

Fons CE Gestió. Visió i posicionament en el context actual

10 de juny de 2021

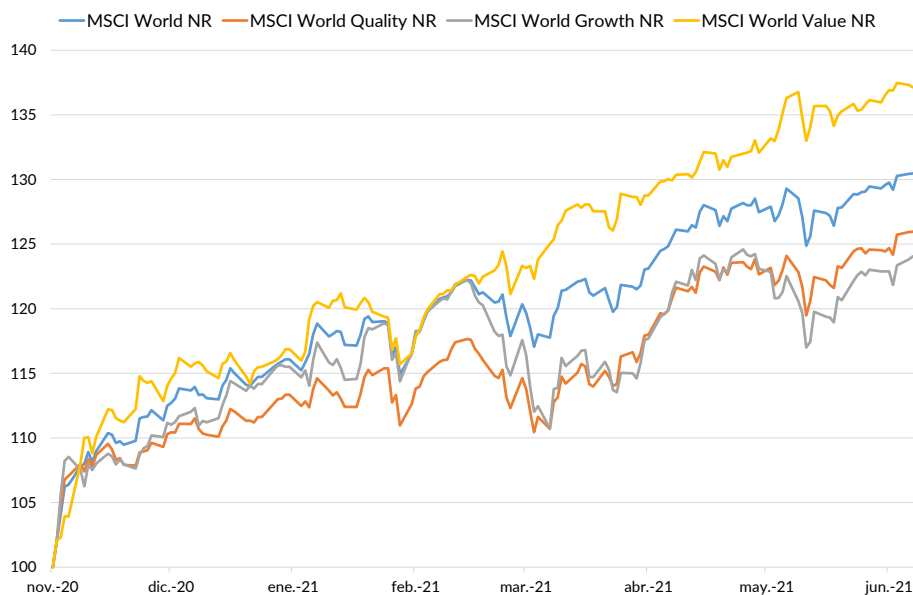
Després d'un any tan convuls com va ser el 2020 a conseqüència de la irrupció de la pandèmia, el 2021 s'ha presentat igualment complicat a causa dels desafiaments que es presenten fruit d'una recuperació més vigorosa del que anticipava el mercat. L'objectiu d'aquesta nota és tractar d'**oferir visibilitat sobre el posicionament** dels diferents vehicles de Caixa Enginyers Gestió en un context d'incertesa, així com **entendre quines seran les claus a tenir en compte** en el futur.

En tractar de desgranar les variables que han tingut major impacte en els principals índexs de renda variable, trobem dos factors que destaquen per sobre de la resta: (i) el rebot dels sectors cíclics i de l'estil d'inversió popularment conegut com Value i (ii) l'increment de les expectatives d'inflació.

Rebot dels sectors cíclics i de l'estil d'inversió Value

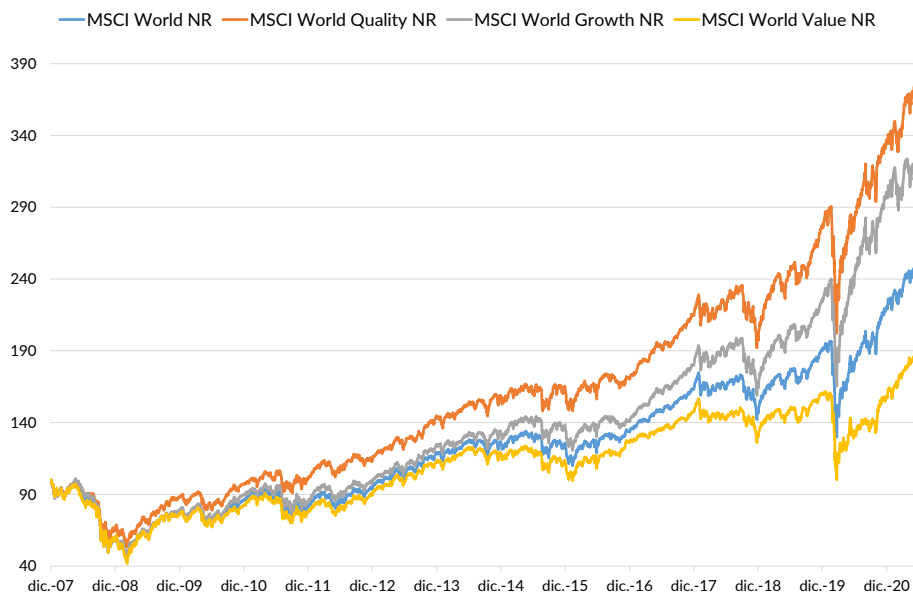
Com ja és ben conegut, **els primers compassos de la recuperació econòmica després de l'aparició de la vacuna han estat vertiginosos**. Els PMIs del sector manufacturer alemany i nord-americà -un dels principals indicadors de la situació industrial als països desenvolupats- es troben en el rang superior de les últimes dècades després de les abruptes caigudes esdevingudes després de la irrupció de la pandèmia. I el mateix succeeix amb la majoria d'indicadors d'activitat i de sentiment econòmic. La combinació entre major acceleració esperada pel costat de la demanda i cadenes de subministraments ajustades pel costat de l'oferta està produint **colls d'ampolla** en la majoria d'indústries, les quals eventualment es veuen amplificades per esdeveniments climàtics (veure nota: [link](#)).

