



## Cadi Valores SICAV SA

Primer Trimestre 2022

Nº Registro CNMV: 1232

**Gestora:** RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A. **Grupo Gestora:** RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A. **Auditor:** DELOITTE S.L.  
**Depositarario:** BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SI **Grupo Depositarario:** BNP FP BNP PARIBAS **Rating Depositarario:** A+ (S&P)  
**Sociedad por compartimentos:** No

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.renta4.es](http://www.renta4.es).  
La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

**Dirección:** PS. DE LA HABANA, 74, 2º, DCH 28036 - Madrid **Teléfono:** 913848500  
**Correo electrónico:** [gestora@renta4.es](mailto:gestora@renta4.es)

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: [inversores@cnmv.es](mailto:inversores@cnmv.es)).

## Política de Inversión y Divisa de Denominación

### Categoría

Tipo de sociedad: Sociedad que invierte más del 10% en otros fondos y/o sociedades.  
Vocación inversora: Global.  
Perfil de riesgo: 4.

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil: No.  
La sociedad cotiza en Bolsa de Valores: No

### Descripción general

Política de inversión: La Sociedad podrá invertir entre un 0% y 100% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.  
La Sociedad podrá invertir, ya sea de manera directa o indirecta a través de IICs, en activos de Renta Variable, Renta Fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin que exista predeterminación en cuanto a los porcentajes de inversión en cada clase de activo pudiendo estar la totalidad de su patrimonio invertido en cualquiera de ellos. La Renta Fija pública puede ser y/o privada, (incluyendo depósitos e instrumentos del mercado monetario cotizados o no, líquidos), sin predeterminación en cuanto al rating de emisiones/emisores (incluyendo no calificados), ni en cuanto a la duración media de la cartera en Renta Fija.

### Operativa en Instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso.

Se podrá operar con instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación.

Una información más detallada sobre la política de inversión de la sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

### Divisa de denominación

EUR

## DATOS ECONÓMICOS

### Datos generales

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo Actual	Periodo Anterior
Nº de acciones en circulación	3.987.449,00	3.987.562,00
Nº de accionistas	158	167
Beneficios brutos distribuidos por acción (EUR)		
Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin de periodo (EUR)
Periodo del informe	2.482	0,6224
2021	2.557	0,6411
2020	2.518	0,6244
2019	2.432	0,6100

**Comisiones aplicadas en el periodo, sobre patrimonio medio**

Comisión de gestión							
% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
Periodo		Acumulada					
s/ patrimonio	s/ resultados	Total	s/ patrimonio	s/ resultados	Total		
0,18		0,18	0,18		0,18	mixta	al fondo

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,02	0,02	patrimonio

El sistema de imputación de la comisión sobre resultados es al fondo.

	Periodo actual	Periodo anterior	Año actual	Año 2021
Índice de rotación de la cartera	0,97	0,47	0,97	4,93
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,48	-0,65	-0,48	-0,60

NOTA: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, este dato y el de patrimonio se refieren al último disponible.

**Comportamiento****RENTABILIDAD**

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

**Rentabilidad (% sin anualizar)**

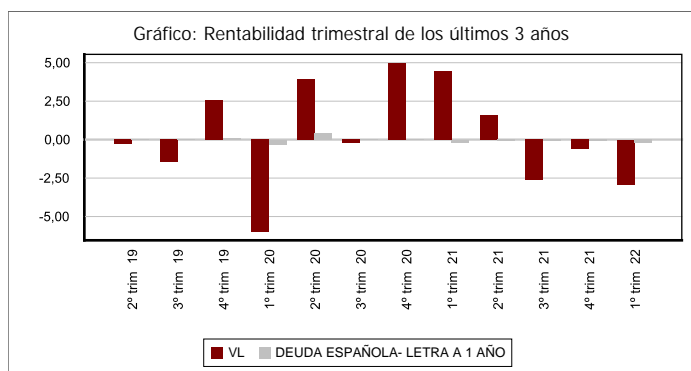
Acumulado	Trimestral			Anual				
	año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2021	2020	2019
-2,92	-2,92	-0,63	-2,62	1,62	2,68	2,35	3,20	7,52

El valor liquidativo y, por tanto, su rentabilidad no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados.

