

La propagación del virus COVID-19 contagia a los activos de riesgo

Posicionamiento fondos Caja de Ingenieros y comentarios del equipo gestor

11 de marzo de 2020



Fondos Renta Fija	5
CI Fondtesoro Corto Plazo, FI.....	5
CI Premier, FI.....	5
Fondos Retorno Absoluto.....	6
CI Gestión Alternativa, FI	6
CI Gestión Dinámica, FI.....	7
Fondos Mixtos	7
Fonengin ISR.....	7
CI Environment ISR, FI	8
CI Renta, FI	9
CdE Impact ODS, ISR.....	10
Fondos Renta Variable	11
CI Bolsa Euro Plus, FI.....	11
CI Iberian Equity, FI.....	12
CI Global, FI.....	12
CI Bolsa USA, FI	13
CI Emergentes, FI.....	14

A medida que se sucede la detección de nuevos casos de infección del virus COVID-19 en países fuera del foco inicial de contagio, los mercados han iniciado un periodo en el que tratan de discernir cuáles pueden ser las consecuencias reales a nivel económico derivada de la misma.

Aunque desde un inicio se vislumbraba un impacto moderado en la actividad económica mundial y principalmente proveniente de China, la fuerte interrelación productiva y comercial a lo largo del globo dificulta la estimación de su alcance, no descartándose la probabilidad de una recesión técnica a nivel mundial durante la primera parte del año. En esta línea y aunque todavía es prematuro dada la escasa visibilidad, las instituciones ya han iniciado la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, si bien todavía parecen significativamente tímidas considerando la magnitud de la pandemia:

	PIB		Diferencia frente anterior publicación octubre 2019	
	2020	2021	2020	2021
Economía Global	3,3%	3,4%	↓ -0,1%	↓ -0,2%
Economías Desarrolladas	1,6%	1,6%	↓ -0,1%	≡ 0,0%
EE.UU.	2,0%	1,7%	↓ -0,1%	≡ 0,0%
Zona Euro	1,3%	1,4%	↓ -0,1%	≡ 0,0%
Alemania	1,1%	1,4%	↓ -0,1%	≡ 0,0%
Francia	1,3%	1,3%	≡ 0,0%	≡ 0,0%
Italia	0,5%	0,7%	≡ 0,0%	↓ -0,1%
España	1,6%	1,6%	↓ -0,2%	↓ -0,1%
Japón	0,7%	0,5%	↑ 0,2%	≡ 0,0%
UK	1,4%	1,5%	≡ 0,0%	≡ 0,0%
China	6,0%	5,8%	↑ 0,2%	↓ -0,1%
India	5,8%	6,5%	↓ -1,2%	↓ -0,9%
Brasil	2,2%	2,3%	↑ 0,2%	↓ -0,1%

Fuente: FMI. World Economic Outlook (WEO), 20/01/2020

En la misma línea, las compañías ya han comenzado a poner en aviso la dificultad operativa en el actual entorno, postergando, en el mejor de los casos, la consecución de las guías previstas para el conjunto de 2020. Por ello, nuestro escenario base inicial que era de crecimiento generalizado tanto de ventas como de beneficios pasa a un estadio más cauto y como consecuencia, durante las últimas semanas se ha aprovechado para posicionar las carteras con un sesgo más conservador. Al igual que sucede con las previsiones macroeconómicas y según nuestra opinión, el consenso de analistas todavía no ha actualizado correctamente las previsiones de ventas y beneficios para 2020 por lo que es probable que se sucedan las revisiones a la baja durante los próximos días como se puede observar en la siguiente tabla.

	VENTAS			
	2018	2019	E2020	E2021
S&P 500	8,66%	3,63%	4,50%	5,17%
STOXX 600	2,31%	2,23%	0,86%	3,44%
NIKKEI 225	6,36%	5,34%	-0,81%	1,32%
MSCI WORLD	6,09%	3,63%	2,30%	4,07%
MSCI EMERGING MARKETS	11,28%	0,26%	-0,33%	6,61%

	BPA			
	2018	2019	E2020	E2021
S&P 500	22,62%	0,91%	5,22%	11,72%
STOXX 600	5,07%	0,52%	2,33%	9,15%
NIKKEI 225	21,71%	-8,18%	-3,12%	6,78%
MSCI WORLD	15,66%	0,49%	3,75%	10,41%
MSCI EMERGING MARKETS	8,31%	-19,44%	15,46%	15,03%

Fuente: Bloomberg con datos disponibles a cierre de 11.03.2020

Nota: En algunos índices como el MSCI Emerging Markets todavía faltan por publicar los resultados anuales de 2019 de una parte significativa de compañías

Dicho esto, el mercado no ha sido selectivo en cuanto al castigo en términos de industria y/o compañía por lo que estamos aumentando nuestro nivel de actividad para aprovechar oportunidades en industrias que se beneficien de tendencias de crecimiento secular y/o compañías líderes con modelos de negocios sobresalientes que se puedan ver reforzadas una vez se disipen los riesgos económicos.

