

Fondos CI Gestión. Visión y posicionamiento en el contexto actual

29 de noviembre de 2021

2021 llega a su fin dejando atrás un buen año para los activos de riesgo de forma general. La recuperación económica y las políticas monetarias laxas han seguido favoreciendo el apetito hacia el riesgo de los inversores. No obstante, varios son los focos que durante las últimas semanas han estado capitalizando la preocupación de los inversores: los fuertes aumentos en los niveles de precios y la aparición de una nueva variante de la COVID-19 potencialmente peligrosa.

Del miedo a la inflación...

A pesar de los reiterativos mensajes de los principales bancos centrales acerca de la transitoriedad en los niveles de precios que se están experimentando en la actualidad, lo cierto es que tanto los indicadores adelantados como los datos coincidentes distan mucho de las horquillas en las que los banqueros se sienten cómodos según sus mandatos de gestión en políticas monetarias. Por ello, aunque recordemos que unos niveles de inflación moderados son saludables, en casos extremos dan como resultado un perjuicio para el devenir económico en la medida que reducen el valor de los ahorros y de los salarios, restan competitividad a los productos y servicios e incrementan la inseguridad financiera, entre otros.

Adicionalmente, mayores niveles de inflación requerirían un menor grado de apoyo monetario por el lado de los bancos centrales, dado que las economías tendrían un funcionamiento más “normal”, lo que, entre otras cosas, implicaría un endurecimiento de las condiciones financieras y, en consonancia, un menor atractivo de los activos de riesgo, especialmente de aquellos con una mayor duración como, por ejemplo, los bonos de larga duración o las acciones de estilo crecimiento. De ahí que los precios de los activos más castigados durante las últimas semanas hayan sido precisamente esos dos lados del espectro de mercado.

... al fuerte repunte de los contagios y al descubrimiento de una nueva variante

A todo lo anterior hay que añadirle recientemente el fuerte incremento de contagios por COVID-19 en determinados países, especialmente en China y en el norte y centro de Europa, mostrando estadísticas ciertamente preocupantes que superan en magnitud el impacto de la anterior variante delta. En esta línea, el descubrimiento de una nueva variante denominada B11529, con procedencia *a priori* sudafricana, desató el nerviosismo en los mercados financieros debido a las caídas, por ejemplo, en los principales índices de renta variable u otros mercados de materias primas. La principal preocupación en esta nueva variante es su ventaja o competitividad.

Así, cuando variantes anteriores necesitaban del orden de entre 50 y 100 días para contagiar a una parte significativa de la población (variantes delta y beta, respectivamente), los primeros estudios muestran que B11529 podría necesitar tan solo de 30 días para alcanzar este hito. Las primeras explicaciones apuntan hacia el elevado número de mutaciones y a que estas incorporan dos de las mutaciones más peligrosas al mismo tiempo.

Y en la medida que los antivirales no tienen incidencia efectiva sobre esta mutación, haría falta el desarrollo de nuevas moléculas para poder luchar frente a ella. Muestra de ello es el hecho de que las autoridades de la OMS ya consideran la B11529 como una “variante preocupante”.

En este sentido, portavoces de uno de los principales productores de vacunas contra la COVID-19, la norteamericana Pfizer, ya se han apresurado a constatar que harían falta aproximadamente unos 100 días desde el momento en que se inició la investigación de la secuenciación hasta que se pone en producción. Aunque es una cifra realmente asombrosa por la rapidez que supondría, las repercusiones en las restricciones a los movimientos sociales, como ya se están apresurando a implementar en países como la República Checa, serían de nuevo fatídicas desde un punto de vista exclusivamente económico.

Entorno de mercado complejo

A pesar de que todavía podría parecer algo prematuro extraer conclusiones acerca del impacto del empeoramiento marginal en la situación del virus, parece razonable tomar cierta perspectiva en el análisis de los movimientos actuales. Como continuación a los movimientos experimentados durante la parte final de 2020, especialmente a raíz del descubrimiento de las vacunas, los precios de los activos de riesgo experimentan fuertes revalorizaciones en lo que va de año. Como muestra de ello, el índice norteamericano de acciones S&P 500 acumula un alza de prácticamente el 23 % en el año, mientras que, en Europa, el índice Euro Stoxx 50 acumula una rentabilidad del 16 %. De forma recíproca, el conjunto de materias primas, desde las industriales hasta las agrícolas, también han experimentado fuertes revalorizaciones desde los niveles alcanzados el año anterior.

A pesar de que los fundamentales económicos (y corporativos) han mejorado visiblemente, el fuerte incremento de las cotizaciones ha estrechado las valoraciones de los activos, y la falta de volatilidad en el mercado ha sido la tónica de 2021. Por ello, noticias marginalmente negativas y no descontadas *a priori* por el mercado, como el fuerte aumento de la inflación o la aparición de la nueva variante, están incidiendo de forma significativa en las cotizaciones de los activos.