En aquest entorn de forta recuperació, **els sectors cíclics han tingut un rendiment molt superior al del conjunt del mercat** des que a mitjan mes de novembre de l'any passat s'anunciés el descobriment de la vacuna contra la Covid-19.



Font: Bloomberg

No obstant això, malgrat l'excel·lent comportament durant els últims mesos, mereix tenir en compte que les companyies cíclics tenen un component més volàtil i menys resilient donada la seva naturalesa i, per tant, en entorns de feblesa econòmica generen un menor rendiment al llarg dels cicles econòmics, tal com s'ha demostrat durant l'última dècada:

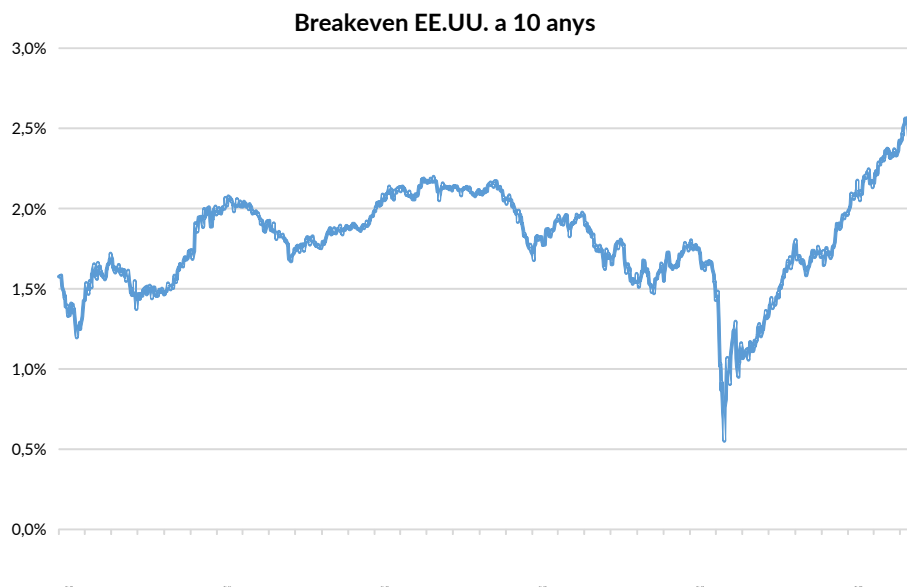


Font: Bloomberg

Increment de les expectatives d'inflació

Tal com es va exposar en la nota publicada el passat 23 de febrer ([enllaç](#)), en la qual tractem d'explicar què és la inflació i les seves repercussions en l'economia, un dels grans temors per part dels diferents agents financers és el possible ressorgir d'aquesta i les seves possibles

implicacions econòmiques i financeres després de la implantació de polítiques fiscals i monetàries expansives.



Generalment, la inflació augmenta quan el creixement econòmic s'accelera i, per tant, **les companyies més associades al cicle econòmic són les més beneficiades en un entorn d'increment generalitzats de preus**. Això és així tant des d'una perspectiva tant de model de negoci (a causa de la correlació positiva amb l'evolució del PIB que aquests presenten) com per la repercussió de la inflació en els comptes de resultats (els ingressos de sectors com el de Materials Bàsics augmenten en traslladar els increments en el preu de les matèries primeres mentre que uns altres com el sector Financer es veu beneficiat per les expectatives de pujades en els tipus d'interès que es tradueixen en les corbes de tipus d'interès).

A més, **un increment generalitzat dels preus afecta negativament a les valoracions d'aquells models de negoci poc volàtils i/o predictibles** (com els que conformen la major part de les carteres de Caixa d'Enginyers Gestió) ja que la major part del seu valor present és derivat dels fluxos d'efectiu esperats en el futur. Per tant, un increment dels tipus d'interès (conseqüència de l'actuació que solen dur a terme els bancs centrals amb l'objectiu de controlar una inflació excessivament elevada) devalua el valor d'aquests fluxos en ser descomptats fins al moment present a un tipus d'interès superior.

