



Fons CE Gestió. Visió i posicionament en el context actual

29 de novembre de 2021

2021 arriba a la seva fi deixant enrere un bon any per als actius de risc de manera general. La recuperació econòmica i les polítiques monetàries laxes han continuat afavorint l'apetència cap al risc dels inversors. No obstant això, uns quants són els focus que durant les últimes setmanes han estat capitalitzant la preocupació dels inversors: els forts augments en els nivells de preus i l'aparició d'una nova variant de la COVID-19 potencialment perillosa.

De la por a la inflació...

Malgrat els reiteratius missatges dels principals bancs centrals sobre la transitorietat en els nivells de preus que s'estan experimentant en l'actualitat, la veritat és que tant els indicadors avançats com les dades coincidents disten molt dels intervals en els quals els banquers se senten còmodes sobre la base dels seus mandats de gestió en polítiques monetàries. Per això, encara que recordem que uns nivells d'inflació moderats són saludables, en casos extrems donen com a resultat un perjudici per a l'esdevenir econòmic en tant que redueixen el valor dels estalvis i dels salaris, resten competitivitat als productes i serveis i incrementen la inseguretat financera, entre d'altres.

Adicionalment, nivells d'inflació més grans requeririen un grau més petit de suport monetari pel costat dels bancs centrals, atès que les economies tindrien un funcionament més "normal", fet que, entre altres coses, implicaria un enduriment de les condicions financeres i, per tant, menys atractiu dels actius de risc, especialment d'aquells amb més durada com, per exemple, els bons de llarga durada o les accions d'estil creixement. Per això, els preus dels actius més castigats durant les últimes setmanes han estat precisament aquests dos costats de l'espectre de mercat.

... al fort repunt dels contagis i al descobriment d'una nova variant

A més a més, cal afegir-li recentment el fort increment de contagis per COVID-19 en determinats països, especialment a la Xina i al nord i centre d'Europa, mostrant estadístiques certament preocupants que superen en magnitud l'impacte de l'anterior variant delta. En aquesta línia, el descobriment d'una nova variant denominada B11529, amb procedència *a priori* sud-africana, va desencadenar el nerviosisme en els mercats financers a causa de les caigudes, per exemple, en els principals índexs de renda variable o altres mercats de matèries primeres. La principal preocupació en aquesta nova variant és el seu avantatge o competitivitat.

Així, quan variants anteriors necessitaven entre 50 i 100 dies per contagiar una part significativa de la població (variants delta i beta, respectivament), els primers estudis mostren que B11529 podria necessitar només 30 dies per assolir aquesta fita. Les primeres explicacions apunten cap a l'elevat nombre de mutacions i al fet que aquestes incorporen dues de les mutacions més perilloses al mateix temps.



I en tant que els antivirals no tenen incidència efectiva sobre aquesta mutació, caldria el desenvolupament de noves molècules per poder lluitar enfront d'aquesta. Mostra d'això és el fet que les autoritats de l'OMS ja consideren la B11529 com una "variant preocupant".

En aquest sentit, portaveus d'un dels principals productors de vacunes contra la COVID-19, la nord-americana Pfizer, ja s'han afanyat a constatar que caldrien aproximadament uns 100 dies des del moment en què es va iniciar la recerca de la seqüenciació fins que es posa en producció. Tot i que és una xifra realment sorprenent per la rapidesa que suposaria, les repercussions en les restriccions als moviments socials, com ja s'estan afanyant a implementar en països com la República Txeca, serien de nou fatídiques des d'un punt de vista exclusivament econòmic.

Entorn de mercat complex

Malgrat que encara podria semblar prematur extreure conclusions sobre l'impacte de l'empitjorament marginal en la situació del virus, sembla raonable prendre una certa perspectiva en l'anàlisi dels moviments actuals. Com a continuació als moviments experimentats durant la part final de 2020, especialment arran del descobriment de les vacunes, els preus dels actius de risc experimenten fortes revaloracions del començament d'any ençà. Com a mostra d'això, l'índex nord-americà d'accions S&P 500 acumula una alça de pràcticament el 23 % l'any, mentre que, a Europa, l'índex Euro Stoxx 50 acumula una rendibilitat del 16 %. De manera recíproca, el conjunt de matèries primeres, des de les industrials fins a les agrícoles, també han experimentat fortes revaloracions des dels nivells aconseguits l'any anterior.

A pesar que els fonamentals econòmics (i corporatius) han millorat visiblement, el fort increment de les cotitzacions han estret les valoracions dels actius, i la falta de volatilitat en el mercat ha estat la tònica de 2021. Per això, notícies marginalment negatives i no descomptades *a priori* pel mercat, com el fort augment de la inflació o l'aparició de la nova variant, estan incidint de manera significativa en les cotitzacions dels actius.

Encara que les perspectives continuen sent positives per als pròxims mesos, els actuals episodis de mercat augmenten la probabilitat de complicar l'escenari a futur, per la qual cosa es posa de manifest la necessitat de mantenir un equilibri en la configuració de les carteres. Per això, considerem que és un bon moment per actualitzar el posicionament de les nostres carteres.



