

Fondos CI Gestión. Visión y posicionamiento en el contexto actual

10 de junio de 2021

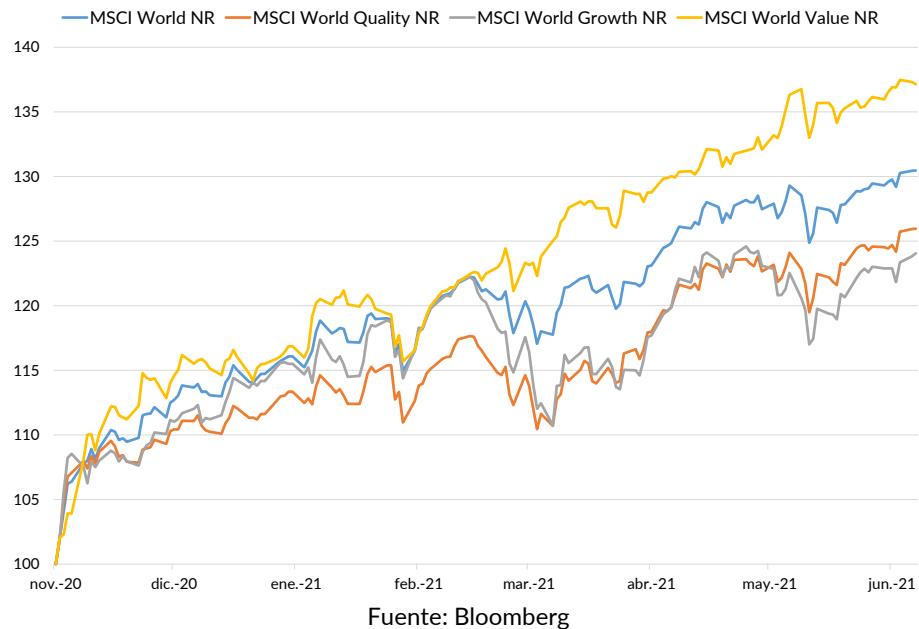
Tras un año tan convulso como fue el 2020 como consecuencia de la irrupción de la pandemia, el 2021 se ha presentado igualmente complicado debido a los desafíos que se presentan fruto de una recuperación más vigorosa de lo que anticipaba el mercado. El objetivo de esta nota es tratar de **ofrecer visibilidad sobre el posicionamiento** de los diferentes vehículos de Caja Ingenieros Gestión en un contexto de incertidumbre, así como **entender cuáles serán las claves a tener en cuenta** en el futuro.

Al tratar de desgranar las variables que han tenido mayor impacto en los principales índices de renta variable, encontramos dos factores que destacan por encima del resto: (i) el rebote de los sectores cíclicos y del estilo de inversión popularmente conocido como Value y (ii) el incremento de las expectativas de inflación.

Rebote de los sectores cíclicos y del estilo de inversión Value

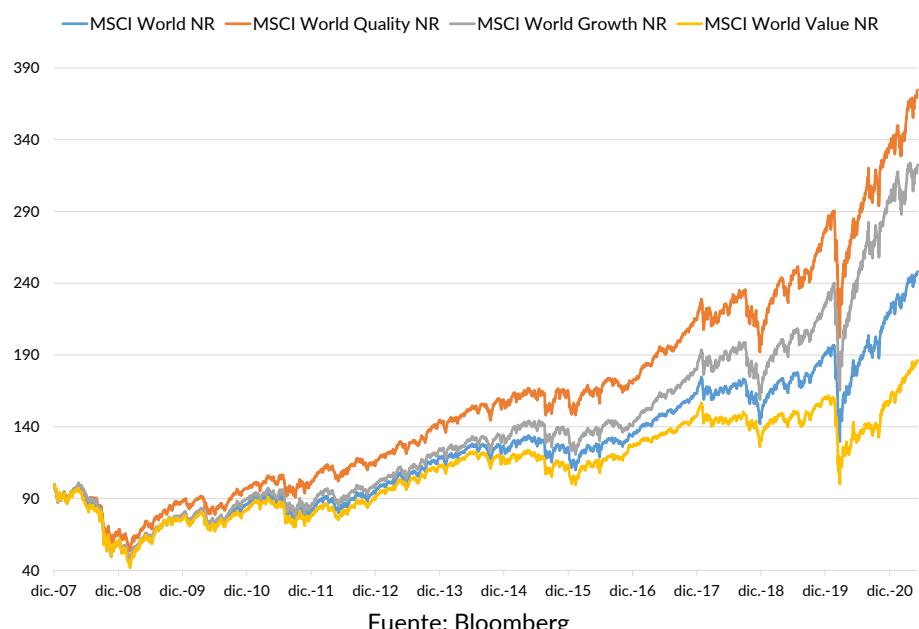
Como ya es bien conocido, **los primeros compases de la recuperación económica tras la aparición de la vacuna han sido vertiginosos**. Los PMIs del sector manufacturero alemán y estadounidense -uno de los principales indicadores de la situación industrial en los países desarrollados- se encuentran en el rango superior de las últimas décadas tras las abruptas caídas acontecidas tras la irrupción de la pandemia. Y lo mismo sucede con la mayoría de indicadores de actividad y de sentimiento económico. La combinación entre mayor aceleración esperada por el lado de la demanda y cadenas de suministros ajustadas por el lado de la oferta está produciendo **cuellos de botella** en la mayoría de industrias, las cuales eventualmente se ven amplificadas por eventos climáticos (ver nota: [link](#)).