Brevemente, detallamos a modo de resumen cuáles han sido los cambios de posicionamiento de los diferentes vehículos de la gama de Caja Ingenieros Gestión con el objetivo de ofrecer transparencia en momentos de incertidumbre.

Fondos Renta Fija

CI Fondtesoro Corto Plazo, FI

Dado el actual entorno de mercado en el que el universo de alternativas para el fondo son reducidas, el fondo se mantiene posicionado de una forma conservadora, con elevados niveles de liquidez y una exposición a crédito muy selectiva, instrumentalizada a través de emisiones cuyo binomio rentabilidad/riesgo es considerado como muy atractivo por el equipo de gestión. El objetivo es combinar una cartera núcleo con emisiones del gobierno español con una cartera satélite que permita mejorar las prestaciones de la cartera y evite penalizar excesivamente a través de emisiones cuyos rendimientos se encuentran en marcado territorio negativo.

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 -0,41%. Por último, la duración actual se sitúa por debajo de un año (0,81 años), lo que prácticamente elimina el riesgo de duración.

CI Premier, FI

El fondo mantiene un sesgo conservador, con una combinación entre liquidez y emisiones corporativas seleccionadas tras un riguroso proceso de análisis fundamental y que presentan un perfil atractivo en términos de retorno ajustado por riesgo.

A pesar de la reciente ampliación de los diferenciales de crédito, los niveles de liquidez, que se sitúan alrededor del 20% del patrimonio del fondo, no se han visto significativamente alterados. La principal razón estriba en que el mayor atractivo del crédito a raíz de los últimos movimientos de mercado se ha visto totalmente compensado por la caída de los rendimientos de las curvas de tipos de interés, lo que redonda en rendimientos agregados iguales o inferiores con respecto el inicio de las caídas de los mercados. Se seguirá monitorizando de cerca la evolución económica así como las diferentes medidas de estímulo que a buen seguro implementarán los diferentes Bancos Centrales y los diferentes Gobiernos para contener el freno económico, con el objetivo de actuar de forma proactiva en el posicionamiento de la cartera.

Destacando el resto de vectores de retorno para la cartera, se mantienen exposiciones controladas en deuda emergente, estructuradas 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 que esperamos sigan aflorando todo su valor una vez se vayan canalizando las negociaciones entre la UE y el Reino Unido antes de fin de año.

Fruto de la evolución del mercado, la TIR de la cartera se ha continuado reduciendo durante el inicio de año, si bien todavía ofrece valor en el actual contexto al rendir un 0.60% con un rating promedio de BBB+ y una duración alrededor de dos años y medio. 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. Ciertamente, la evolución

recente de mercado no ha favorecido al desempeño del fondo debido a su posicionamiento corto en duración si bien consideramos como el mejor posicionamiento debido a los fuertes eventos de cola a los que se enfrentan las curvas de interés y a los bajos puntos de partida, especialmente en las curvas en euros.

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 oportunitista (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.

Fondos Retorno Absoluto

CI Gestión Alternativa, FI

Cada cierto tiempo, en los mercados financieros, se producen fases de volatilidad y tienden a reaccionar en exceso cuando son producidos por eventos totalmente inesperados como un virus. Por ello, es importante una asignación de activos disciplinada ya que ayuda a diversificar el riesgo y es en estos episodios donde la estrategia creemos debería tener un mejor comportamiento relativo. Para ponernos en contexto, la propagación del coronavirus ha llevado la volatilidad implícita y realizada del VIX hasta el 50%, unos niveles que no se veían desde el 2008. Ante esta situación los inversores han huido hacia los activos refugio como la deuda pública alemana o estadounidense, que registraron rentabilidades mínimas de -0,85% y +0,35% respectivamente, mientras la mayoría de los mercados de renta variable han sufrido caídas de doble dígito.

Por nuestro lado, en la gestión del fondo seguimos cautelosos en el corto plazo, tomando las decisiones teniendo en cuenta el límite de volatilidad del 4% y, por ello, hemos aumentado las coberturas mediante opciones para protegernos de eventuales nuevas caídas en renta variable. Los activos refugio, como hemos mencionado anteriormente, han funcionado y nos han servido de colchón y además hemos incrementado nuestro nivel de liquidez hasta el 10%. Respecto a la renta fija, no descartamos ampliaciones en los diferenciales de crédito, en particular en los tramos de menor calidad crediticia, aunque los Bancos Centrales actuarán de soporte llegado el caso. De momento, seguimos prefiriendo asignar gran parte de nuestro posicionamiento, aproximadamente del 30%, a través de estrategias alternativas *market neutral* o *merger & arbitrage* debido a su control de la volatilidad gracias a su reducida exposición al riesgo de mercado pero sin renunciar a un retorno positivo vía explotación de ineficiencias del mercado.

Cuanto más tiempo permanezca el virus, mayor será la volatilidad y más afectará al crecimiento económico. No obstante, creemos que los estímulos monetarios y fiscales serán el principal catalizador de los mercados una vez se normalice la situación. Por el momento, continuaremos con nuestra visión cauta en renta variable prefiriendo los sectores defensivos como el farmacéutico o la inclusión de ETFs factoriales de baja volatilidad. En deuda, creemos que las emisiones subordinadas o las cédulas hipotecarias tienen sentido por las políticas acomodaticias de los bancos centrales.

