y una elevada calidad de los emisores en cartera (rating promedio BBB).

La filosofía de inversión del fondo prosigue primando la adecuada selección de compañías como fuente de generación de valor en un horizonte temporal de inversión de largo plazo. En los últimos 3 meses se ha producido una rotación puntualmente elevada, mayormente concentrada en la cartera de dividendo sostenible, con la liquidación de 2 posiciones en cartera (Publicis, ABB) y la construcción de hasta 4 nuevas posiciones (Datalogic, Prosegur Cash, UPM, Kering). Dichos movimientos se argumentan por la oportunidad que ha brindado el mercado en compañías con sólidos modelos de negocio y cuya valoración actual ofrecía un retorno esperado por encima de las posiciones salientes y superior al promedio del mercado. Paralelamente, se han aprovechado momentos de aversión al riesgo y lecturas cortoplacistas de la evolución de los negocios en cartera para acumular en posiciones existentes. En este sentido, continuaremos monitorizando con especial atención movimientos erráticos a corto plazo que

generen oportunidades de inversión atractivas a largo plazo, partiendo de la base que la cartera de renta variable está cotizando a un múltiplo PER de 16 veces, con una rentabilidad por dividendo superior al 4% y un apalancamiento muy controlando (DN/EBITDA c.1.0x), mientras que la cartera de renta fija mantiene una aproximación cauta en términos de exposición a riesgo de tipos de interés y de spreads de crédito (6% de inversión en bonos en categoría high yield).

CdE Impact ODS, ISR

A mediados de junio lanzamos un nuevo fondo ISR, el CdE Impact ODS. El CdE Impact ODS, ISR persigue seleccionar compañías que sus productos o servicios tengan un impacto directo en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible y además sean firmantes del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, poniendo énfasis a los ODS que el fondo se enfoca (ODS 4: Educación de calidad, ODS 6: Agua limpia y saneamiento y ODS 9: Industria, innovación e infraestructuras), pero que además sean líderes en su sector, cuenten con sólidos modelos de negocio, balances saneados, fuerte generación de caja y con un equipo directivo diligente al frente. Más allá de los criterios financieros tradicionales, el desafío al que nos enfrentamos es evaluar la contribución de las compañías a cada ODS. A diferencia de la integración ESG, que utiliza información extra financiera con el objetivo final de lograr objetivos financieros a largo plazo, la inversión de impacto apunta explícitamente a la consecución de unas metas extra financieras a través de las cuales se pretende abordar los grandes retos globales como por ejemplo la lucha contra la pobreza o el cambio climático hasta la educación, la salud, la igualdad de género, la paz o las ciudades sostenibles.

Se trata de un fondo con vocación de renta variable mixta internacional, siendo su exposición a renta variable un 50% como máximo, pudiendo ser inferior al 30% a partir de 2028. El resto estará invertido en valores de renta fija de compañías con elevada calidad crediticia y solvencia. La duración media de la renta fija será como máximo de 8 años, periodo acorde con la fecha 2030, año en el que se evaluará el desarrollo de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

En cuanto al posicionamiento, en junio se empezaron a realizar compras para el vehículo, manteniendo 34 posiciones en la cartera de renta variable. En referencia a la cartera de renta fija, durante el mes iniciamos la construcción de la cartera progresivamente. La cartera ofrece una TIR del 0.21% con un rating promedio de BBB+, manteniendo una duración controlada entorno al 5 y apostando por emisores de calidad con un mayor sesgo hacia bonos corporativos. Por el momento, no se tomaron posiciones en curva no euro. Finalmente, también iniciamos posición en dos ETFs (una de renta variable y otra de renta fija) que siguen criterios responsables y se adecuan a la política de inversión del fondo.

Fondos Renta Variable

CI Bolsa Euro Plus, FI

CI Bolsa Euro Plus sigue un enfoque ascendente buscando invertir en compañías de calidad, con visibilidad a nivel de ingresos y a precios razonables. El fondo centra sus inversiones en compañías de la Zona Euro aunque puede llegar a aumentar la exposición a otras divisas con un límite del 25%. Actualmente, la distribución sectorial de las inversiones en comparación con su índice de referencia presenta una infrarrepresentación en sectores cíclicos como Materiales y Financieros mientras que el mayor peso relativo se observa en sectores estables como Consumo Básico y en aquellos negocios más resilientes dentro del sector Consumo Discrecional.