En este entorno de fuerte recuperación, **los sectores cíclicos han tenido un rendimiento muy superior al del conjunto del mercado** desde que a mediados del mes de noviembre del año pasado se anunciase el descubrimiento de la vacuna contra la Covid-19.



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, a pesar del excelente comportamiento durante los últimos meses, merece tener en cuenta que **las compañías cíclicas tienen un componente más volátil y menos resiliente** dada su naturaleza y, por ende, en entornos de debilidad económica generan un menor rendimiento a lo largo de los ciclos económicos, tal y como se ha demostrado durante la última década:

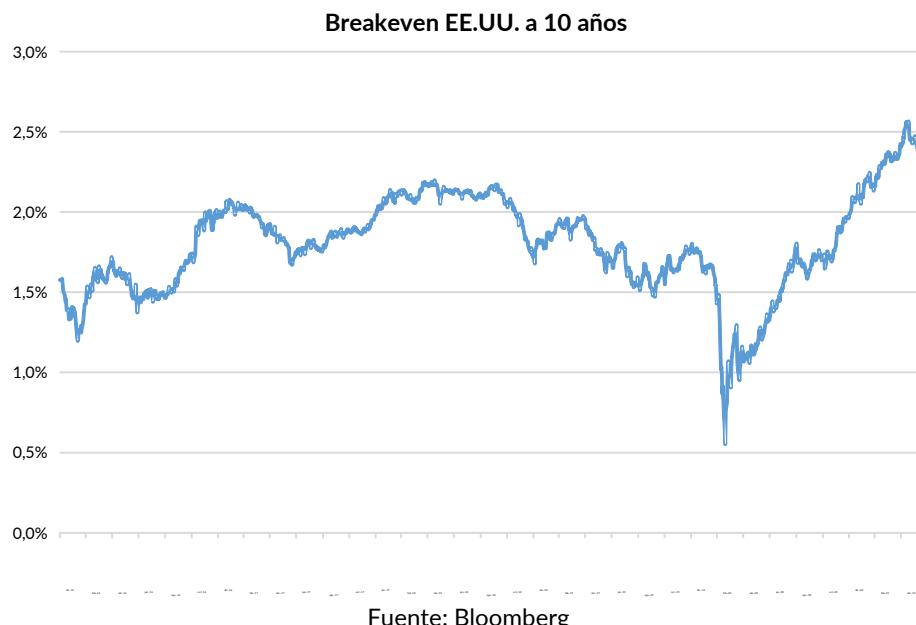


Fuente: Bloomberg

Incremento de las expectativas de inflación

Tal y como se expuso en la nota publicada el pasado 23 de febrero ([enlace](#)), en la cual tratamos de explicar qué es la inflación y sus repercusiones en la economía, uno de los grandes temores

por parte de los diferentes agentes financieros es el posible resurgir de esta y sus posibles implicaciones económicas y financieras tras la implantación de políticas fiscales y monetarias expansivas.



Generalmente, la inflación aumenta cuando el crecimiento económico se acelera y, por tanto, **las compañías más asociadas al ciclo económico son las más beneficiadas en un entorno de incrementos generalizados de precios**. Esto es así tanto desde una perspectiva tanto de modelo de negocio (debido a la correlación positiva con la evolución del PIB que éstos presentan) como por la repercusión de la inflación en las cuentas de resultados (los ingresos de sectores como el de Materiales Básicos aumentan al trasladar los incrementos en el precio de las materias primas mientras que otros como el sector Financiero se ve beneficiado por las expectativas de subidas en los tipos de interés que se traducen en las curvas de tipos de interés).