CI Gestión Dinámica, FI

Cada cierto tiempo, en los mercados financieros, se producen fases de volatilidad y tienden a reaccionar en exceso cuando son producidos por eventos totalmente inesperados como un virus. Por ello, es importante una asignación de activos disciplinada ya que ayuda a diversificar el riesgo y es en estos episodios donde la estrategia creemos debería tener un mejor comportamiento relativo. Para ponernos en contexto, la propagación del coronavirus ha llevado la volatilidad implícita y realizada del VIX hasta el 50%, unos niveles que no se veían desde el 2008. Ante esta situación los inversores han huido hacia los activos refugio como la deuda pública alemana o estadounidense, que registraron rentabilidades mínimas de -0,85% y +0,35% respectivamente, mientras la mayoría de los mercados de renta variable han sufrido caídas de doble dígito.

Teniendo en cuenta nuestro límite de volatilidad del 8% hemos aumentado las coberturas mediante opciones para protegernos de eventuales nuevas caídas en renta variable. Los activos refugio, como hemos mencionado anteriormente, han funcionado y nos han servido de colchón, además hemos incrementado nuestro nivel de liquidez hasta el 13%. Respecto a la renta fija, no descartamos ampliaciones en los diferenciales de crédito, en particular en los tramos de menor calidad crediticia, aunque los Bancos Centrales actuarán de soporte llegado el caso. De momento, seguimos prefiriendo asignar gran parte de nuestro posicionamiento, aproximadamente del 28%, a través de estrategias alternativas *market neutral* o *merger & arbitrage* debido a su control de la volatilidad gracias a su reducida exposición al riesgo de mercado pero sin renunciar a un retorno positivo vía explotación de ineficiencias del mercado.

Cuanto más tiempo permanezca el virus, mayor será la volatilidad y más afectará al crecimiento económico. No obstante, creemos que los estímulos monetarios y fiscales serán el principal catalizador de los mercados una vez se normalice la situación. Por el momento, continuaremos con nuestra visión cauta en renta variable prefiriendo los sectores defensivos como el farmacéutico o la inclusión de ETFs factoriales de baja volatilidad. En deuda, creemos que las emisiones subordinadas o las cédulas hipotecarias tienen sentido por las políticas acomodaticias de los bancos centrales.

Fondos Mixtos

Fonengin ISR

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. En las últimas semanas, las correcciones en renta variable y la ampliación de los diferenciales de crédito en renta fija corporativa nos han permitido poner a trabajar parcialmente la liquidez acumulada hasta la fecha, tratando de priorizar aquellas posiciones en las que el binomio rentabilidad-riesgo estaba mejor balanceado. Llevado a la práctica, el nivel de liquidez del fondo se ha reducido desde el 12/13% hasta el 8/9% a través tanto de acumulaciones en posiciones existentes como algunas incorporaciones recientes. Así, en la cartera de renta fija se han iniciado posiciones en emisores como Amgen o la finlandesa Neste, al mismo tiempo que se ha tomado una participación en un fondo de renta fija convertible global de la gestora gala Lazard. Este tipo de activo nicho aporta una descorrelación interesante frente a los activos tradicionales como deuda gubernamental o corporativa, lo cual permite que el fondo tenga un elemento más de protección y diversificación mientras que al mismo tiempo mantiene opcionalidad a renta variable permitiendo participar de subidas del activo. Por otro lado, en la cartera de renta variable

se ha incrementado la convicción en compañías en cartera a través de adiciones selectivas. Precisamente la intensidad de las caídas en tan breve espacio de tiempo, sin parangón histórico, así como la falta de distinción inicial por parte del mercado ha permitido construir posiciones en compañías de elevada calidad a unos precios y niveles de valoración sumamente atractivos, como por ejemplo en el caso de Diageo, Amgen, Anheuser Busch o Accenture.

En términos de posicionamiento, la cartera de renta variable se encuentra moderadamente concentrada a través de la inversión en 34 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, ésta mantiene un sesgo más cíclico si comparamos con su posicionamiento histórico, si bien con las decisiones recientes de inversión dicho sesgo se ha atenuado. Con todo, mientras el cuadro macro no sufra una alteración significativa en términos de perspectivas a medio plazo, la dispersión a nivel de valoración prosigue justificando el posicionamiento actual como una aproximación adecuada para generar rentabilidades ajustadas a riesgo atractivas en el medio y largo plazo.

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 3.0 ante un escenario de tipos bajos más prolongado de lo previsto. 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 calidad promedio de la misma BBB+.

CI Environment ISR, FI

El fondo aplica y aplicará un proceso de inversión centrado exclusivamente en la selección de negocios de alta calidad expuestos a las principales tendencias de crecimiento globales. Por empresas de calidad entendemos todas aquellas compañías que se caractericen por poseer ventajas competitivas sostenibles, elevados retornos sobre el capital invertido, un modelo de negocio escalable, balances saneados (más del 40% de las posiciones en cartera tienen más caja que deuda) y una elevada predictibilidad y recurrencia de ingresos y márgenes. En relación a las tendencias de crecimiento, nos referimos a que los modelos de negocio se favorezcan de los principales retos que afronta la sociedad actual, como por ejemplo el envejecimiento poblacional, el aumento de la clase media, la urbanización en países emergentes o la digitalización y la automatización de procesos.