Fons Renda Fixa

CE Fondtesoro Curt Termini, FI

Atès l'actual entorn de mercat en el qual l'univers d'alternatives per al fons és reduït, el fons es manté posicionat d'una manera conservadora, amb elevats nivells de liquiditat i una exposició a crèdit molt selectiva, instrumentalitzada a través d'emissions el binomi rendibilitat/risc de les quals es considera atractiu per l'equip de gestió. L'objectiu és combinar una cartera nucli amb emissions del govern espanyol amb una cartera satèl·lit corporativa que permeti millorar les prestacions de la cartera i eviti penalitzar excessivament a través d'emissions els rendiments de les quals es troben en marcat territori negatiu.

Això reverteix en una cartera amb una qualitat creditícia mitjana molt elevada, concretament A segons S&P, totalment d'acord amb el ràting d'Espanya. En l'actualitat, no existeix posició en cap emissor/emissió amb ràting inferior a A-.

Atès el seu posicionament conservador i el punt de partida de la corba de tipus, la TIR actual del fons és del -0,26%, significativament superior als rendiments oferts per les lletres espanyoles amb venciment 1 any la TIR de les quals es troba actualment en -0,62%. Finalment, la durada actual se situa prop de l'any, cosa que pràcticament elimina el risc de durada.

CE Premier, FI

El fons manté un biaix conservador, amb una combinació entre liquiditat i emissions corporatives seleccionades després d'un rigorós procés d'anàlisi fonamental i que presenten un perfil atractiu en termes de retorn ajustat per risc en l'entorn actual de tipus d'interès.

Malgrat la recent volatilitat en les diferents corbes de tipus d'interès, els nivells de liquiditat no s'han vist alterats s'han situat en nivells pròxims al 10 % del patrimoni del fons. Continuem considerant la renda fixa corporativa com el principal contribuïdor de l'estratègia en presentar uns fonamentals corporatius sòlids i una bona dinàmica tècnica, que haurien de continuar oferint suport a les valoracions en els nivells actuals.

No obstant això, a diferència d'episodis anteriors, el gran focus d'atenció ha virat cap a la sostenibilitat en els rendiments de les corbes de tipus d'interès, especialment a causa de les preocupacions sobre les fortes alces en les inflacions. Pel fet que l'asimetria que presenta aquesta part del mercat és més negativa, el fons es posiciona amb durades curtes, a les quals, a més, els cal sumar cobertures i l'efectiu per poder aprofitar els forts moviments que es puguin originar en el futur.

Revisant la resta de vectors de retorn per a la cartera, s'hi han reduït fortament les exposicions en deute emergent, per la complexitat en la seva lluita enfront del virus i l'entorn poc favorable per l'inici del *tapering* als EUA i l'apreciació del dòlar, i bàsicament s'estructuren a través de noms sòlids amb emissions en divisa forta (euro i dòlar). Addicionalment, el fons compta amb una exposició raonable a dòlar i una exposició més residual a lliures esterlines atesos els diferents punts en els seus cicles monetaris. Després del fort treball efectuat recentment, el pes dels bons amb característiques ISR dins de la cartera ascendeix al 27 % del patrimoni del fons.

Fruit de l'evolució del mercat, la TIR de la cartera s'ha continuat reduint durant l'inici de l'any, si bé encara ofereix valor en l'actual context en rendir un 0,38 % amb un ràting mitjà de BBB+, significativament superior als rendiments oferts per la corba *swap* a 3 anys la TIR de la qual es troba en el -0,27 %, i una durada prop dels 3 anys i mig sense comptar cobertures. A través de l'anàlisi corporativa detallada de les diferents emissions en cartera, estem convençuts de l'atractiu de la cartera des del punt de vista corporatiu, encara que és necessari considerar que el punt de partida de la corba de tipus d'interès continua ancorat en mínims.



Fons Retorn Absolut

CE Gestió Alternativa, FI

La filosofia del fons continua sent prudent a curt termini, protegint el capital davant les adversitats que puguin sorgir tenint en compte el límit de volatilitat del 4 %. Per això, recentment hem introduït diferents cobertures, com el VIX, l'or i dues de les divises refugi per excel·lència, el dòlar i el ien. A més de tenir una posició folgada en liquiditat del 18 %.

La part *core* de la cartera és la renda fixa, en la qual principalment són emissions corporatives europees d'alta qualitat creditícia, encara que també comptem amb bons verds i bons flotants, ja que tenen una baixa sensibilitat a les pujades de tipus d'interès. Durant les últimes setmanes, hi hem anat incorporant estratègies alternatives, que ja en representen el 15 %, a través d'estratègies sistemàtiques, *merger & arbitrage* i rèplica d'índex de *hedge funds*, en el qual aconseguim un control de la volatilitat gràcies a la seva reduïda exposició al risc de mercat, però sense renunciar a un retorn positiu via explotació d'ineficiències del mercat. Finalment, la nostra exposició a renda variable és del 7,5 % en companyies líders en sostenibilitat i en companyies que impulsen l'economia circular.

Ens hem d'acostumar a conviure amb més volatilitat en la majoria d'actius financers per la incertesa generada pel virus. De moment, continuarem amb la nostra visió prudent en renda variable preferint companyies líders en sostenibilitat. En l'entorn actual de tipus d'interès és complicat generar valor en renda fixa; tot i així, busquem oportunitats en determinats nínxols del mercat de bons.