Aunque las perspectivas siguen siendo positivas para los próximos meses, los actuales episodios de mercado aumentan la probabilidad de complicar el escenario a futuro, por lo que se pone de manifiesto la necesidad de mantener un equilibrio en la configuración de las carteras. Por ello, consideramos que es un buen momento para actualizar el posicionamiento de nuestras carteras.

Fondos Renta Fija

CI Fondtesoro Corto Plazo, FI

Dado el actual entorno de mercado en el que el universo de alternativas para el fondo es reducido, 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 atractivo por el equipo de gestión. El objetivo es combinar una cartera núcleo con emisiones del gobierno español con una cartera satélite corporativa 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 reverte en una cartera con una calidad crediticia media muy elevada, concretamente A según S&P, totalmente de acuerdo 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 -0,26 %, significativamente superior a los rendimientos ofrecidos por las letras españolas con vencimiento 1 año cuya TIR se encuentra en la actualidad en -0,62 %. Por último, la duración actual se sitúa alrededor del año, 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 en el entorno actual de tipos de interés.

A pesar de la reciente volatilidad en las diferentes curvas de tipos de interés, los niveles de liquidez no se han visto alterados y se han situado en niveles cercanos al 10 % del patrimonio del fondo. Seguimos considerando la renta fija corporativa como el principal contribuidor de la estrategia al presentar unos fundamentales corporativos sólidos y una buena dinámica técnica, que deberían seguir ofreciendo soporte a las valoraciones en los niveles actuales.

No obstante, a diferencia de episodios anteriores, el gran foco de atención ha virado hacia la sostenibilidad en los rendimientos de las curvas de tipos de interés, especialmente a causa de las preocupaciones acerca de las fuertes alzas en las inflaciones. Debido a que la asimetría que presenta esta parte del mercado es más negativa, el fondo se posiciona con duraciones cortas, a las cuales, además, hay que sumarles coberturas y el efectivo para poder aprovechar los fuertes movimientos que se puedan originar en el futuro.

Revisando el resto de vectores de retorno para la cartera, se han reducido fuertemente las exposiciones en deuda emergente, por la complejidad en su lucha frente al virus y el entorno poco favorable por el inicio del *tapering* en EE. UU. y la apreciación del dólar, y básicamente se estructuran a través de nombres sólidos con emisiones en divisa fuerte (euro y dólar). Adicionalmente, el fondo cuenta con una exposición razonable a dólar y una exposición más residual a libras esterlinas dados los diferentes puntos en sus ciclos monetarios. Tras el fuerte trabajo efectuado recientemente, el peso de los bonos con características ISR dentro de la cartera asciende al 27 % del patrimonio del fondo.

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 0,38 % con un *rating* promedio de BBB+, significativamente superior a los rendimientos ofrecidos por la curva *swap* a 3 años cuya TIR se encuentra en el -0,27 %, y una duración alrededor de 3 años y medio sin contar coberturas. 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 continúa anclado en mínimos.

Fondos Retorno Absoluto

CI Gestión Alternativa, FI

La filosofía del fondo continúa siendo cautelosa a corto plazo, protegiendo el capital ante las adversidades que puedan surgir teniendo en cuenta el límite de volatilidad del 4 %. Por ello, recientemente hemos introducido varias coberturas, como el VIX, el oro y dos de las divisas refugio por excelencia, el dólar y el yen. Además de tener una posición holgada en liquidez del 18 %.

La parte *core* de la cartera es la renta fija, en la que principalmente son emisiones corporativas europeas de alta calidad crediticia, aunque también contamos con bonos verdes y bonos flotantes, ya que tienen una baja sensibilidad a las subidas de tipos de interés. En las últimas semanas, hemos ido incorporando estrategias alternativas, que ya representan el 15 %, a través de estrategias sistemáticas, *merger & arbitrage* y réplica de índice de *hedge funds*, en el que conseguimos un 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. Finalmente, nuestra exposición a renta variable es del 7,5 % en compañías líderes en sostenibilidad y en compañías que impulsan la economía circular.

Nos tenemos que acostumbrar a convivir con más volatilidad en la mayoría de activos financieros por la incertidumbre generada por el virus. Por el momento, continuaremos con nuestra visión cauta en renta variable prefiriendo compañías líderes en sostenibilidad. En el entorno actual de tipos de interés es complicado generar valor en renta fija; aun así, buscamos oportunidades en determinados nichos del mercado de bonos.

CI Gestión Dinámica, FI

La filosofía del fondo continúa siendo cautelosa a corto plazo, con un objetivo de protección de capital aprovechando las oportunidades que puedan surgir teniendo en cuenta el límite de volatilidad del 8 %. Por ello, recientemente hemos introducido varias coberturas, como el VIX y dos de las divisas refugio por excelencia, el dólar y el yen. Además de tener una posición holgada en liquidez del 9 %.