Además, **un incremento generalizado de los precios afecta negativamente a las valoraciones de aquellos modelos de negocio poco volátiles y/o predecibles** (como los que conforman la mayor parte de las carteras de Caja de Ingenieros Gestión) ya que la mayor parte de su valor presente es derivado de los flujos de efectivo esperados en el futuro. Por tanto, un incremento de los tipos de interés (consecuencia de la actuación que suelen llevar a cabo los bancos centrales con el objetivo de controlar una inflación excesivamente elevada) devalúa el valor de dichos flujos al ser descontados hasta el momento presente a un tipo de interés superior.

Si bien **los tipos de interés de referencia continúan en niveles moderados**, el mercado se ha avanzado a un posible incremento de éstos fruto de los temores relacionados con una subida descontrolada en el nivel general de los precios del conjunto de bienes y servicios.

Duración de las carteras

En este entorno, en Caja de Ingenieros Gestión trabajamos el concepto que hemos acuñado como **“duración de las carteras de Renta Variable”**. Sin ánimo de entrar en tecnicismos, la duración de las carteras está correlacionada con la valoración del conjunto del portfolio: una

valoración promedio elevada implica una mayor duración. Y una mayor duración –al igual que sucede con la renta fija- implica un mayor impacto negativo en el caso de que se produzca un incremento de los tipos de interés de referencia.

Sin embargo, a pesar de que debido a los temores del mercado en relación a la inflación puedan impactar de manera negativa la valoración de nuestras compañías en el corto plazo, **es necesario analizar qué sucederá a medio y largo plazo para poder entender el posicionamiento de Caja de Ingenieros Gestión**. Veamos el caso de nuestro fondo más representativo en términos geográficos: el Caja de Ingenieros Global, ISR.

Tal y como muestra la tabla inferior, las recientes dinámicas de mercado explicadas anteriormente en el que el perfil de compañías cíclicas/Value han tenido un desempeño muy superior al resto de mercado ha permitido que la valoración del CI Global, ISR medida en rentabilidad por flujo de caja (FCF Yield) sea inferior a la del MSCI World Value (su índice de referencia), algo que no ocurría desde los últimos años. Sin embargo, dado el perfil de crecimiento notablemente superior del conjunto de las compañías que forman la cartera del CI Global, ISR, es observable como los incrementos a futuro del flujo libre de caja asociados “abaratarán” la cartera del fondo ya que los beneficios y la generación de caja del conjunto del portfolio crecerán a mayor ritmo que el promedio del mercado. Por lo tanto, **el paso del tiempo juega a favor del fondo**.

	FCF Yield 2021	Crecimiento ventas 2021	Crecimiento ventas 2022	Crecimiento ventas 2023
CI Global, ISR	3,5%	17,0%	13,1%	11,2%
MSCI World	3,4%	9,4%	5,2%	4,2%
MSCI World Quality	3,7%	8,8%	5,9%	5,7%
MSCI World Growth	2,8%	14,5%	8,7%	7,2%
MSCI World Value	4,0%	7,9%	4,0%	3,4%

Fuente: Caja de Ingenieros Gestión, Bloomberg

Aspectos cualitativos

Al igual que el caso del CI Global ISR, el grueso de las compañías en cartera de los diferentes fondos de Caja de Ingenieros Gestión se encuentra invertido en **compañías de calidad**. Este perfil de compañías generalmente posee una serie de características comunes, como por ejemplo:

- 1) Se trata de negocios con una tendencia estructural positiva; es decir, son negocios capaces de hacer crecer los ingresos a buen ritmo. Para ello, buscamos en sectores que no estén amenazados, que cuenten con viento de cola y que sean predecibles.
- 2) Fruto de este crecimiento secular, las capacidades de reinversión en nuevos proyectos es más elevada, generando un círculo virtuoso en el futuro.
- 3) Las compañías deben con barreras de entrada y ventajas competitivas que protejan su modelo de negocio a largo plazo ante la amenaza de la competencia.
- 4) Como consecuencia, los retornos sobre el capital empleado generalmente suelen ser más elevados.

- 5) El consejo de administración suele estar alineado con el objetivo de generar valor para todas las partes de interés y sus estrategias generalmente incorporan objetivos sostenibles de mejora.
- 6) Como consecuencia, las diferentes métricas ESG de las compañías deben ser superiores, la calificación ISR debe ser elevada y no pueden contar con controversias Muy severas.

A continuación, veremos cómo se traslada todo esto en números.