El fondo continúa incorporando compañías con sólidas ventajas competitivas y que operen en sectores favorecidos por una tendencia de crecimiento estructural con el objetivo de proteger la cartera ante un ciclo cada vez más agotado. En este sentido, se han incorporado Essilor Luxottica, Amadeus y Adidas. Además, el CI Bolsa Euro Plus busca oportunidades en compañías que por un motivo de tipo coyuntural coticen por debajo de su valor real sin perder su orientación cualitativa, como es el caso de las recientemente incorporadas Triganó y Corticeira Amorim. Por otro lado, a pesar de que el diferencial entre compañías de crecimiento y compañías de valor continúa ensanchándose, el equipo gestor por el momento no considera atractivos aquellos sectores altamente correlacionados con el ciclo, tales como Autos o Financieros, puesto que el principal catalizador para acelerar la actividad manufacturera es un incremento de dicha actividad en China, algo que, de momento, no se está produciendo.

Actualmente, el fondo se encuentra incrementando compañías con una considerable consistencia de sus fundamentales -núcleo- e infraponderando compañías con un binomio rentabilidad-riesgo atractivo -satélites-. Por ello, el CI Bolsa Euro Plus cotiza a unos múltiplos relativamente más exigentes (14x P/E vs. 13x Benchmark) aunque con unas métricas de retorno sustancialmente superiores (ROE 14% vs. 10% Benchmark). El objetivo es el de posicionar el fondo de tal manera que sea capaz de superar los momentos de incertidumbre con una volatilidad bajo control a la par que mantiene el objetivo de crecimiento a largo plazo intacto gracias tanto al crecimiento de los ingresos como a la capacidad de reinversión.

CI Iberian Equity, FI

El CI Iberian Equity sigue un enfoque ascendente (foco en compañías) con el objetivo de identificar compañías sólidas que presenten un descuento atractivo frente al valor intrínseco estimado de las mismas. El fondo invierte en compañías tanto españolas como portuguesas y tiene la posibilidad de invertir con un límite del 15% del fondo en compañías latinoamericanas. Actualmente el peso en compañías españolas es del 68%, en compañías portuguesas del 24% y aproximadamente un 2% en una compañía brasileña, Ambev. El fondo combina una posición estructural mayoritaria en compañías núcleo de holgada calidad con una posición más oportunista en compañías con un mayor potencial de revalorización.

Durante el inicio de 2019 se aprovechó para reinvertir parte de la liquidez en compañías en cartera que a nuestro juicio fueron injustamente castigadas, así como introducir un nuevo nombre: Gestamp. El fondo se sigue manteniendo fuertemente infraponderado en el sector bancario, servicios públicos y telecomunicaciones y, en general, compañías de gran capitalización. El principal detractor de la cartera en esta primera parte del año ha sido la ausencia de exposición a servicios públicos, el cual ha experimentado un fuerte desempeño fruto de sus características defensivas y la duración de sus activos pero a nuestro juicio sin potencial de revalorización en el largo plazo. Seguimos considerando en términos generales que las mayores oportunidades de inversión se encuentran en el universo de pequeñas y medianas compañías debido a su menor seguimiento por la comunidad inversora.

Las compañías españolas y portuguesas mantienen todo su atractivo, las cuales todavía no se han recuperado de las fuertes caídas de 2018. A pesar que todavía existen algunas incógnitas por el lado geopolítico como por ejemplo el desenlace del Brexit o las turbulencias políticas en Latinoamérica y macroeconómicas como la desaceleración económica a raíz del impacto desestabilizador de la guerra comercial entre China y los EEUU que penalicen a las compañías en el corto plazo, éstas permanecen bien posicionadas para capturar el crecimiento estructural de largo plazo gracias a la capacidad demostrada históricamente de sus modelos de negocio de navegar a través de crisis profundas.

A la espera del desenlace de los acontecimientos que centran en el corto plazo la atención del mercado nos mostramos moderadamente optimistas en los fundamentales de las compañías en cartera, las cuales están siendo capaces de aumentar sus beneficios por acción a dígito alto y a pesar de las incertidumbres creemos que mantienen su atractivo en el largo plazo. La cartera se mantiene concentrada en las 25 mejores ideas y cotiza con unas valoraciones razonables (PER actual 15.8 veces, Precio en libros 2.1 veces y rentabilidad por dividendo cercano al 3%) para una cartera con unos sólidos fundamentales (ROE > 17%, ROCE > 20.5%) y con unos niveles de apalancamiento moderados.