De momento, seguimos prefiriendo asignar gran parte de nuestro posicionamiento, aproximadamente del 30 %, a estrategias alternativas *market neutral*, fondos sistemáticos o fondos de volatilidad, que nos permiten modular nuestra exposición al riesgo, pero sin renunciar a un retorno positivo vía explotación de ineficiencias del mercado. Respecto a la renta fija, el entorno continúa siendo complejo y no descartamos que se produzcan ampliaciones en los diferenciales de crédito; por ello, preferimos las emisiones corporativas. Nuestra exposición a materias primas nos permite tener cierta protección ante repuntes inflacionistas. Finalmente, nuestra exposición neta a renta variable es del 20 % diversificado en fondos con estrategias ISR y buscando una cartera balanceada a nivel de estilos *value* y *growth* que nos permita tener exposición a la mejora del ciclo económico y empresas de calidad.

Nos tenemos que acostumbrar a convivir con más volatilidad en la mayoría de activos financieros por la incertidumbre generada por el virus. Por el momento, continuaremos con nuestra visión cauta en renta variable prefiriendo compañías líderes en sostenibilidad. En el entorno actual de la renta fija es difícil poder generar valor ante este escenario tan complejo; por ello, continuaremos explorando alternativas que nos ayuden a diversificar la exposición a un posible repunte de tipos de interés.

Fondos Mixtos

Fonengin ISR, FI

La filosofía de inversión del fondo prosigue primando la adecuada selección de compañías como fuente de generación de valor, así como la integración de factores ASG en el análisis. En las últimas semanas, con los primeros anuncios de nuevas restricciones en Europa por un deterioro en la gestión de los datos pandémicos por COVID-19, se moduló ligeramente la exposición por factores de la cartera de renta variable. De esta manera, se incrementó el peso en compañías de calidad cuyos modelos de negocio son percibidos como "ganadores" en un entorno como el actual (Microsoft, Amgen, Novo Nordisk, Kimberly-Clark), mientras que se redujo en compañías con un peso relevante, aunque no significativo, en temáticas más asociadas al ciclo (Amadeus, Allianz). Paralelamente, la interpretación de una escasa percepción de riesgo por parte del mercado nos llevó a accionar algunas coberturas en volatilidad días antes de la jornada del viernes 26 de noviembre, lo que posibilitó el devengo de unas primas realmente atractivas. Así, las correcciones en renta variable que vimos en el último cuarto del mes de noviembre permitieron empezar a reconstruir de forma cautelosa algunas estrategias de opciones *put* vendidas de posiciones en cartera con el objetivo de acumular en las mismas en caso de mayores caídas. Precisamente, la ausencia de volatilidad y el débil equilibrio rentabilidad-riesgo nos habían mantenido fuera de este tipo de estrategias desde prácticamente el periodo estival, posibilitando el fuerte repunte de las volatilidades una notable mejora en este epígrafe. Por último, tras varios meses de monitorización y seguimiento del comportamiento fundamental y de mercado de la clase de activo, comenzamos a construir en renta fija global *High Yield* entendiendo que los diferenciales de crédito empiezan a ser algo más atractivos.

En términos de posicionamiento, la cartera de renta variable se encuentra moderadamente concentrada a través de la inversión en 35 compañías con un fuerte sesgo a mercados desarrollados y, en especial, a corporaciones radicadas en Europa, como consecuencia de que las prestaciones en términos de medioambiente, 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, esta mantiene un sesgo cíclico si la comparamos con su posicionamiento histórico, si bien, con las decisiones de inversión más recientes, dicho sesgo se ha atenuado. Mientras el cuadro macro no sufra una alteración significativa en términos de perspectivas a medio plazo, bien sea por el devenir sanitario, monetario o fiscal, mantendremos una configuración de cartera en la que los negocios de calidad y/o crecimiento seguirán constituyendo el grueso de la misma (2/3) y el resto permanecerá orientado a buenos negocios pero con mayor componente cíclico o donde estimamos que hay una mayor infravaloración por parte del mercado. Todo ello con el objetivo de mantener un posicionamiento con una aproximación adecuada para generar rentabilidades ajustadas a riesgo atractivas a 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 de contado hasta aproximadamente 4,0. Dicho incremento se ha centrado fundamentalmente en la cartera corporativa, núcleo de la inversión en el activo, en la que hemos conseguido encontrar algunos rincones de valor, aunque a un plazo más largo del que *a priori* hubiéramos dibujado. Por este hecho y manteniendo el apetito por el riesgo de crédito respecto al riesgo de tipos de interés, hemos implementado de forma táctica una cobertura de duración a través de curva de tipos alemana, en la que consideramos que se está poniendo en precio un escenario excesivamente negativo, lo que nos arroja una duración incluyendo coberturas de 3,0, situándonos ligeramente por debajo del *benchmark*. Así, continuaremos monitorizando con especial atención movimientos erráticos a corto plazo que generen oportunidades de inversión atractivas a largo plazo.