Estamos convencidos de que esta estrategia de inversión está bien posicionada en un entorno de bajos tipos de interés, desaceleración económica global, y sobre todo, ante la incertidumbre generada por la propagación global del coronavirus. Asimismo, cabe mencionar que antes de que el Coronavirus se propagará más allá de China, se decidió reducir la exposición a algunas compañías con sesgo cíclico, dado que considerábamos que el mercado no estaba descontando una futura debilidad de los sectores del automóvil, materias primas y construcción, a raíz del parón económico de China. Por ejemplo, se deshizo la posición en el fabricante italiano de frenos para automóviles, Freni Brembo, o la empresa danesa de productos para la construcción, Rockwool, ambas compañías de alta calidad pero más expuestas a la evolución del ciclo económico que el resto de la cartera. Tales ventas nos sirvieron para financiar la entrada en dos compañías norteamericanas de alta calidad y elevado crecimiento, como son Accenture y VISA, con lo que la cartera ganó en solidez, redujo la exposición a ciclo y aumentó la calidad de los nombres. Aun así, debemos remarcar que ambas posiciones aún no han conseguido destacar positivamente frente al índice de referencia, tal y como en principio presuponíamos que sucedería en un entorno como el actual.

Después de que se conociera la propagación del Coronavirus a Europa, el mercado entró en una fase de pánico y no discernió el grado de las caídas entre sectores ni regiones. Ello nos pareció una excelente oportunidad para seguir dotando la cartera de exposición a compañías de calidad y crecimiento, pero principalmente, el enfoque está siendo acumular en aquellas compañías que tengan una mayor recurrencia de los ingresos y cuenten con balances muy saneados, los dos elementos que creemos que deberían respaldar el retorno en bolsa dentro del entorno actual.

Con todo lo anterior, el fondo cuenta con una gran posición en liquidez, 13%, algo por encima del promedio de los últimos 12 meses. Asimismo, el número de compañías en la cartera de renta variable es de 37, en línea con el promedio de 2019, aunque con una mayor divergencia en los pesos de cada compañía, tratando de impulsar así el retorno agregado a través de aquellas ideas en las que tengamos mayor convicción. Ello pone de manifiesto la enorme convicción que tenemos en las ideas dentro del fondo para afrontar una situación de desaceleración económica. Por otra parte, el fondo mantiene un posicionamiento geográfico en el que destaca la sobreponderación en Europa y países emergentes, mayormente en Asia, mientras que infrapondera Estados Unidos. En cuanto al posicionamiento de la cartera de renta fija, se seguirá trabajando en la estrategia actual, orientada hacia los segmentos de mayor calidad, con sesgo hacia la renta fija corporativa y con un perfil atractivo entre duraciones y TIR esperadas.

Por último, seguimos confortables con el posicionamiento y construcción de cartera, especialmente en términos relativos contra el mercado. En este sentido, el retorno sobre los recursos propios de la cartera es un 90% superior al del índice, el margen de beneficios un 55%, el apalancamiento un 20% inferior y todo ello con unas valoraciones solo un 18% superiores.

CI Renta, FI

La filosofía de inversión del fondo se basa en la adecuada selección de compañías como fuente de generación de valor en un horizonte temporal de inversión a largo plazo. En las últimas semanas, las correcciones en renta variable y la ampliación de los diferenciales de crédito en renta fija corporativa nos han permitido poner a trabajar parcialmente la liquidez acumulada hasta la fecha, tratando de priorizar aquellas posiciones en las que el binomio rentabilidad riesgo estaba mejor balanceado. Llevado a la práctica, el nivel de liquidez del fondo se ha reducido desde el 9/10% hasta el 4/5% a través tanto de acumulaciones en posiciones existentes como algunas incorporaciones recientes. En la cartera de renta variable se ha incrementado la convicción en compañías en cartera a través de adiciones selectivas. Así, en los últimos 3 meses se ha producido una rotación elevada, mayormente concentrada en la cartera de dividendo sostenible, deshaciendo 4 posiciones en cartera (Andritz, Pandora, Grand City Properties, Smiths Group) y la construcción de hasta 5 nuevas posiciones (Fibra Prologis, Diageo, Amgen, Marr, Accenture). En cuanto a la cartera de renta fija, se ha procedido a liquidar algunas posiciones en deuda pública, con un rendimiento excepcional a corto plazo al calor de la profundización de las curvas de tipos de interés en territorio negativo, y en emisiones de renta fija corporativa que no han sufrido una excesiva penalización en términos de diferencial de crédito. De esta manera, los fondos obtenidos se han destinado a consolidar el posicionamiento en renta variable, donde hemos encontrado mejores alternativas, al mismo tiempo que se ha tomado una participación en un fondo de renta fija convertible global de la gestora gala Lazard. Este tipo de activo nicho aporta una descorrelación interesante frente a los activos tradicionales como deuda gubernamental o corporativa, lo cual permite que el fondo tenga un elemento más de protección y diversificación mientras que al mismo tiempo mantiene opcionalidad a renta variable permitiendo participar de subidas del activo.