Si bé **els tipus d'interès de referència continuen en nivells moderats**, el mercat s'ha avançat a un possible increment d'aquests fruit dels temors relacionats amb una pujada descontrolada en el nivell general dels preus del conjunt de béns i serveis.

Durada de les carteres

En aquest entorn, en Caixa d'Enginyers Gestió treballem el concepte que hem encunyat com a **"durada de les carteres de Renda Variable"**. Sense ànim d'entrar en tecnicismes, la durada de les carteres està correlacionada amb la valoració del conjunt del portfoli: una valoració mitjana elevada implica una major durada. I una major durada –igual que succeeix amb la renda fixa-

implica un major impacte negatiu en el cas que es produeixi un increment dels tipus d'interès de referència.

No obstant això, a pesar que a causa dels temors del mercat en relació a la inflació puguin impactar de manera negativa la valoració de les nostres companyies en el curt termini, **és necessari analitzar què succeirà a mig i llarg termini per a poder entendre el posicionament de Caixa d'Enginyers Gestió**. Vegem el cas del nostre fons més representatiu en termes geogràfics: el Caixa d'Enginyers Global, ISR.

Tal com mostra la taula inferior, les recents dinàmiques de mercat explicades anteriorment en el qual el perfil de companyies cíclicques/*Value* han tingut un acompliment molt superior a la resta de mercat ha permès que la valoració del CI Global, ISR mesura en rendibilitat per flux de caixa (FCF Yield) sigui inferior a la del MSCI World Value (el seu índex de referència), cosa que no ocorria des dels últims anys. No obstant això, donat el perfil de creixement notablement superior del conjunt de les companyies que formen la cartera del CE Global, ISR, és observable com els increments a futur del flux lliure de caixa associats "abaratiran" la cartera del fons ja que els beneficis i la generació de caixa del conjunt del portfoli creixeran a major ritme que la mitjana del mercat. Per tant, **el pas del temps juga a favor del fons**.

	FCF Yield 2021	Creixement vendes2021	Creixement vendes 2022	Creixement vendes 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%

Font: Caixa d'Enginyers Gestió, Bloomberg

Aspectes qualitius

Igual que el cas del CE Global ISR, el gruix de les companyies en cartera dels diferents fons de Caixa d'Enginyers Gestió es troba invertit en **companyies de qualitat**. Aquest perfil de companyies generalment posseeix una sèrie de característiques comunes, com per exemple:

- 1) Es tracta de negocis amb una tendència estructural positiva; és a dir, són negocis capaços de fer créixer els ingressos a bon ritme. Per a això, busquem en sectors que no estiguin amenaçats, que comptin amb vent de cua i que siguin predictibles.
- 2) Fruit d'aquest creixement secular, les capacitats de reinversió en nous projectes és més elevada, generant un cercle virtuós en el futur.
- 3) Les companyies deuen amb barreres d'entrada i avantatges competitiu que protegeixin el seu model de negoci a llarg termini davant l'amenaça de la competència.
- 4) Com a conseqüència, els retorns sobre el capital emprat generalment acostumen a ser més elevats.

- 5) El consell d'administració sol estar alineat amb l'objectiu de generar valor per a totes les parts d'interès i les seves estratègies generalment incorporen objectius sostenibles de millora.
- 6) Com a conseqüència, les diferents mètriques ESG de les companyies han de ser superiors, la qualificació ISR ha de ser elevada i no poden comptar amb controvèrsies Molt severes.

A continuació, veurem com es trasllada tot això en números.

	Creixement de les vendes 2015-2020	ROE	Rendibilitat del dividend	Marge operatiu	Deute Net / EBITDA	EV / EBITDA
CE Emergentes	27%	20%	1,3%	22%	-2,1x	31,0x
MSCI Emerging Market	18%	16%	2,2%	15%	0,7x	31,9x
CE Global ISR	14%	40%	1,5%	26%	0,5x	23,4x
MSCI World	2%	10%	2,1%	11%	1,3x	15,4x
CE Borsa USA	7%	28%	1,3%	17%	0,8x	18,1x
S&P 100	14%	40%	1,9%	21%	0,8x	25,3x
CE Borsa Euro Plus	10%	15%	1,0%	14%	0,5x	19,1x
Bloomberg Europe 500	-2%	6%	2,5%	8%	1,9x	10,9x
CE Iberian	9%	7%	1,3%	11%	2,7x	29,3x
Ibex 35	3%	negativo	2,3%	8%	4,9x	24,7x
CE Renta	15%	12%	1,4%	23%	2,0x	19,2x
Bloomberg Europe 500	-2%	6%	2,5%	8%	1,9x	10,9x
CE Environment ISR	12%	37%	1,5%	24%	0,8x	23,4x
MSCI World	2%	10%	2,1%	11%	1,3x	15,4x
CE ODS Impact ISR	13%	11%	1,6%	13%	2%	16,52x
MSCI World	2%	10%	2,1%	11%	1,3x	15,4x
Fonengin	7%	26%	2,1%	25%	1,1x	21,3x
Dow Jones Sustainability World Enlarged	8%	22%	2,1%	21%	1,3x	21,2x