CE Gestió Dinàmica, FI

La filosofia del fons continua sent prudent a curt termini, amb un objectiu de protecció de capital aprofitant les oportunitats que puguin sorgir tenint en compte el límit de volatilitat del 8 %. Per això, recentment hi hem introduït diferents cobertures, com el VIX i dues de les divises refugi per excel·lència, el dòlar i el ien. A més de tenir una posició folgada en liquiditat del 9 %.

De moment, continuem preferint assignar gran part del nostre posicionament, aproximadament del 30 %, a estratègies alternatives *market neutral*, fons sistemàtics o fons de volatilitat, que ens permeten modular la nostra exposició al risc, però sense renunciar a un retorn positiu via explotació d'ineficiències del mercat. Respecte a la renda fixa, l'entorn continua sent complex i no descartem que es produeixin ampliacions en els diferencials de crèdit; per això, preferim les emissions corporatives. La nostra exposició a matèries primeres ens permet tenir una certa protecció davant repunts inflacionistes. Finalment, la nostra exposició neta a renda variable és del 20 % diversificat en fons amb estratègies ISR i buscant una cartera balancejada a nivell d'estils *value* i *growth* que ens permeti tenir exposició a la millora del cicle econòmic i empreses de qualitat.

Ens hem d'acostumar a conviure amb més volatilitat en la majoria d'actius financers per la incertesa generada pel virus. De moment, continuarem amb la nostra visió prudent en renda variable preferint companyies líders en sostenibilitat. En l'entorn actual de la renda fixa és difícil poder generar valor davant aquest escenari tan complex; per això, continuarem explorant alternatives que ens ajudin a diversificar l'exposició a un possible repunt de tipus d'interès.



Fons Mixtos

Fonengin ISR, FI

La filosofia d'inversió del fons prossegueix prevalent l'adequada selecció de companyies com a font de generació de valor, així com la integració de factors ASG en l'anàlisi. Durant les últimes setmanes, amb els primers anuncis de noves restriccions a Europa per una deterioració en la gestió de les dades pandèmiques per COVID-19, es va modular lleugerament l'exposició per factors de la cartera de renda variable. D'aquesta manera, es va incrementar el pes en companyies de qualitat els models de negoci de les quals són percebuts com a "guanyadors" en un entorn com l'actual (Microsoft, Amgen, Novo Nordisk, Kimberly-Clark), mentre que es va reduir en companyies amb un pes rellevant, encara que no significatiu, en temàtiques més associades al cicle (Amadeus, Allianz). Paral·lelament, la interpretació d'una escassa percepció de risc per part del mercat ens va portar a accionar algunes cobertures en volatilitat dies abans de la jornada del divendres 26 de novembre, fet que va possibilitar la meritació d'unes primes realment atractives. Així, les correccions en renda variable que vam veure durant l'últim quart del mes de novembre van permetre començar a reconstruir de manera prudent algunes estratègies d'opcions *put* venudes de posicions en cartera amb l'objectiu d'acumular en aquestes en cas de caigudes més grans. Precisament, l'absència de volatilitat i el feble equilibri rendibilitat-risc ens havien mantingut fora d'aquesta mena d'estratègies des de pràcticament el període estival, possibilitant el fort repunt de les volatilitats una notable millora en aquest epígraf. Finalment, després de diversos mesos de monitoratge i seguiment del comportament fonamental i de mercat de la classe d'actiu, comencem a construir en renda fixa global *High Yield* entenent que els diferencials de crèdit comencen a ser una mica més atractius.

En termes de posicionament, la cartera de renda variable es troba moderadament concentrada a través de la inversió en 35 companyies amb un fort biaix a mercats desenvolupats i, especialment, a corporacions radicades a Europa, com a conseqüència del fet que les prestacions en termes de medi ambient, socials i de governança corporativa tenen un grau més alt d'implantació i progrés respecte, per exemple, a les seves homòlogues nord-americanes. Quant a la composició de la cartera, aquesta manté un biaix cíclic si la comparem amb el seu posicionament històric, si bé, amb les decisions d'inversió més recents, aquest biaix s'ha atenuat. Mentre el quadre macro no sofreixi una alteració significativa en termes de perspectives a mitjà termini, sigui per l'esdevenir sanitari, monetari o fiscal, mantindrem una configuració de cartera en la qual els negocis de qualitat i/o creixement continuaran constituint-ne el gruix (2/3) i la resta romandrà orientada a bons negocis però amb més component cíclic o bé on estimem que hi ha més infravaloració per part del mercat. Tot això amb l'objectiu de mantenir un posicionament amb una aproximació adequada per generar rendibilitats ajustades a risc atractives a mitjà i llarg termini.

Respecte a la cartera de renda fixa, l'objectiu continua sent la preservació de capital en un entorn complicat i en els últims mesos s'ha elevat moderadament la durada de la cartera de comptat fins a aproximadament 4,0. Aquest increment s'ha centrat fonamentalment en la cartera corporativa, nucli de la inversió en l'actiu, en la qual hem aconseguit trobar alguns racons de valor, encara que a un termini més llarg del que *a priori* haguéssim dibuixat. Per aquest fet i mantenint l'apetència pel risc de crèdit respecte al risc de tipus d'interès, hem implementat de manera tàctica una cobertura de durada a través de corba de tipus alemanya, en la qual considerem que s'està posant en preu un escenari excessivament negatiu, cosa que ens dona una durada incloent-hi cobertures de 3,0, situant-nos lleugerament per sota del *benchmark*. Així, continuarem monitorant amb especial atenció moviments erràtics a curt termini que generin oportunitats d'inversió atractives a llarg termini.