A nivel de posicionamiento, la cartera de renta variable, con un nivel de inversión del 68%, mantiene una fuerte convicción en las dos subcarteras que la componen. Por un lado, la cartera de dividendo

sostenible mantiene una concentración moderada (33 compañías) y participación superior al 50% en términos de asignación de capital del vehículo. En cuanto a la composición de la cartera, ésta mantiene un sesgo más cíclico que en términos históricos si bien con las decisiones de inversión más recientes, fruto de las oportunidades que el mercado ha brindado, ha podido neutralizar en mayor medida dicho sesgo. Esto nos ha permitido mejorar la calidad agregada de la cartera a través de negocios con unas prestaciones excepcionales a unos precios y niveles de valoración sumamente atractivos. Al mismo tiempo, la exposición a compañías no europeas, que debe mantenerse siempre por debajo del 25%, se ha incrementado de forma natural con los cambios realizados y es una palanca más de diversificación y de protección que, en la medida que el mercado ofrezca la oportunidad, estructuralmente será un vector más a considerar en la gestión del fondo. Por otro lado, la cartera de inmobiliarias cotizadas pondera algo menos del 16% 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 cercano 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 ponderación de bonos en categoría de alto rendimiento se mantiene estable por debajo del 10% a través de una selección de nombres que se sitúan en la parte más alta en términos de calidad dentro de la categoría, mientras que la exposición a divisa no euro es aproximadamente el 5% de la cartera a través de dólar estadounidense y libra esterlina.

[CdE Impact ODS, ISR](#)

El CdE Impact ODS, ISR invierte en aquellas compañías que sus productos o servicios tengan un impacto directo en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, poniendo énfasis en 3: ODS 4 - Educación de calidad, ODS 6 - Agua limpia y saneamiento y ODS 9 - Industria, innovación e infraestructuras. Además las empresas en cartera deben atesorar que son líderes en su sector, cuentan 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. 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, el cambio climático, el acceso a la educación o la igualdad de género entre otros.

En términos de posicionamiento, la cartera de renta variable cuenta con 31 compañías siendo más de un 55% empresas con perfiles defensivos. Por sectores, las mayores posiciones del fondo compañías que están relacionadas con el consumo, tanto cíclico (11.5%) como no cíclico (19.5%), sanitario (16.5%) e industrial (31.5%), mientras que las compañías financieras y energéticas tienen poco peso en el fondo. La representación de compañías de consumo discrecional, el cual depende en gran medida de la renta disponible de las personas, está presente en el vehículo a través de compañías que ofrecen servicios educativos. La educación se encuentra entre las principales prioridades en términos de gasto discrecional en las familias lo cual nos permite tener más recurrencia y visibilidad de los ingresos y beneficios que en otros sectores como puede ser la moda o el automovilístico. Otro de los sectores importantes del fondo es el industrial, dado la temática del vehículo, tanto el ODS 6: Agua limpia y saneamiento como el ODS 9: Industria, innovación e infraestructuras están representados mayoritariamente por compañías industriales. Sin embargo, creemos que las compañías en cartera son más resilientes que otras que operan en el mismo sector. En referencia a la cartera de renta fija, el objetivo continúa siendo la preservación de capital en un entorno complicado. La TIR de la cartera es de un 0.47% con un rating promedio de BBB y una duración en torno al 5 (Agenda 2030) y apostando por emisores de calidad con un mayor sesgo hacia bonos corporativos.

Durante las últimas semanas hemos aprovechado los momentos de incertidumbre causados principalmente por la propagación global del coronavirus para acumular en aquellas posiciones que tienen mayor visibilidad de ingresos y cuenten con un endeudamiento reducido o controlado. Además, hemos iniciado posiciones en compañías como Arco Platform y Compass Group a unas valoraciones más atractivas. La primera se trata de una compañía brasileña que desarrolla soluciones educativas centradas en contenido a través de una plataforma tecnológica y Compass Group, compañía líder en servicios de catering con exposición a diversos sectores siendo los más relevantes educación, sanidad y empresas.

A pesar del ruido de mercado, mantendremos la disciplina para tratar de identificar aquellos negocios con mejores perspectivas a futuro sin pagar una prima excesiva por esas perspectivas. La cartera cotiza con valoraciones razonables (PER actual 20 veces), con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito, con deuda reducida en sus balances (deuda neta/EBITDA 1.5 veces) y retornos superiores a los del mercado. Finalmente, creemos que 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 del vehículo.

Fondos Renta Variable

CI Bolsa Euro Plus, FI

En momentos como el actual, donde la volatilidad se encuentra en el rango alto de su histórico, el CI Bolsa Euro Plus trata de aprovechar las oportunidades que el mercado ofrece para mejorar la cartera de acciones que componen el fondo. En este entorno, la operativa del fondo se ha incrementado significativamente con el objetivo de posicionar la cartera de forma equilibrada para navegar de la mejor forma posible en el actual escenario.