CI Global, FI

El fondo aplica un proceso de inversión centrado en la selección de negocios que posean ventajas competitivas sostenibles y estables en el largo plazo, pero que a la vez estén expuestos a fuertes tendencias de crecimiento, como por ejemplo el envejecimiento poblacional en desarrollados, el aumento de la clase media y urbanización en países emergentes o la digitalización y la automatización de procesos. Desde un punto de vista cuantitativo, seleccionamos empresas que tengan una elevada generación de caja, que obtengan unos retornos sobre los recursos empleados mayores al coste del capital, que tengan un bajo apalancamiento y que cuenten con una solidez de balance cimentada en activos tangibles. Generalmente, el CI Global aplica un enfoque ascendente en el que se seleccionan empresas con características GARP (crecimiento a precio razonable en sus siglas en inglés), lo que se traslada a una cartera con unas valoraciones muy razonables (18,2 veces PER estimado) así como un nivel de apalancamiento muy controlado (deuda total sobre activos totales del 9.8%) y unos robustos retornos (ROE del 18.6%), lo que denota su gran atractivo como inversión en el largo plazo.

El fondo mantiene un posicionamiento geográfico en el que destaca la sobreponderación en Europa y países emergentes, mayormente en Asia, mientras que infrapondera EE.UU. Este posicionamiento pivota sobre la convicción de que el binomio rentabilidad-riesgo ofrece mejores oportunidades para los próximos años en compañías no americanas.

En términos de posicionamiento sectorial, destacamos que el fondo mantiene una sobreponderación a compañías relacionadas con el consumo y los servicios de salud, y una infraponderación al sector bancario y de telecomunicaciones. Por otra parte, durante los últimos meses se ha incrementado, de forma oportunista, la exposición a sectores defensivos como farmacéuticas (Bristol-Myers Squibb y Amgen), compañías productoras de bienes de consumo básico (Unilever) y sector inmobiliario (Gecina), con el objetivo de beneficiarnos de las correcciones que han experimentado las cotizaciones durante los últimos meses. Ello nos ha permitido acumular en negocios estables a unas valoraciones muy atractivas.

Teniendo en cuenta lo anterior, consideramos que la composición actual de la cartera ofrece unas perspectivas atractivas para beneficiarse a largo plazo si bien el ruido en las economías emergentes es probable que se mantenga alto en el corto plazo.

CI Bolsa USA, FI

CI Bolsa USA sigue un enfoque ascendente (foco en compañías) con el objetivo de identificar compañías que coticen a precios razonables y que cuenten con ventajas competitivas duraderas y capaces de beneficiarse de tendencias de largo plazo que subyacen en la evolución de la economía global y local.

A pesar de la situación de volatilidad actual, los datos macroeconómicos a nivel global continúan siendo positivos y se espera que la economía mundial continúe en la senda del crecimiento aunque más

moderado. En el caso de Estados Unidos, los últimos datos publicados aún mantienen una elevada solidez, con la tasa de paro en mínimos (3.7%), los salarios y ventas minoristas creciendo por encima del 3%, mientras que el PIB anualizado del segundo trimestre arrojó un alza del 2.1%. Con todo, las últimas encuestas de sentimiento, como el ISM manufacturero, apuntan una cierta desaceleración que cabrá corroborar en próximas publicaciones.

Ante este escenario, la cartera se encuentra moderadamente concentrada a través de la inversión en 38 compañías siendo las mayores posiciones del fondo compañías que están relacionadas con el consumo, tanto cíclico como no cíclico y sanitario, mientras que las compañías financieras siguen infrarrepresentadas en el fondo. En relación al sector más relevante de los últimos años en EE.UU., el sector tecnológico, en el fondo mantiene un posicionamiento cauto. Durante los últimos años la evolución de estas compañías ha lastrado la evolución relativa del fondo al ser unas compañías que no se adaptan a la filosofía consistente en encontrar un buen balance entre crecimiento y precio ya que, si bien estas compañías han obtenido crecimiento operativo importante, consideramos que las valoraciones son excesivas para generar valor en el medio plazo.

En la situación actual donde las valoraciones en líneas generales son exigentes la cartera cotiza a unas valoraciones razonables: 18x PER, precio en libros de 3.46x, rentabilidad por dividendo del 2.32% y un ROE del 20,2%. Además, la composición de la cartera presenta la suficiente diversificación para que el fondo sea capaz de superar posibles momentos de incertidumbre sin mermar el crecimiento futuro independientemente del comportamiento del índice de referencia, el S&P 100.