CdE Impact ODS ISR, FI

El CdE Impact ODS ISR invierte en aquellas compañías cuyos productos o servicios tengan un impacto directo en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, poniendo énfasis en tres: 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 y que cuentan con sólidos modelos de negocio, balances saneados, fuerte generación de caja y un equipo directivo diligente al frente.

En términos de posicionamiento, la cartera de renta variable cuenta con 32 compañías. Las mayores posiciones del fondo son compañías industriales, tecnológicas y farmacéuticas. En este último grupo, además de corporaciones farmacéuticas puras, durante el transcurso del año hemos aumentado exposición a empresas con una parte de su negocio focalizado en el control de la calidad del agua y la protección de los recursos hídricos como, por ejemplo, Thermo Fisher, Agilent Technologies e IDEXX Laboratories. Por otro lado, recientemente hemos reducido la exposición en compañías de *edtech*, término con el que se hace referencia a todas las soluciones relacionadas con la educación en línea, puesto que observamos una desaceleración en las inscripciones debido a mayores oportunidades de empleo. Finalmente, hemos introducido ETF de gran y mediana capitalización con elevadas prestaciones ASG dentro del segmento Valor para cubrir parcialmente la mayor duración de la cartera.

En referencia a la cartera de renta fija, el fondo mantendrá una duración media en un entorno en el que los tipos de interés son persistentemente bajos y las políticas monetarias muy acomodaticias, pero con visos de virar a corto y medio plazo, lo que pone en alerta la gestión de la duración y la exposición a riesgo de tipos de interés tras años de bajo riesgo y velocidad de crucero en este punto. Por ello, la preferencia continuará siendo el riesgo de crédito a través de emisores con sólida calificación crediticia y capacidad contrastada de generar flujo de caja.

De cara a 2022 mantendremos la disciplina para tratar de identificar aquellos negocios que ayudan a abordar o generan un impacto positivo en los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible. Con todo, la cartera cotiza con valoraciones razonables con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito, con deuda reducida en sus balances 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 Renta, FI

El CI Renta, FI, está formado por tres subcarteras: renta variable (peso actual 60 % sobre el total de patrimonio), cartera inmobiliaria (15 %) y renta fija (20 %), siendo el remanente (5 %) caja. En cuanto a la subcartera de renta variable, está posicionada en compañías de máxima calidad, con unas claras ventajas competitivas y barreras de entrada y con un perfil de crecimiento (promedio estimado 2021-2023 del 14,3 %) notablemente superior al del conjunto del mercado europeo (5,0 %). Además, el perfil de compañías en cartera tiene poder de fijación de precios y una baja necesidad de inversión en bienes de capital, por lo que, en un entorno inflacionario, ofrecerán un mejor desempeño operativo que el promedio de empresas que conforman su índice de referencia. Además, son compañías con un bajo perfil cíclico, por lo que, en un entorno de resurgimiento en el número de casos positivos por coronavirus, la cartera ofrecerá un rendimiento superior al del *benchmark*. Los retornos sobre el capital invertido de las compañías que conforman el fondo son un 144 % superiores en agregado, los márgenes operativos son un 87 % superiores y el nivel de apalancamiento en términos DN/EBITDA es un -89 % inferior al del conjunto del mercado.

La subcartera inmobiliaria, conformada por cinco REIT y una compañía íntimamente ligada al ciclo inmobiliario (Assa Abloy), está posicionada para beneficiarse de tendencias coyunturales y estructurales.

Empezando por las tendencias coyunturales, el portafolio inmobiliario verá mejorados sus resultados gracias a la demanda latente tras los estragos causados por la pandemia durante el año pasado y la consiguiente recuperación económica, parcialmente impulsada por los extensos planes de incentivo fiscal y su repercusión en el desarrollo de infraestructuras. Por otro lado, la subcartera inmobiliaria se nutre de tendencias a largo plazo como son el auge del *cloud* (Keppel DC), el desarrollo logístico en la época del comercio electrónico (SEGRO y Tritax Big Box), la escasez de oferta residencial en Suecia debido a los requisitos normativos (SBB) y la necesidad por parte de las empresas de localizar sus oficinas en zonas *prime* dentro de las principales urbes europeas (Gecina).

Por último, la subcartera de renta fija se encuentra protegida ante el actual escenario para esta tipología de activos. Consideramos que la situación actual de los tipos de interés en mínimos, junto con un incremento sustancial de la inflación, dará como resultado una reversión de la política monetaria con el consiguiente impacto negativo en la valoración de la renta fija en general. Por ello, hemos posicionado la cartera en el rango bajo en términos de duración (3,2) del índice de referencia (3 a 5 años) y hemos infraponderado su peso con respecto al máximo permitido por el folleto (25 %) con el objetivo de aprovechar las oportunidades que se puedan ir materializando en el 2022 a medida que las políticas monetarias de los principales bancos centrales se normalicen.