CdE Impact ODS ISR, FI

El CdE Impact ODS ISR inverteix en aquelles companyies els productes o serveis de les quals tinguin un impacte directe en els 17 Objectius de Desenvolupament Sostenible, posant-hi èmfasi en tres: ODS 4-Educació de qualitat; ODS 6-Aigua neta i sanejament; i ODS 9-Indústria, innovació i infraestructures. A més, les empreses en cartera han d'atresorar que són líders en el seu sector i que compten amb sòlids models de negoci, balanços sanejats, forta generació de caixa i un equip directiu diligent al capdavant.

En termes de posicionament, la cartera de renda variable compta amb 32 companyies. Les principals posicions del fons són companyies industrials, tecnològiques i farmacèutiques. En aquest últim grup, a més de corporacions farmacèutiques pures, durant el transcurs de l'any hem augmentat exposició a empreses amb una part del seu negoci focalitzat en el control de la qualitat de l'aigua i la protecció dels recursos hídrics com, per exemple, Thermo Fisher, Agilent Technologies i IDEXX Laboratories. D'altra banda, recentment hem reduït l'exposició en companyies d'*edtech*, terme amb el qual es fa referència a totes les solucions relacionades amb l'educació en línia, ja que observem una desacceleració en les inscripcions a causa de més oportunitats d'ocupació. Finalment, hem introduït ETF de gran i mitjana capitalització amb elevades prestacions ASG dins del segment Valor per tal de cobrir parcialment la durada més gran de la cartera.

Sobre la cartera de renda fixa, el fons mantindrà una durada mitjana en un entorn en el qual els tipus d'interès són persistentment baixos i les polítiques monetàries molt acomodaticies, però amb aparença de virar a curt i mitjà termini, fet que posa en alerta la gestió de la durada i l'exposició a risc de tipus d'interès després d'anys de baix risc i velocitat de creuer en aquest punt. Per això, la preferència continuarà sent el risc de crèdit a través d'emissors amb sòlida qualificació creditícia i capacitat contrastada de generar flux de caixa.

De cara al 2022 mantindrem la disciplina per tractar d'identificar aquells negocis que ajuden a abordar o generen un impacte positiu en els 17 Objectius de Desenvolupament Sostenible. Amb tot, la cartera cotitza amb valoracions raonables amb un creixement de beneficis a llarg termini esperat de doble dígit, amb deute reduït en els seus balanços i retorns superiors als del mercat. Finalment, creiem que la composició de la cartera presenta la suficient diversificació perquè el fons sigui capaç de superar possibles moments d'incertesa sense minvar el creixement futur del vehicle.

CE Renda, FI

El CE Renda, FI, està format per tres subcarteres: renda variable (pes actual 60 % sobre el total de patrimoni), cartera immobiliària (15 %) i renda fixa (20 %), sent-ne el romanent (5 %) caixa. Quant a la subcartera de renda variable, està posicionada en companyies de màxima qualitat, amb uns clars avantatges competitiu i barreres d'entrada i amb un perfil de creixement (mitjana estimada 2021-2023 del 14,3 %) notablement superior al del conjunt del mercat europeu (5,0 %). A més, el perfil de companyies en cartera té poder de fixació de preus i una baixa necessitat d'inversió en béns de capital, per la qual cosa, en un entorn inflacionari, oferiran un millor rendiment operatiu que la mitjana d'empreses que formen el seu índex de referència. A més, són companyies amb un baix perfil cíclic, per la qual cosa, en un entorn de ressorgiment en el nombre de casos positius per coronavirus, la cartera oferirà un rendiment superior al del *benchmark*. Els retorns sobre el capital invertit de les companyies que formen el fons són un 144 % superiors en agregat, els marges operatius són un 87 % superiors i el nivell de palanquejament en termes DN/EBITDA és un -89 % inferior al del conjunt del mercat.

La subcartera immobiliària, formada per cinc REIT i una companyia íntimament lligada al cicle immobiliari (Assa Abloy), està posicionada per beneficiar-se de tendències conjunturals i estructurals. Començant per les tendències conjunturals, el portafolis immobiliari veurà millorats els seus resultats



gràcies a la demanda latent després dels estralls causats per la pandèmia durant l'any passat i la consegüent recuperació econòmica, parcialment impulsada pels extensos plans d'incentiu fiscal i la seva repercussió en el desenvolupament d'infraestructures. D'altra banda, la subcartera immobiliària es nodreix de tendències a llarg termini com són l'auge del *cloud* (Keppel DC), el desenvolupament logístic en l'època del comerç electrònic (SEGRO i Tritax Big Box), l'escassetat d'oferta residencial a Suècia a causa dels requisits normatius (SBB) i la necessitat per part de les empreses de localitzar les seves oficines en zones *prime* dins de les principals urbs europees (Gecina).