Font: Caixa d'Enginyers Gestió

Com pot observar-se en l'anterior taula, **el perfil qualitatiu del conjunt de carteres de renda variable del Grup Caixa d'Enginyers (fonamentals de la cartera) és clarament superior a la dels índexs comparables** en termes de creixement, marges, rendibilitat, capacitat de reinversió i endeutament.

Com és lògic, aquest perfil de companyies cotitza amb unes valoracions més exigents que les del conjunt del mercat, si bé la diferència s'ha estret durant els últims mesos com hem vist en el cas del CE Global ISR. Per això, avui dia, lluny de sobrepagar per uns factors fonamentals superiors, la prima amb la qual històricament cotitzen aquestes companyies s'ha reduït dràsticament, la qual cosa possibilita que **la seva sostenibilitat ja no sigui tan dependent de factors exògens** com per exemple les polítiques monetàries dels bancs centrals, havent-se generat un equilibri més atractiu del que per exemple ens enfrontàvem a inicis de 2021.

Conclusions

El conjunt de companyies que conformen els vehicles de Caixa d'Enginyers Gestió estarà compost per companyies d'alta qualitat amb un fort component ASG. El compromís del Grup amb la Inversió Socialment Responsable afecta a tots els sectors i factors que componen els nostres fons d'inversió. En aquest entorn, l'objectiu és aprofitar les oportunitats fruit del canvi en el paradigma de model de negoci (descarbonització, economia circular, gestió dels recursos, etc.) i de gestió de riscos (ambientals i socials) per a posicionar les carteres davant qualsevol mena d'escenari.

Els esdeveniments succeïts des de l'aparició de la vacuna -el rebot dels sectors cíclics i de l'estil d'inversió popularment conegut com Value juntament amb l'increment de les expectatives d'inflació i els hipotètics canvis en matèria de política monetària- no han beneficiat especialment a les companyies amb millors fonamentals en el que portem de 2021. Els reptes als quals s'enfronten les economies i el seu teixit empresarial continuen sent certament reptadors i en la capacitat de gestió dels seus dirigents radicarà la clau per a evitar descontrol en les variables macroeconòmiques (i posteriorment microeconòmiques) clau.

La nostra visió macroeconòmica en el seu conjunt es manté alineada amb la dels principals bancs centrals perquè **el nostre escenari central indica que els repunts de la inflació durant el 2021 seran temporals** ja que considerem que a llarg termini les tendències estructurals deflacionistes -tecnologia, demografia, deute i globalització entre altres - continuessin sent presents en el futur. Si bé som conscients que la taxa d'inflació durant aquest any serà inusualment elevada fruit de l'efecte base produït per la pandèmia juntament amb els colls d'ampolla provocats per la reactivació macroeconòmica, considerem que a mig termini els nivells d'inflació s'haurien de mantenir en nivells moderats (principalment a Europa) a tenor dels comentaris dels principals bancs centrals com la Reserva Federal com el Banc Central Europeu i, encara que mantindran les seves polítiques de manera acomodaticia, aquesta hauria de mantenir una menor intensitat. Si es produeix tal entorn, una vegada se solucionin els colls d'ampolla pel costat de l'oferta i es vagi digerint la demanda retardada, l'entorn tornarà a ser procliu per al gruix de companyies que compten entre el seu haver alguns dels factors de qualitat descrits anteriorment.

Per això, des de Caixa Enginyers Gestió mantindrem el focus en l'equilibri de les carteres amb l'objectiu de **continuar navegant en aquest entorn ple de reptes de la forma més reeixida possible**, sense perdre de vista el nostre objectiu de protegir el patrimoni dels partícips i amb la voluntat de compondre el capital en el llarg termini a través d'una aproximació socialment responsable.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, a la data d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé, CAIXA ENGINYERS GESTION no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals existeixi informació addicional en documentació separada, incloent el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per a poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, en qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers a què es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTION, S.A.O. en la seva condició d'emissor de l'informe, així com de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS, S. COOP. DE CRÈDITO, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. L'inversor deu, així mateix, tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions, no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni fins i tot citant les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.