En este sentido, se decidió deshacer posiciones en Atos para incrementar el peso en el resto de compañías de perfil tecnológico en cartera. Por otro lado, se decidió vender la totalidad de Total, Trigano y AbInBev con el objetivo de aumentar el porcentaje en diversas posiciones de mayor calidad. Como puede comprobarse, el fondo está actualmente incrementando la exposición en aquellas compañías de mayor convicción. Por el lado de las nuevas incorporaciones destacar, Ferrari, cuyo precio fue duramente castigado debido al estado de cuarentena del estado italiano. Finalmente, se decidió vender Munich Re en su totalidad con el objetivo de incrementar la liquidez, cuyo nivel actual se encuentra por encima del 5%.

La cartera del CI Bolsa Euro Plus cuenta con un 55% de compañías de perfil cíclico que comparan con el 65% del índice de referencia mientras que la suma de la caja y de las compañías defensivas completa el 45% restante vs. el 35% del Euro Stoxx 50. Por sectores, el fondo se encuentra sobreponderado en servicios al consumidor (+12% con respecto al benchmark), tecnología (+7%), bienes de consumo (6%) y salud (5%). En cambio, el CI Bolsa Euro Plus se encuentra infraponderado en el sector financiero (-9%), industrial (-8%), materiales básicos (-7%) y en utilities (-6%).

En el actual entorno, consideramos que un 17% de la cartera verá sus resultados severamente influenciados tanto por el coronavirus como por la caída del precio del crudo, niveles similares a los del índice de referencia. Sin embargo, después de evaluar los cambios en el modelo de negocio que estas

turbulencias puedan comportar en caso de agudizarse, pensamos que, una vez remitan, dichas posiciones volverán a operar con normalidad e incluso saldrán reforzadas (caso Booking o CTS Eventim) debido a la posibilidad de que la competencia se debilite.

Finalmente, la cartera cuenta con unas métricas superiores que la protegen en caso de que el escenario macroeconómico se continúe deteriorando. Los retornos de las compañías que conforman el fondo son un 112% superiores en agregado, los márgenes un 54% superiores y el nivel de apalancamiento en términos DN/EBITDA es un -26% inferior. Por tanto, el fondo se encuentra invertido en compañías más sólidas que el mercado en su conjunto y, como consecuencia, está preparado para ofrecer un mejor rendimiento en un eventual entorno de caídas de las ventas y los beneficios.

CI Iberian Equity, FI

Durante el inicio de año se ha llevado a cabo una fuerte actividad en la cartera del fondo con el objetivo de aprovechar la no discriminación por compañía y reposicionar así la cartera con el objetivo de añadir el mayor valor posible una vez se disipen incertidumbres por el impacto del COVID-19.

Así, a lo largo de las caídas hemos aprovechado para reducir fuertemente la exposición a industrias con mayor vinculación al ciclo económico y con menor poder de fijación de precios hacia industrias con mayor resiliencia relativa y menor riesgo de impacto en los fundamentales. Como ejemplos, se ha eliminado la exposición en compañías como Navigator, Semapa, Ambev, Repsol, Melià, Galp y Gestamp, reinvertiendo los flujos en compañías con mayor visibilidad en el medio plazo como Laboratorios Rovi, Jeronimo Martins, Amadeus, Zardoya Otis, Wal-Mart de Mexico o Mercadolibre. La posición actual en liquidez pivota sobre niveles del 7% pero dada la volatilidad extrema, no descartamos cambios durante los próximos días.

A consecuencia de los cambios se ha reducido el posicionamiento en compañías portuguesas hasta el 14%, se ha aumentado el peso en compañías españolas hasta el 75%, manteniendo un 3-5% el peso en compañías latinoamericanas. En términos de sectores, el fondo sigue significativamente ponderado en bancos y servicios públicos en los cuales vemos poco valor y sobreponderado en sectores como consumo, materiales o servicios de salud.

En 2020, tanto el crecimiento en ventas como el crecimiento en beneficios por acción de las compañías en cartera se verá resentido, y el impacto del mismo dependerá de la duración y el tamaño de la propagación del mismo. No obstante, estamos convencidos del potencial subyacente de la cartera, tanto por la calidad de sus modelos de negocio como el posicionamiento con respecto a la industria. No en vano, el tamaño de las mismas y el espacio disponible en términos financieros les permitirá seguir mejorando en aspectos tanto financieros como extrafinancieros.

La cartera se mantiene concentrada en las 24 mejores ideas y cotiza con unas valoraciones razonables (PER actual 18 veces, Rentabilidad por flujo de caja del 6.75% y rentabilidad por dividendo cercano al 3%) para una cartera con unos sólidos fundamentales (ROE > 17%) y con unos niveles de apalancamiento moderados por debajo de las 1,5 veces Deuda Neta / EBITDA. Incluso en un escenario de estrés, las compañías en cartera serían capaces de generar suficiente flujo de caja operativo para hacer frente a los próximos vencimientos de deuda.