Finalment, la subcartera de renda fixa es troba protegida davant l'actual escenari per a aquesta tipologia d'actius. Considerem que la situació actual dels tipus d'interès en mínims, juntament amb un increment substancial de la inflació, donarà com a resultat una reversió de la política monetària amb el consegüent impacte negatiu en la valoració de la renda fixa en general. Per això, hem posicionat la cartera en el rang baix en termes de durada (3,2) de l'índex de referència (3 a 5 anys) i hem infraponderat el seu pes respecte al màxim permès pel fullet (25 %) amb l'objectiu d'aprofitar les oportunitats que es puguin anar materialitzant durant el 2022 a mesura que les polítiques monetàries dels principals bancs centrals es normalitzin.

CE Environment ISR, FI

El fons aplica un procés d'inversió centrat exclusivament en la selecció de negocis d'alta qualitat exposats a les principals tendències de creixement globals, incorporant-hi sempre estrictes criteris d'inversió ISR. Per empreses de qualitat entenem totes aquelles companyies que es caracteritzin per posseir avantatges competitius sostenibles, elevats retorns sobre el capital invertit, un model de negoci escalable, balanços sanejats (el 51 % de les posicions en cartera tenen més caixa que deute) i una elevada predictibilitat i recurrència d'ingressos i marges. En relació amb les tendències de creixement, ens referim al fet que els models de negoci s'afavoreixin dels principals reptes que afronta la societat actual, com, per exemple, l'envelliment poblacional, l'augment de la classe mitjana, la urbanització en països emergents o la digitalització i l'automatització de processos. Així mateix, se seleccionen companyies que estiguin afrontant el repte de l'eficiència energètica, que treballin en la gestió dels residus i el tractament de les aigües residuals, que estiguin involucrades en la migració cap a models de generació energètica renovable i/o que treballin en la contínua innovació tecnològica dels seus productes i processos.

Estem convençuts que l'estratègia d'inversió està ben posicionada en l'entorn d'incertesa generada per la propagació global de les noves variants del coronavirus, especialment l'òmicron. Principalment perquè el fons continua mantenint una exposició significativa als guanyadors persistents de l'automatització, la digitalització i el comerç electrònic, que novament es troben amb vent de cua per a les seves tendències, que ja per si mateixes són atractives. Així mateix, considerem que la tipologia de companyies presents en el CE Environment ISR està sortint enfortida de la situació macroeconòmica actual. Aquesta complexitat es pot sintetitzar en els següents factors: els dubtes existents en el mercat sobre la transitorietat de la inflació; la intervenció dels bancs centrals sobre aquest tema; l'escassetat de xips; i la resolució del coll d'ampolla en el transport marítim i terrestre, fet que està generant moltes dificultats en la gestió de la cadena de subministrament de les empreses.

El fons inverteix en empreses amb exposició favorable i desfavorable a aquests contratemps, però en general estem veient millors resultats dels que teníem previstos. Per exemple, l'escassetat de xips i la creixent demanda de múltiples sectors estan propiciant un auge en la demanda de l'equipament necessari per a la fabricació de circuits integrats, segment al qual tenim una important exposició directa a través d'Applied Materials i ASML Holding. D'altra banda, i malgrat que *a priori* serien perdedors davant aquesta complexitat macroeconòmica, també estem observant bons comportaments d'inversions



en segments amb exposició desfavorable. Per exemple, el fons està invertit en Accell Group, el fabricant europeu més gran de bicicletes elèctriques. Aquesta companyia està operant a menys capacitat de la desitjada per la falta de components, essencialment per l'escassetat de xips i el coll d'ampolla en el transport marítim. Malgrat això, compensa aquesta pressió en costos amb un augment de preus i amb un increment abrupte de la demanda dels seus productes, atesa la creixent conscienciació social sobre el canvi climàtic i el canvi cap a hàbits més saludables.

Amb tot això, el fons compta amb una inversió directa a renda variable del 56,5 %, d'acord amb la mitjana històrica de 55-60 %. Així mateix, el nombre de companyies en la cartera de renda variable és de 43, una mica per sobre de la mitjana de 2020, encara que amb una divergència més gran en els pesos de cada companyia, tractant d'impulsar així el retorn agregat a través d'aquelles idees en les quals tinguem més convicció. D'altra banda, el fons manté un posicionament geogràfic en el qual destaca la sobreponderació a Europa i països emergents, principalment a Àsia, mentre que infrapondera als Estats Units i al Japó. Quant al posicionament de la cartera de renda fixa, es continuarà treballant en l'estratègia actual, orientada cap als segments de més qualitat, amb biaix cap a la renda fixa corporativa i amb un perfil atractiu entre durades i TIR esperades.

Finalment, continuem confortables amb el posicionament i la construcció de la cartera, especialment en termes relatius contra el mercat. En aquest sentit, el retorn sobre el capital invertit és un 25 % enfront del 14 % del mercat, el marge brut és un 58 % enfront del 33 % del mercat i el 50 % de la cartera compta amb més caixa en balanç que deute. Tot això amb unes valoracions pràcticament idèntiques a la mitjana de mercat (només un 5-10 % més cara).

Fons Renda Variable

CE Iberian Equity, FI

Durant el 2021, l'activitat duta a terme ha anat encaminada a reforçar la solvència de la cartera i a mantenir un equilibri entre posicions defensives amb poder de fixació de preus i posicions més cícliques que eventualment podrien veure's més afavorides en un entorn de recuperació econòmica i més inflació esperada.