CI Environment ISR, FI

El fondo aplica un proceso de inversión centrado exclusivamente en la selección de negocios de alta calidad expuestos a las principales tendencias de crecimiento globales, incorporando siempre estrictos criterios de inversión ISR. 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 (el 51 % de las posiciones en cartera tienen más caja que deuda) y una elevada predictibilidad y recurrencia de ingresos y márgenes. En relación con 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. Asimismo, se seleccionan compañías que estén afrontando el reto de la eficiencia energética, que trabajen en la gestión de los residuos y el tratamiento de las aguas residuales, que estén involucradas en la migración hacia modelos de generación energética renovable y/o que trabajen en la continua innovación tecnológica de sus productos y procesos.

Estamos convencidos de que la estrategia de inversión está bien posicionada en el entorno de incertidumbre generada por la propagación global de las nuevas variantes del coronavirus, especialmente la ómicron. Principalmente porque el fondo sigue manteniendo una exposición significativa a los ganadores persistentes de la automatización, la digitalización y el comercio electrónico, que nuevamente se encuentran con viento de cola para sus tendencias, que ya de por sí son atractivas. Asimismo, consideramos que la tipología de compañías presentes en el CI Environment ISR está saliendo fortalecida de la situación macroeconómica actual. Tal complejidad se puede sintetizar en los siguientes factores: las dudas existentes en el mercado sobre la transitoriedad de la inflación; la intervención de los bancos centrales al respecto; la escasez de chips; y la resolución del cuello de botella en el transporte marítimo y terrestre, lo que está generando muchas dificultades en la gestión de la cadena de suministro de las empresas.

El fondo invierte en empresas con exposición favorable y desfavorable a estos contratiempos, pero en general estamos viendo mejores resultados de los que teníamos previstos. Por ejemplo, la escasez de chips y la creciente demanda de múltiples sectores están propiciando un auge en la demanda del equipamiento necesario para la fabricación de circuitos integrados, segmento al que tenemos una

importante exposición directa a través de Applied Materials y ASML Holding. Por otra parte, y a pesar de que *a priori* serían perdedores ante esta complejidad macroeconómica, también estamos observando buenos comportamientos de inversiones en segmentos con exposición desfavorable. Por ejemplo, el fondo está invertido en Accell Group, el mayor fabricante europeo de bicicletas eléctricas. Tal compañía está operando a menor capacidad de la que desearía por la falta de componentes, esencialmente por la escasez de chips y el cuello de botella en el transporte marítimo. A pesar de ello, compensa dicha presión en costes con un aumento de precios y con un incremento abrupto de la demanda de sus productos, dada la creciente concienciación social acerca del cambio climático y el cambio hacia hábitos más saludables.

Con todo lo anterior, el fondo cuenta con una inversión directa a renta variable del 56,5 %, de acuerdo con el promedio histórico de 55-60 %. Asimismo, el número de compañías en la cartera de renta variable es de 43, algo por encima del promedio de 2020, 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. 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 en Estados Unidos y Japón. 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 la construcción de la cartera, especialmente en términos relativos contra el mercado. En este sentido, el retorno sobre el capital invertido es un 25 % frente al 14 % del mercado, el margen bruto es un 58 % frente al 33 % del mercado y el 50 % de la cartera cuenta con más caja en balance que deuda. Todo ello con unas valoraciones prácticamente idénticas al promedio de mercado (solo un 5-10 % más cara).

Fondos Renta Variable

CI Iberian Equity, FI

Durante 2021, la actividad llevada a cabo ha ido encaminada a reforzar la solvencia de la cartera y a mantener un equilibrio entre posiciones defensivas con poder de fijación de precios y posiciones más cíclicas que eventualmente podrían verse más favorecidas en un entorno de recuperación económica y mayor inflación esperada.

En particular, se ha aumentado el peso en compañías ligadas al transporte como Ferrovial o Amadeus, en compañías ligadas al ciclo de petróleo y servicios relacionados como Applus, en compañías de distribución de moda como Inditex y en compañías del sector financiero como Bankinter, Catalana Occidente, Línea Directa o BBVA. Adicionalmente, se han eliminado o reducido en cartera compañías con menor visibilidad como Grifols, Siemens Gamesa, AENA, Corticeira Amorim o EDP Renováveis. La posición actual en liquidez oscila entre el 3 % y el 5 % del patrimonio del fondo, si bien no se descarta aprovechar los niveles de volatilidad para construir posiciones de forma oportunista.