CI Global, FI

Seguimos convencidos de que la estrategia centrada en invertir exclusivamente en negocios de alta calidad expuestos a las principales tendencias de crecimiento globales es la acertada en un entorno de

bajos tipos de interés, desaceleración económica global, y sobre todo, ante la incertidumbre generada por la propagación global del coronavirus.

Durante las últimas semanas se decidió reducir la exposición a la mayoría de compañías con sesgo cíclico, dado que considerábamos que el mercado no estaba descontando una futura debilidad de los sectores del automóvil y materias primas a raíz del parón económico de China. Por ejemplo, se deshizo la posición en el fabricante italiano de frenos para automóviles, Freni Brembo, o la empresa de reciclaje de polvo de acero, Befesa, ambas compañías de alta calidad pero más expuestas a la evolución del ciclo económico que el resto de la cartera. Tales ventas nos sirvieron para financiar la entrada en dos compañías norteamericanas de alta calidad y elevado crecimiento, como son Accenture y VISA, con lo que la cartera ganó en solidez, redujo la exposición a ciclo y aumentó la calidad de los nombres. Aun así, debemos remarcar que ambas posiciones aún no han conseguido destacar positivamente frente al índice de referencia, tal y como en principio presuponíamos que sucedería en un entorno como el actual.

Después de que se conociera la propagación del Coronavirus a Europa, el mercado entró en una fase de pánico y no discernió el grado de las caídas entre sectores ni regiones. Ello nos pareció una excelente oportunidad para seguir dotando la cartera de exposición a compañías de calidad y crecimiento, pero principalmente, el enfoque está siendo acumular en aquellas compañías que tengan una mayor recurrencia de los ingresos y cuenten con balances muy saneados, los dos elementos que creemos que deberían respaldar el retorno en bolsa dentro del entorno actual.

Con todo lo anterior, el fondo cuenta con una posición en liquidez del 6,5%, algo por debajo del promedio de los últimos 12 meses. Asimismo, el número de compañías en cartera es de 32, algo por debajo de las 35-36 que mantuvo durante 2019. Ambos puntos ponen de manifiesto la enorme convicción que tenemos en las ideas dentro del fondo para afrontar una situación de desaceleración económica. Por otra parte, el fondo mantiene un posicionamiento geográfico en el que destaca la sobreponderación en Europa y países emergentes, mayormente en Asia, mientras que infrapondera Estados Unidos.

Por último, seguimos confortables con el posicionamiento y construcción de cartera, especialmente en términos relativos contra el mercado. En este sentido, el retorno sobre los recursos propios de la cartera es un 161% superior al del índice, el margen de beneficios un 92% superior, el apalancamiento un 69% inferior y todo ello solamente con unas valoraciones del 18% supiores.

CI Bolsa USA, FI

A pesar de la situación de volatilidad actual fruto de la propagación global del coronavirus el objetivo del fondo sigue intacto: identificar compañías con modelos de negocio sólidos que cuenten con ventajas competitivas duraderas, capaces de beneficiarse de tendencias a largo plazo y que coticen a precios razonables.

Es decir, en el plano cuantitativo priorizamos la selección de compañías capaces de crecer en ventas y flujos de caja a lo largo del tiempo de una forma consistente y sostenible, al mismo tiempo que se evalúa la calidad de los beneficios. Paralelamente se lleva a cabo el análisis de la fortaleza del balance, donde buscamos un endeudamiento reducido o controlado, y donde la gestión de la asignación de capital es clave para tener una visión financiera global de la compañía. En ámbito cualitativo, tratamos de hacernos una imagen completa de la empresa, en particular de las fuerzas competitivas que impulsan sus retornos y protejan su modelo de negocio a largo plazo; esto se concreta en factores como el efecto red, coste de cambio, ventaja de costes, patentes o poder de marca, entre otros. También incorporamos

en el proceso de inversión el análisis de factores extra financieros, apostando por un crecimiento de beneficios de calidad, predecible y estable que favorezca un crecimiento estructural sostenible.

Durante los últimos meses el fondo ha incrementado la exposición, de forma oportunista, a sectores defensivos a través de compañías como Amgen, empresa biotecnológica que cuenta con experiencia histórica en enfermedades renales y fármacos para el tratamiento del cáncer. Paralelamente hemos reducido la exposición a compañías con mayor sesgo cíclico (Exxon Mobil y Schlumberger) y finalmente durante las últimas semanas hemos aprovechado los momentos de incertidumbre para iniciar posiciones en excelentes modelos de negocio a unas valoraciones más atractivas como por ejemplo Accenture y Nike. Todo ello, aumentando la calidad de los modelos de negocio que constituyen el vehículo.

Actualmente la cartera se encuentra concentrada a través de la inversión en 29 compañías líderes en sus respectivos ámbitos de actuación, siendo las mayores posiciones del fondo son compañías que están relacionadas con el consumo, tanto cíclico como no cíclico y sanitario, mientras que las compañías financieras siguen infrarrepresentadas en el fondo y sectores como el energético, servicios públicos, materiales e inmobiliario no están representados.