En particular, s'ha augmentat el pes en companyies lligades al transport com ara Ferrovial o Amadeus, en companyies lligades al cycle de petroli i serveis relacionats com ara Applus, en companyies de distribució de moda com ara Inditex i en companyies del sector financer com ara Bankinter, Catalana Occident, Línia Directa o BBVA. Addicionalment, s'han eliminat o reduït en cartera companyies amb menys visibilitat com ara Grifols, Siemens Gamesa, AENA, Corticeira Amorim o EDP Renováveis. La posició actual en liquiditat oscil·la entre el 3 % i el 5 % del patrimoni del fons, si bé no es descarta aprofitar els nivells de volatilitat per construir posicions de forma oportunista.

A conseqüència dels canvis, s'ha continuat reduint el posicionament en companyies portugueses fins al 6 %, s'ha augmentat el pes en companyies espanyoles fins al 80 % i s'ha mantingut entre un 8-10 % el pes en companyies llatinoamericanes. En termes de sectors, el fons segueix significativament infraponderat en bancs i serveis públics en els quals veiem o poc valor o falta de visibilitat, i sobreponderat en sectors com ara consum, materials, serveis de salut i IT.

Després de recuperar durant el 2021 gran part de les vendes i els beneficis perduts a causa de la pandèmia, la qüestió serà veure en quina mesura es podrà mantenir aquesta senda de cara al 2022 en endavant. A nivell particular del fons, estem convençuts del potencial subjacent de la cartera tant per la qualitat dels seus models de negoci com pel posicionament respecte a la indústria. No en va, la seva



grandària i l'espai disponible en termes financers els permetrà continuar millorant en aspectes tant financers com extrafinancers.

La cartera es manté concentrada en les 24 millors idees i cotitza amb unes valoracions raonables (PER esperat 19 vegades, i rendibilitat per dividend pròxima al 2 %) per a una cartera amb uns sòlids fonamentals (ROCE aprox. 20 %) i amb uns nivells de palanquejament moderats prop de les 3 vegades Deute net/EBITDA. En general, fins i tot en un escenari d'estrès, les companyies en cartera serien capaces de generar suficient flux de caixa operatiu per fer front als pròxims venciments de deute.

CE Emergents, FI

Malgrat que el 2020 va ser un any en el qual la renda variable emergent va obtenir un comportament superior respecte a la dels països desenvolupats, els vents de cua que van possibilitar aquest rendiment s'han tornat vents de cara. D'una banda, les polítiques monetàries ultraexpansives han començat a reduir-se, especialment als EUA. De l'altra, les polítiques de tolerància 0 en termes de gestió d'infeccions estan impossibilitant la plena recuperació en la majoria de països en vies de desenvolupament. Finalment, els nivells d'inflació, sota control durant els últims anys, han començat a ressorgir, fet que està forçant els bancs centrals a iniciar una gradual pujada de tipus d'interès, penalitzant el dinamisme econòmic intern. A tot això s'hi ha de sumar que la Xina, principal exposició tant de la cartera com de l'índex de referència, està passant per un fort procés regulador en les principals indústries estratègiques, fet que, conjuntament amb una desacceleració en el seu creixement i amb els dubtes en el sector de promoció immobiliària, està llastrant el comportament dels actius.

Dins d'un entorn complex i fruit dels canvis efectuats en cartera durant els últims anys, creiem que la cartera es troba ben posicionada per navegar en un entorn fortament disruptiu. Per això, simplement s'ha tractat d'introduir millores marginals. En termes geogràfics, principalment s'ha reduït significativament l'exposició a la Xina per la reduïda visibilitat que suposen els canvis en els fonamentals corporatius, mentre que, en termes sectorials, no s'han produït grans canvis, sent els sectors de consum, financer, tecnologia i comunicacions els que confirmen la pràctica totalitat de la cartera. La posició actual en liquiditat pivota sobre el 5 % del patrimoni del fons, si bé no es descarta aprofitar els nivells de volatilitat per construir posicions de forma oportunista.

De cara al 2022 hauríem de continuar observant una certa reversió a la mitjana en l'operativa de les companyies en tant que els països i les corporacions deixen enrere la pandèmia i tornen a la normalitat. En aquest entorn, la cartera cotitza amb valoracions raonables (PER actual 30 vegades, una rendibilitat per dividend prop de l'1%), amb un creixement de beneficis a llarg termini esperat de doble dígit alt i sense deute en els seus balanços, punt crític en un entorn d'encariment i dificultat d'accés al crèdit. Continuem considerant els països emergents com un dels universos amb més oportunitats d'inversió, si bé de forma molt selectiva.



CE Borsa Euro Plus, FI

En l'actual entorn, detectem dos grans riscos per al mercat de renda variable europeu. El primer gira entorn d'un possible repunt sostingut de la inflació que no es correspongui amb el missatge de transitorietat llançat pel Banc Central Europeu i, en conseqüència, d'un enduriment sever de les polítiques monetàries. Quant a la inflació, destacariem dos aspectes: (i) les companyies en cartera són més sòlides que el mercat en el seu conjunt tant en termes de marges com en l'escassa necessitat d'inversió en béns de capital i (ii) en la seva majoria són companyies amb poder de fixació de preus, per la qual cosa considerem que, en l'àmbit operatiu, la cartera està protegida per suportar un increment generalitzat en el nivell de preus permanent. Pel que fa a l'enduriment de les polítiques monetàries, durant els últims mesos s'ha estat realitzant l'exercici de protegir el capital a través d'una reducció dels múltiples de cotització agregats, ja sigui reduint o eliminant el pes en aquelles companyies més cares i/o considerades de llarga durada (Spotify) o incorporant exposició a sectors que puguin veure's beneficiats per un entorn d'increment dels tipus d'interès de referència (banca).