A consecuencia de los cambios, se ha continuado reduciendo el posicionamiento en compañías portuguesas hasta el 6 %, se ha aumentado el peso en compañías españolas hasta el 80 % y se ha mantenido entre un 8-10 % el peso en compañías latinoamericanas. En términos de sectores, el fondo sigue significativamente infraponderado en bancos y servicios públicos en los cuales vemos o poco valor o falta de visibilidad, y sobreponderado en sectores como consumo, materiales, servicios de salud e IT.

Después de recuperar durante 2021 gran parte de las ventas y los beneficios perdidos debido a la pandemia, la cuestión será ver en qué medida se podrá mantener esta senda de cara a 2022 en adelante. A nivel particular del fondo, estamos convencidos del potencial subyacente de la cartera tanto por la calidad de sus modelos de negocio como por 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 esperado 19 veces, y rentabilidad por dividendo cercana al 2 %) para una cartera con unos sólidos fundamentales (ROCE aprox. 20 %) y con unos niveles de apalancamiento moderados alrededor de las 3 veces Deuda neta/EBITDA. En general, 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 Emergentes, FI

A pesar de que 2020 fue un año en el que la renta variable emergente obtuvo un comportamiento superior con respecto a la de los países desarrollados, los vientos de cola que posibilitaron tal desempeño se han vuelto vientos de cara. Por un lado, las políticas monetarias ultraexpansivas han empezado a reducirse, especialmente en EE. UU. Por otro lado, las políticas de tolerancia 0 en términos de gestión de infecciones están imposibilitando la plena recuperación en la mayoría de países en vías de desarrollo. Por último, los niveles de inflación, bajo control durante los últimos años, han empezado a resurgir, lo que está forzando a los bancos centrales a iniciar una paulatina subida de tipos de interés, penalizando el dinamismo económico interno. A todo lo anterior se debe sumar que China, principal exposición tanto de la cartera como del índice de referencia, está atravesando por un fuerte proceso regulatorio en las principales industrias estratégicas, lo que, conjuntamente con una desaceleración en su crecimiento y con las dudas en el sector de promoción inmobiliaria, está lastrando el comportamiento de los activos.

Dentro de un entorno complejo y 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. Por ello, simplemente se ha tratado de introducir mejoras marginales. En términos geográficos, principalmente se ha reducido significativamente la exposición a China por la reducida visibilidad que suponen los cambios en los fundamentales corporativos, mientras que, en términos sectoriales, no se han producido grandes cambios, siendo los sectores de consumo, financiero, tecnología y comunicaciones los que confirman la práctica totalidad de la cartera. La posición actual en liquidez pivota sobre el 5 % del patrimonio del fondo, si bien no se descarta aprovechar los niveles de volatilidad para construir posiciones de forma oportunista.

De cara a 2022 deberíamos seguir observando una cierta reversión a la media en la operativa de las compañías en la medida que los países y las corporaciones dejan atrás la pandemia y vuelven a la normalidad. En este entorno, la cartera cotiza con valoraciones razonables (PER actual 30 veces, una rentabilidad por dividendo alrededor del 1 %), 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 uno de los universos con mayores oportunidades de inversión, si bien de forma muy selectiva.

CI Bolsa Euro Plus, FI

En el actual entorno, detectamos dos grandes riesgos para el mercado de renta variable europeo. El primero de ellos gira en torno a un posible repunte sostenido de la inflación que no se corresponda con el mensaje de transitoriedad lanzado por el Banco Central Europeo y, en consecuencia, de un

endurecimiento severo de las políticas monetarias. En cuanto a la inflación, destacaríamos dos aspectos: (i) las compañías en cartera son más sólidas que el mercado en su conjunto tanto en términos de márgenes como en la escasa necesidad de inversión en bienes de capital y (ii) en su mayoría son compañías con poder de fijación de precios, por lo que consideramos que, en el ámbito operativo, la cartera está protegida para soportar un incremento generalizado en el nivel de precios permanente. Por lo que respecta al endurecimiento de las políticas monetarias, durante los últimos meses se ha estado realizando el ejercicio de proteger el capital a través de una reducción de los múltiplos de cotización agregados, ya sea reduciendo o eliminando el peso en aquellas compañías más caras y/o consideradas de larga duración (Spotify) o incorporando exposición a sectores que puedan verse beneficiados por un entorno de incremento de los tipos de interés de referencia (banca).

El segundo riesgo a tener en cuenta es una posible recaída en términos de crisis sanitaria en el Viejo Continente, ya sea por un incremento en el número de hospitalizaciones de infectados de las cepas ya conocidas o por la aparición de una nueva variante que sea parcial o totalmente resistente a las vacunas. Ante ello, hemos mantenido el posicionamiento en compañías de calidad con un perfil cíclico de promedio bajo e inferior al del índice de referencia (70 % CI Bolsa Euro Plus vs. 80 % Euro Stoxx 50). Además, 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.