CI Emergentes, FI

El CI Emergentes sigue un enfoque ascendente (foco en compañías) con el objetivo de identificar compañías excepcionales con ventajas sostenibles que sean capaces de crecer en el tiempo y se beneficien de tendencias seculares que permitan esa evolución. Gran parte de la cartera está invertida en compañías orientadas al consumo, ya sea básico, discrecional o servicios financieros, principalmente en Asia. En un entorno donde la capacidad de crecimiento global se encuentra reducida, es este perfil de compañías más expuestas al aumento de las rentas disponibles en países en vías de desarrollo donde se pueden encontrar las mejores oportunidades para beneficiarse del crecimiento en el largo plazo.

La renta variable emergente ha estado muy penalizada durante todo el 2018 tras alcanzar máximos a mitad de enero principalmente por: (1) endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal que sigue impactando en el coste de financiación así como en la disponibilidad de financiación y apreciación del dólar frente al resto de divisas emergentes; (2) falta de credibilidad o errores en materia de políticas monetarias y/o fiscales como por ejemplo Turquía o Argentina y (3) aumento de las políticas arancelarias por parte del gobierno norteamericano que ponen freno al comercio mundial al cual muchas de las economías emergentes se mantienen fuertemente expuestas.

A pesar de lo anterior, durante los últimos años hemos visto una mejoría en términos de disciplina operativa por parte de las compañías que están posibilitando mejorar sensiblemente los retornos sobre capital invertido por lo que de mantenerse, las compañías saldrán fortalecidas una vez se disipen las dudas y se normalice la situación. Dado que consideramos la situación actual como coyuntural y no estructural, se ha aprovechado para aumentar de forma significativa la exposición de la cartera a compañías con contrastados modelos de negocio a precio atractivos como por ejemplo Fomento Económico Mexicano, TSMC, Yandex, LG H&H, Credicorp o Unilever. Con los últimos movimientos se ha reducido el número de compañías en cartera hasta 35 posiciones, la mayor parte en compañías cuya operativa se realiza en países asiáticos que es a nuestro juicio la región con mejores perspectivas desde un punto de vista socioeconómico.

A pesar del ruido de mercado, se mantendrá la disciplina para tratar de identificar aquellos negocios con mejores perspectivas a futuro sin sobrepagar por esas perspectivas. La cartera cotiza con valoraciones muy razonables (PER actual 22.54 veces, una rentabilidad por dividendo del 1.67% y un rendimiento del flujo de caja libre del 5.4%), con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito y sin deuda en sus balances, punto crítico en un entorno de encarecimiento y dificultad de acceso al crédito. Seguimos considerando los países emergentes como los claros ganadores en el futuro aunque de forma muy selectiva.

Finalmente, adjuntamos la evolución de la gama de fondos de gestión activa de Caja Ingenieros Gestión a fecha 30 de agosto de 2019:

FONDOS DE INVERSIÓN	RENT.MES	RENT.2019	RENT.12 MESES	RENT.3 AÑOS anualiz.	RENT.5 AÑOS anualiz.	VOLATILIDAD	INDICADOR DE RIESGO
CAJA INGENIEROS GLOBAL, FI	-1,10%	17,99%	1,36%	5,87%	5,92%	12,78%	5
CAJA INGENIEROS IBERIAN EQUITY, FI	-4,62%	2,99%	-10,20%	5,10%	1,19%	11,24%	5
CAJA INGENIEROS BOLSA EURO PLUS, FI	-4,64%	7,16%	-8,15%	2,31%	3,43%	13,48%	5
CAJA INGENIEROS BOLSA USA, FI	-1,51%	17,47%	5,19%	6,51%	7,91%	14,72%	5
FONENGIN ISR, FI	-0,35%	4,26%	0,22%	0,48%	0,96%	2,98%	3
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR, FI	-1,30%	10,99%	1,91%	-	-	7,68%	4
CAJA INGENIEROS ODS IMPACT, ISR	0,06%	0,23%	-	-	-	-	4
CAJA INGENIEROS RENTA, FI	-1,89%	7,64%	-3,90%	0,57%	1,86%	8,19%	4
CAJA INGENIEROS EMERGENTES, FI	-4,16%	13,14%	0,95%	3,37%	3,69%	15,07%	6
CAJA INGENIEROS GESTION ALTERNATIVA, FI	0,02%	5,36%	-0,52%	-0,24%	-1,01%	3,11%	3
CAJA INGENIEROS GESTION DINAMICA, FI	-0,44%	4,15%	-1,58%	-1,75%	0,13%	3,04%	3
CAJA INGENIEROS FONDTESORO CP, FI	0,02%	0,47%	0,00%	-0,44%	-0,42%	0,22%	1
CAJA INGENIEROS PREMIER, FI	0,28%	3,92%	3,08%	0,50%	0,73%	0,92%	2

Clases A

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

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.