El segon risc a tenir en compte és una possible recaiguda en termes de crisi sanitària en l'Antic Continent, ja sigui per un increment en el nombre d'hospitalitzacions d'infectats de les variants ja conegudes o per l'aparició d'una nova variant que sigui parcialment o totalment resistent a les vacunes. Davant d'això, hem mantingut el posicionament en companyies de qualitat amb un perfil cíclic de mitjana baixa i inferior al de l'índex de referència (70 % CE Borsa Euro Plus vs. 80 % Euro Stoxx 50). A més, el fons es troba invertit en companyies més sòlides que el mercat en el seu conjunt i, com a conseqüència, està preparat per oferir un millor rendiment en un eventual entorn de caigudes de les vendes i els beneficis.

Els retorns sobre el capital invertit de les companyies que formen el fons són un 105 % superiors en agregat, els marges operatius són un 51 % superiors i el nivell de palanquejament en termes DN/EBITDA és un -79 % inferior al del conjunt del mercat. Per sectors, el fons es troba sobreponderat en salut (+11 % respecte al *benchmark*), tecnologia (+7 %) i serveis financers (+4 %). En canvi, el CE Borsa Euro Plus es troba infraponderat en assegurances (-5 %), en oil&gas (-5 %) i en béns industrials i d'equip (-4 %).

CE Global ISR, FI

Malgrat que la vacunació massiva en països desenvolupats ha suposat una obertura social i una manifesta millora econòmica, la situació macroeconòmica dista de la normalitat, en concret la definiríem com de gran complexitat. En concret, ens trobem en un entorn amb múltiples qüestions i incerteses, per exemple: Serà el repunt de la inflació transitori o estructural? Com actuaran els bancs centrals a curt i mitjà termini per afrontar aquesta inflació, ja sigui transitòria o estructural? Quant trigaran a descongestionar-se els colls d'ampolla del transport, que estan accentuant aquesta inflació? Es prolongarà l'escassetat de xips durant tot el 2022? Quin serà l'impacte de la variant òmicron en la nova normalitat?

Òbviament, ens encantaria tenir una bola de vidre amb les respostes a totes aquestes qüestions, i així poder prendre decisions amb més certesa, però lamentablement no en disposem d'una, ni nosaltres ni ningú. Per això, considerem que la millor manera d'afrontar aquestes qüestions, que afecten fonamentalment el curt i mitjà termini, és mantenir-se fidels a un estil d'inversió que creiem guanyador a llarg termini. Aquest estil no és cap altre que invertir exclusivament en els negocis de més qualitat del món i que, alhora, estiguin exposats a les principals tendències de creixement globals, com el comerç electrònic o la digitalització. Això sí, exigint sempre unes valoracions similars a les del mercat. D'aquesta



manera aconseguim aïllar els elements curterministes de la construcció de la cartera. En concret, considerem que és especialment significatiu l'impacte de la selecció de tendències alienes a aquestes qüestions, és a dir, tendències la dependència de les quals en les respostes a les qüestions indicades en l'anterior paràgraf siguin menys rellevants. D'aquesta manera s'aconsegueix un creixement substancialment més gran al de la mitjana del mercat, amb molt poca o cap vinculació a si existeix més o menys inflació, o si es descongessiona o no el coll d'ampolla en els ports marítims dels Estats Units.

Per exemple, una de les recents incorporacions en el fons evidencia aquesta gestió: W. W. Grainger. Es tracta d'una empresa nord-americana líder en la distribució de productes MRO, sigles que signifiquen manteniment, reparació i operacions. Principalment, els seus clients són la gran i mitjana empresa, i solen operar amb contractes de durada d'1-3 anys. El seu gran avantatge és el focus en el comerç digital/electrònic i l'excel·lent canal de distribució que posseeix, ja que li permet lliurar qualsevol comanda en menys de 48 hores. A més, compta amb un servei d'atenció al client format per més de 3.000 professionals especialitzats, incomparable amb la resta de competidors. Quant a valoració, cotitza en línia amb el mercat, però amb un perfil de creixement significativament superior (una mica superior al 8 % per als pròxims anys), fet que creiem que ens permet construir una posició amb bastant marge de seguretat.

Amb tot això, el fons compta amb una posició en liquiditat del 6 %, una mica per sobre de la mitjana dels últims mesos. Així mateix, el nombre de companyies en cartera és de 38, també una mica per sobre de les 30-35 que va mantenir durant el 2020. D'altra banda, manté un posicionament geogràfic en el qual destaca la sobreponderació a Europa, mentre que infrapondera significativament al Japó i lleugerament als Estats Units. Finalment, continuem confortables amb la construcció de cartera, especialment en termes relatius contra el mercat. En aquest sentit, el retorn sobre el capital invertit és un 24 % enfront del 14 % del mercat, el marge brut és un 60 % enfront del 33 % del mercat i el 50 % de la cartera compta amb més caixa en balanç que deute. Tot això amb unes valoracions pràcticament idèntiques a la mitjana de mercat (només un 2 % més cara).