Los retornos sobre el capital invertido de las compañías que conforman el fondo son un 105 % superiores en agregado, los márgenes operativos son un 51 % superiores y el nivel de apalancamiento en términos DN/EBITDA es un -79 % inferior al del conjunto del mercado. Por sectores, el fondo se encuentra sobreponderado en salud (+11 % con respecto al *benchmark*), tecnología (+7 %) y servicios financieros (+4 %). En cambio, el CI Bolsa Euro Plus se encuentra infraponderado en seguros (-5 %), en oil&gas (-5 %) y en bienes industriales y de equipo (-4 %).

CI Global ISR, FI

A pesar de que la vacunación masiva en países desarrollados ha supuesto una apertura social y una manifiesta mejora económica, la situación macroeconómica dista de la normalidad, en concreto la definiríamos como de gran complejidad. En concreto, nos encontramos en un entorno con múltiples cuestiones e incertidumbres, por ejemplo: ¿Será el repunte de la inflación transitorio o estructural? ¿Cómo actuarán los bancos centrales a corto y medio plazo para afrontar dicha inflación, ya sea transitoria o estructural? ¿Cuánto tardarán en descongestionarse los cuellos de botella del transporte, que están acentuando dicha inflación? ¿Se prolongará la escasez de chips durante todo 2022? ¿Cuál será el impacto de la variante ómicron en la nueva normalidad?

Obviamente, nos encantaría tener una bola de cristal con las respuestas a todas estas cuestiones, y así poder tomar decisiones con mayor certeza, pero lamentablemente no disponemos de ella, ni nosotros ni nadie. Por ello, consideramos que la mejor forma de afrontar dichas cuestiones, que afectan fundamentalmente al corto y medio plazo, es mantenerse fieles a un estilo de inversión que creemos ganador a largo plazo. Este estilo no es otro que invertir exclusivamente en los negocios de mayor calidad del mundo y que, a la vez, estén expuestos a las principales tendencias de crecimiento globales, como el comercio electrónico o la digitalización. Eso sí, exigiendo siempre unas valoraciones similares a las del mercado. De esta manera conseguimos aislar los elementos cortoplacistas de la construcción de la cartera. En concreto, consideramos que es especialmente significativo el impacto de la selección de tendencias ajenas a dichas cuestiones, es decir, tendencias cuya dependencia en las respuestas a las cuestiones indicadas en el anterior párrafo sean menos relevantes. De tal forma se consigue un crecimiento sustancialmente mayor al del promedio del mercado, con muy poca o ninguna vinculación a

si existe mayor o menor inflación, o si se descongestiona o no el cuello de botella en los puertos marítimos de Estados Unidos.

Por ejemplo, una de las recientes incorporaciones en el fondo evidencia dicha gestión: W. W. Grainger. Se trata de una empresa norteamericana líder en la distribución de productos MRO, siglas que significan mantenimiento, reparación y operaciones. Principalmente, sus clientes son la gran y mediana empresa, y suelen operar con contratos de duración de 1-3 años. Su gran ventaja es el foco en el comercio digital/electrónico y el excelente canal de distribución que posee, ya que le permite entregar cualquier pedido en menos de 48 horas. Además, cuenta con un servicio de atención al cliente formado por más de 3.000 profesionales especializados, incomparable con el resto de competidores. En cuanto a valoración, cotiza en línea con el mercado, pero con un perfil de crecimiento significativamente superior (algo superior al 8 % para los próximos años), lo que creemos que nos permite construir una posición con bastante margen de seguridad.

Con todo lo anterior, el fondo cuenta con una posición en liquidez del 6 %, algo por encima del promedio de los últimos meses. Asimismo, el número de compañías en cartera es de 38, también algo por encima de las 30-35 que mantuvo durante 2020. Por otra parte, mantiene un posicionamiento geográfico en el que destaca la sobreponderación a Europa, mientras que infrapondera significativamente en Japón y ligeramente en Estados Unidos. Por último, seguimos confortables con la construcción de cartera, especialmente en términos relativos contra el mercado. En este sentido, el retorno sobre el capital invertido es un 24 % frente al 14 % del mercado, el margen bruto es un 60 % frente al 33 % del mercado y el 50 % de la cartera cuenta con más caja en balance que deuda. Todo ello con unas valoraciones prácticamente idénticas al promedio de mercado (solo un 2 % más cara).

CI Bolsa USA, FI

El repunte de los casos de coronavirus en el centro y norte de Europa, así como la aparición de nuevas variantes potencialmente más dañinas, junto con los cuellos de botella en las cadenas de suministro, provocan una ralentización de la actividad en ciertas industrias. Al mismo tiempo, la falta de mano obra cualificada y el aumento de los precios de las materias primas y fletes aceleran la inflación por encima de lo esperado durante los últimos meses. En este entorno, las expectativas de la Reserva Federal respecto a la inflación se sitúan por encima de su objetivo a medio plazo, aunque a niveles tolerables. Así, durante la última reunión el pasado noviembre, reiteró el mensaje de transitoriedad.