	Crecimiento de las ventas 2015-2020	ROE	Rentabilidad del dividendo	Margen operativo	Deuda Neta / EBITDA	EV / EBITDA
Renta Variable	CI Emergentes MSCI Emerging Market	27% 18%	20% 16%	1,3% 2,2%	22% 15%	-2,1x 0,7x
	CI Global ISR MSCI World	14% 2%	40% 10%	1,5% 2,1%	26% 11%	0,5x 1,3x
	CI Bolsa USA S&P 100	7% 14%	28% 40%	1,3% 1,9%	17% 21%	0,8x 0,8x
	CI Bolsa Euro Plus Bloomberg Europe 500	10% -2%	15% 6%	1,0% 2,5%	14% 8%	0,5x 1,9x
	CI Iberian Ibex 35	9% 3%	7% negativo	1,3% 2,3%	11% 8%	2,7x 4,9x
	CI Renta Bloomberg Europe 500	15% -2%	12% 6%	1,4% 2,5%	23% 8%	2,0% 1,9x
	CI Environment ISR MSCI World	12% 2%	37% 10%	1,5% 2,1%	24% 11%	0,8x 1,3x
	CI ODS Impact ISR MSCI World	13% 2%	11% 10%	1,6% 2,1%	13% 11%	2% 1,3x
	Fonengin Dow Jones Sustainability World Enlarged	7% 8%	26% 22%	2,1% 2,1%	25% 21%	1,1x 1,3x
						21,3x 21,2x

Fuente: Caja de Ingenieros Gestión

Como puede observarse en la anterior tabla, **el perfil cualitativo del conjunto de carteras de renta variable del Grupo Caja de Ingenieros (fundamentales de la cartera) es claramente superior a la de los índices comparables** en términos de crecimiento, márgenes, rentabilidad, capacidad de reinversión y endeudamiento.

Como es lógico, este perfil de compañías cotiza con unas valoraciones más exigentes que las del conjunto del mercado, si bien la diferencia se ha estrechado durante los últimos meses como hemos visto en el caso del CI Global ISR. Por ello, a día de hoy, lejos de sobrepagar por unos factores fundamentales superiores, la prima con la que históricamente cotizan dichas compañías se ha reducido drásticamente, lo que posibilita que **su sostenibilidad ya no sea tan dependiente de factores exógenos** como por ejemplo las políticas monetarias de los bancos centrales, habiéndose generado un equilibrio más atractivos del que por ejemplo nos enfrentábamos a inicios de 2021.

Conclusiones

El conjunto de compañías que conforman los vehículos de Caja de Ingenieros Gestión estará compuesto por compañías de alta calidad con un fuerte componente ASG. El compromiso del Grupo con la Inversión Socialmente Responsable afecta a todos los sectores y factores que componen nuestros fondos de inversión. En este entorno, el objetivo es aprovechar las oportunidades fruto del cambio en el paradigma de modelo de negocio (descarbonización, economía circular, gestión de los recursos, etc.) y de gestión de riesgos (ambientales y sociales) para posicionar las carteras ante cualquier tipo de escenario.

Los acontecimientos sucedidos desde la aparición de la vacuna -el rebote de los sectores cíclicos y del estilo de inversión popularmente conocido como Value junto con el incremento de las expectativas de inflación y los hipotéticos cambios en materia de política monetaria- no han beneficiado especialmente a las compañías con mejores fundamentales en lo que llevamos de 2021. Los retos a los que se enfrentan las economías y su tejido empresarial continúan siendo ciertamente retadores y en la capacidad de gestión de sus dirigentes radicará la clave para evitar descontrol en las variables macroeconómicas (y posteriormente microeconómicas) clave.

Nuestra visión macroeconómica en su conjunto se mantiene alineada con la de los principales bancos centrales puesto que **nuestro escenario central indica que los repuntes de la inflación durante el 2021 serán temporales** ya que consideramos que a largo plazo las tendencias estructurales deflacionistas -tecnología, demografía, deuda y globalización entre otras - continuarán estando presentes en el futuro. Si bien somos conscientes de que la tasa de inflación durante este año será inusualmente elevada fruto del efecto base producido por la pandemia junto con los cuellos de botella provocados por la reactivación macroeconómica, consideramos que a medio plazo los niveles de inflación se deberían mantener en niveles moderados (principalmente en Europa) a tenor de los comentarios de los principales bancos centrales como la Reserva Federal como el Banco Central Europeo y, aunque mantendrán sus políticas de forma acomodaticia, ésta debería mantener una menor intensidad. Si se produce tal entorno, una vez se solucionen los cuellos de botella por el lado de la oferta y se vaya dirigiendo la demanda retrasada, el entorno volverá a ser proclive para el grueso de compañías que cuentan entre su haber algunos de los factores de calidad descritos anteriormente.

Por ello, desde Caja Ingenieros Gestión mantendremos el foco en el equilibrio de las carteras con el objetivo de **seguir navegando en este entorno lleno de retos de la forma más exitosa posible**, sin perder de vista nuestro objetivo de proteger el patrimonio de los partícipes y con la voluntad de componer el capital en el largo plazo a través de una aproximación socialmente responsable.

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.