CE Borsa USA, FI

El repunt dels casos de coronavirus en el centre i nord d'Europa, així com l'aparició de noves variants potencialment més nocives, juntament amb els colls d'ampolla en les cadenes de subministrament, provoquen un alentiment de l'activitat en unes certes indústries. Al mateix temps, la falta de mà obra qualificada i l'augment dels preus de les matèries primeres i nolis accelera la inflació per sobre de l'esperat durant els últims mesos. En aquest entorn, les expectatives de la Reserva Federal respecte a la inflació se situen per sobre del seu objectiu a mitjà termini, encara que a nivells tolerables. Així, durant l'última reunió el novembre passat, va reiterar el missatge de transitorietat.

En aquest context complex, l'objectiu del fons continua intacte: identificar companyies amb models de negoci sòlids que comptin amb avantatges competitius duradors, que siguin capaces de beneficiar-se de tendències a llarg termini i que cotitzin a preus raonables. És a dir, en el pla quantitatiu, prioritzem la selecció de companyies capaces de créixer en vendes i fluxos de caixa al llarg del temps d'una forma consistent i sostenible, al mateix temps que se n'avalua la qualitat dels beneficis. Paral·lelament, es duu a terme l'anàlisi de la fortalesa del balanç, en el qual busquem un endeutament reduït o controlat i en el qual la gestió de l'assignació de capital és clau per tenir una visió financera global de la companyia. En l'àmbit qualitatiu, tractem de fer-nos una imatge completa de l'empresa, en particular de les forces competitives que impulsen els seus retorns i protegeixin el seu model de negoci a llarg termini; això es concreta en factors com l'efecte xarxa, el cost de canvi, l'avantatge de costos, les patents o poder de marca, entre d'altres. També incorporem en el procés d'inversió l'anàlisi de factors extrafinancers, apostant per un creixement de beneficis de qualitat, previsible i estable que afavoreixi un creixement estructural sostenible. A conseqüència d'això, el CE Borsa USA, FI, compta amb la màxima qualificació de

sostenibilitat per Morningstar, reconeixent així la qualitat en les mètriques ASG de les companyies en les quals inverteix i l'excel·lència en la gestió dels seus riscos i oportunitats d'ASG.

Sota aquestes premisses, les operacions realitzades durant el 2021 s'han focalitzat a mantenir un equilibri entre posicions defensives amb poder de fixació de preus i posicions més cícliques que eventualment podrien veure's més afavorides en un entorn de recuperació econòmica i més inflació esperada. Actualment, la cartera es troba concentrada a través de 30 companyies líders, sent les principals posicions del fons companyies de gran capitalització que estan relacionades amb el consum cíclic, tecnològic, sanitari i financer; mentre que companyies de serveis públics, energia i materials tenen poca o nul·la representació en el vehicle.

De cara al 2022 mantindrem la disciplina per tractar d'identificar aquells negocis amb millors perspectives a futur sense pagar una prima excessiva per aquestes perspectives. La cartera cotitza amb valoracions raonables amb un creixement de beneficis a llarg termini esperat de doble dígit, amb deute reduït en els seus balanços i amb retorns superiors als del mercat. Finalment, continuem advocant per un posicionament de sobreponderació en l'actiu, a través d'estratègies equilibrades per factor i capitalització borsària, suportat i) pels paquets d'estímul fiscal i, finalment, ii) encara que s'espera que el creixement dels beneficis per acció i vendes s'estabilitzi s'estima que es mantindran per sobre dels nivells tendencials.

Finalment, adjuntem l'evolució de la gamma de fons de gestió activa de Caixa Enginyers Gestió en data 26 de novembre 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 FONDTESORO 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

MONITOR DE FONS PROPIS

FONS D'INVERSIÓ

RENT. MES

RENT. 2021

RENT. 12 MESOS

RENT. 3 ANYS ANUALITZADA

RENT. 5 ANYS ANUALITZADA

VOLATILITAT

INDICADOR DE RISC

Caixa Enginyers Global ISR, FI

Caixa Enginyers Iberian Equity, FI

Caixa Enginyers Borsa Euro Plus, FI

Caixa Enginyers Borsa USA, FI

Fonengin ISR, FI

Caixa Enginyers Environment ISR, FI

CdE ODS Impact ISR, FI



Caixa Enginyers Renda, FI
Caixa Enginyers Emergents, FI
Caixa Enginyers Gestió Alternativa, FI
Caixa Enginyers Gestió Dinàmica, FI
Caixa Enginyers Fondtesoro Curt Termini, FI
Caixa Enginyers Premier, FI

Fons CE Gestió, CE Vida. Última actualització: 26 de novembre de 2021.
(*) Dades en data 25 de novembre de 2021.

Aprofitem per recordar que disposen de més informació sobre qualsevol dels fons comentats en el nostre portal <https://www.caixaenginyers.com/web/fondosinversion>.

DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, el dia d'emissió d'aquest informe, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fons considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ 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 hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a 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 als quals 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 GESTIÓ, S.A.U., en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, 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. Així mateix, l'inversor ha de 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 tan sols citant-ne les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.G.I.I.C., S.A.U. *All rights reserved.*