A pesar del ruido de mercado, mantendremos la disciplina para tratar de identificar aquellos negocios con mejores perspectivas a futuro sin pagar una prima excesiva por esas perspectivas. La cartera cotiza con valoraciones razonables (PER actual 23 veces y un rendimiento del flujo de caja libre del 4%), con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito, con deuda reducida en sus balances (deuda neta/EBITDA 1.05x) y retornos superiores a los del mercado. Finalmente, creemos que 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 del vehículo.

CI Emergentes, FI

Por primera vez en mucho tiempo, la renta variable emergente ha obtenido un comportamiento superior al de la renta variable de los países desarrollados, y lo que es especialmente relevante, en un contexto de fuerte aversión al riesgo. Este mejor comportamiento se explica principalmente por dos razones: (1) la mejor gestión de la crisis del COVID-19 por parte del Gobierno chino, utilizando medidas sociales draconianas complementadas por medidas expansivas tanto a nivel fiscal como a nivel monetario y (2) las previsiones de un fuerte proceso expansivo por parte de la Reserva Federal que deberían seguir actuando como soporte para la actividad económica en los países en vías de desarrollo.

Adicionalmente, fruto de los cambios efectuados en cartera durante los últimos años, creemos que la cartera se encuentra bien posicionada para navegar en un entorno fuertemente disruptivo y por ello no se han efectuado grandes cambios en cartera durante las últimas semanas. Básicamente se ha aprovechado para reforzar en posiciones cuya mejora de fundamentales está acelerándose y reduciendo o eliminando alguna posición como Ambev la cual se enfrenta a retos importantes durante los próximos años. Compañías como JD.com, Alibaba o Tencent en China, SEA en el Sudeste Asiático o Mercadolibre en Latinoamérica están sentando las bases para un nuevo modelo de consumo, basado en el cliente y en el que integran aspectos de negocio que hasta la fecha presentaban fuertes fricciones como son la distribución, la logística y los métodos de pago. Con la aceleración en la penetración del comercio electrónico las próximas décadas, serán esta tipología de compañías las que deberían beneficiarse gracias a los viento de cola que ofrecen algunas de las tendencias estructurales en cartera. La posición actual en liquidez pivota sobre niveles del 7% pero dada la volatilidad extrema, no descartamos cambios durante los próximos días.

En 2020, tanto el crecimiento en ventas como el crecimiento en beneficios por acción de las compañías en cartera se verán resentidos, especialmente durante la primera parte del año. No obstante, una vez se empiecen a disipar las incertidumbres por la propagación del virus, estimamos que las compañías en cartera reviertan de nuevo al potencial de crecimiento gracias a sus extraordinarios modelos de negocio. La cartera cotiza con valoraciones razonables (PER actual 27 veces, una rentabilidad por dividendo del 1.4% y un rendimiento del flujo de caja libre de prácticamente el 6%), con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito alto 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 06 de marzo de 2020:

MONITOR DE FONDOS PROPIOS

FONDOS DE INVERSIÓN	RENT.MES	RENT. 2020	RENT.12 MESES	RENT.3 AÑOS anualiz.	RENT.5 AÑOS anualiz.	VOLATILIDAD	NIVEL LIQUIDEZ	INDICADOR DE RIESGO
CAJA INGENIEROS GLOBAL, FI	-1,51%	-7,17%	7,63%	4,25%	3,09%	12,24%	5,72%	5
CAJA INGENIEROS IBERIAN EQUITY, FI	-3,05%	-13,53%	-12,15%	-1,04%	-1,35%	11,67%	7,01%	5
CAJA INGENIEROS BOLSA EURO PLUS, FI	-2,28%	-11,22%	-5,49%	-0,99%	-0,34%	13,51%	6,50%	5
CAJA INGENIEROS BOLSA USA, FI	-0,83%	-7,98%	2,35%	2,03%	3,15%	15,70%	5,38%	5
FONENGIN ISR, FI	-0,98%	-3,20%	-0,53%	-0,53%	-0,61%	2,80%	8,50%	3
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR, FI	-1,01%	-4,86%	5,14%	-	-	7,76%	7,16%	4
CAJA INGENIEROS ODS IMPACT, ISR	0,00%	-2,54%	-	-	-	-	10,95%	4
CAJA INGENIEROS RENTA, FI	-2,78%	-10,37%	-5,02%	-1,26%	-0,76%	8,88%	4,04%	4
CAJA INGENIEROS EMERGENTES, FI	-1,02%	-5,90%	3,50%	2,66%	2,81%	13,78%	7,22%	6
CAJA INGENIEROS GESTION ALTERNATIVA, FI	0,50%	0,58%	5,08%	0,42%	-0,80%	2,83%	10,00%	3
CAJA INGENIEROS GESTION DINAMICA, FI	0,79%	-0,10%	3,92%	-1,02%	-0,45%	3,63%	12,80%	3
CAJA INGENIEROS FONDOTESORO CP, FI	-0,01%	-0,09%	-0,21%	-0,49%	-0,51%	0,27%	67,60%	1
CAJA INGENIEROS PREMIER, FI	-0,20%	0,08%	1,60%	0,31%	0,13%	0,85%	18,35%	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 existe 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.