En este contexto complejo, el objetivo del fondo sigue intacto: identificar compañías con modelos de negocio sólidos que cuenten con ventajas competitivas duraderas, que sean 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, en el que buscamos un endeudamiento reducido o controlado y en el que la gestión de la asignación de capital es clave para tener una visión financiera global de la compañía. En el 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, el coste de cambio, la ventaja de costes, las patentes o poder de marca, entre otros. También incorporamos en el proceso de inversión el análisis de factores extrafinancieros, apostando por un crecimiento de beneficios de calidad, predecible y estable que favorezca un crecimiento estructural sostenible. Como consecuencia de lo anterior, el CI Bolsa USA, FI, cuenta con la máxima calificación de sostenibilidad por Morningstar, reconociendo así la calidad en las métricas ASG de las compañías en las que invierte y la excelencia en la gestión de sus riesgos y oportunidades de ASG.

Bajo estas premisas, las operaciones realizadas durante 2021 se han focalizado en mantener un equilibrio entre posiciones defensivas con poder de fijación de precios y posiciones más cílicas que eventualmente podrían verse más favorecidas en un entorno de recuperación económica y mayor inflación esperada. Actualmente, la cartera se encuentra concentrada a través de 30 compañías líderes, siendo las mayores posiciones del fondo compañías de gran capitalización que están relacionadas con el consumo cíclico, tecnológico, sanitario y financiero; mientras que compañías de servicios públicos, energía y materiales tienen poca o nula representación en el vehículo.

De cara a 2022 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 con un crecimiento de beneficios a largo plazo esperado de doble dígito, con deuda reducida en sus balances y con retornos superiores a los del mercado. Finalmente, seguimos abogando por un posicionamiento de sobreponderación en el activo, a través de estrategias equilibradas por factor y capitalización bursátil, soportado por i) los paquetes de estímulo fiscal y, finalmente, ii) aunque se espera que el crecimiento de los beneficios por acción y ventas se estabilice se estima que se mantendrán por encima de los niveles tendenciales.

Finalmente, adjuntamos la evolución de la gama de fondos de gestión activa de Caja Ingenieros Gestión a fecha 26 de noviembre de 2021.

MONITOR DE FONDOS PROPIOS

FONDOS DE INVERSIÓN	RENT.MES	RENT.2021	RENT.12 MESES	RENT.3 AÑOS anualiz.	RENT.5 AÑOS anualiz.	VOLATILIDAD	INDICADOR DE RIESGO
CAJA INGENIEROS GLOBAL, FI	-0,85%	20,15%	20,89%	15,84%	11,17%	10,27%	6
CAJA INGENIEROS IBERIAN EQUITY, FI	-3,83%	2,43%	4,39%	1,59%	4,50%	11,46%	6
CAJA INGENIEROS BOLSA EURO PLUS, FI	-2,50%	16,79%	20,37%	10,32%	7,79%	13,05%	6
CAJA INGENIEROS BOLSA USA, FI	0,96%	24,97%	26,85%	15,45%	10,45%	12,62%	6
FONENGIN ISR, FI	-0,12%	3,81%	3,68%	1,65%	0,92%	2,82%	3
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR, FI	-0,45%	13,70%	15,22%	11,38%	-	6,62%	5
CAJA INGENIEROS ODS IMPACT, ISR	-1,17%	4,10%	4,65%	-	-	5,60%	4
CAJA INGENIEROS RENTA, FI	-0,92%	16,33%	18,97%	4,07%	3,34%	9,39%	5
CAJA INGENIEROS EMERGENTES, FI	-3,20%	1,05%	1,47%	15,69%	10,10%	16,24%	6
CAJA INGENIEROS GESTION ALTERNATIVA, FI*	0,41%	2,68%	2,99%	2,70%	0,64%	1,81%	3
CAJA INGENIEROS GESTION DINAMICA, FI*	0,70%	6,25%	6,95%	3,32%	0,38%	2,63%	3
CAJA INGENIEROS FONDOTESORO CP, FI	0,10%	-0,76%	-0,83%	-0,45%	-0,54%	0,28%	1
CAJA INGENIEROS PREMIER, FI	0,22%	-0,68%	-0,83%	0,71%	0,10%	0,99%	2

Clases A

* Fuente CI Gestión, CI Vida. Última actualización: 26 de noviembre del 2021

(*) Datos a 25 de noviembre del 2021

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 GESTIÓN 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.cajaingenieros.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 GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDITO, 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 GESTIÓN, S.G.I.I.C., S.A.U. *All rights reserved.*