**Ratio de gastos (% s/ patrimonio medio)**

Acumulado	Trimestral			Anual				
	año actual	Último trim (0)	Trim - 1	Trim - 2	Trim - 3	2021	2020	2019
0,36	0,36	0,34	0,36	0,33	1,48	1,30	1,27	

Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC se incluyen también los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y de reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compra/venta de valores.

**EVOLUCIÓN ÚLTIMOS 5 Y 3 AÑOS**

**DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO AL CIERRE DEL PERIODO**

Distribución del patrimonio	Fin periodo actual		Fin periodo anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	2.350	94,68	2.457	96,09
Cartera Interior	935	37,67	904	35,35
Cartera Exterior	1.415	57,01	1.553	60,74
Intereses de la Cartera de Inversión				
Inversiones dudosas, morosas o en litigio				
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	4	0,16	51	1,99
(+/-) RESTO	128	5,16	49	1,92
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2.482</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.557</b>	<b>100,00%</b>

Notas:

El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.  
Las inversiones financieras se informan a valor estimado de realización.**ESTADO DE VARIACIÓN PATRIMONIAL**

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin periodo anterior
	Variación del periodo actual	Variación del periodo anterior	Variación acumulada anual	
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)</b>	<b>2.557</b>	<b>2.602</b>	<b>2.557</b>	
(+/-) Compra/ venta de acciones (neto)		-1,09		-99,73
(-) Dividendos a cuenta brutos distribuidos				
(+/-) Rendimientos Netos	-3,01	-0,65	-3,01	343,20
(+) Rendimientos de Gestión	-2,71	-0,40	-2,71	551,07
(+) Intereses		-0,01		-25,01
(+) Dividendos	0,11	0,34	0,11	-70,86
(+/-) Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,12	0,06	0,12	101,61
(+/-) Resultados en renta variable (realizadas o no)	-1,89	3,00	-1,89	-159,95
(+/-) Resultados en depósitos (realizadas o no)				
(+/-) Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,07	-3,90	-0,07	-98,18
(+/-) Resultados en IIC (realizadas o no)	-0,95	0,14	-0,95	-753,95
(+/-) Otros Resultados	0,01		0,01	2.480,83
(+/-) Otros Rendimientos	-0,03	-0,03	-0,03	-5,58
(-) Gastos Repercutidos	-0,33	-0,32	-0,33	-2,35
(-) Comisión de gestión	-0,18	-0,19	-0,18	-6,95
(-) Comisión de depositario	-0,02	-0,02	-0,02	-8,00
(-) Gastos por servicios exteriores	-0,06	-0,05	-0,06	20,52
(-) Otros gastos de gestión corriente	-0,04	-0,02	-0,04	76,05
(-) Otros gastos repercutidos	-0,02	-0,04	-0,02	-47,10
(+) Ingresos	0,03	0,07	0,03	-64,46
(+) Comisiones de descuento a favor de la IIC				
(+) Comisiones retrocedidas	0,03	0,03	0,03	-18,36
(+) Otros Ingresos		0,04		-100,00
(+/-) Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado				
<b>PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)</b>	<b>2.482</b>	<b>2.557</b>	<b>2.482</b>	

Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

**HECHOS RELEVANTES**

	Sí	No
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes	X	

**Anexo explicativo:**

- Acuerdo de su Consejo de administración en relación con la modificación normativa que afecta a las SICAV

**OPERACIONES VINCULADAS Y OTRAS INFORMACIONES**

	<b>Sí</b>	<b>No</b>
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X
e. Adquiridos valores/ins. financieros emitidos/avalados por alguna entidad del grupo gestora/sociedad inversión/ depositario, o alguno de éstos ha sido colocador/asegurador/director/asesor, o prestados valores a entidades vinculadas		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido una entidad del grupo de la gestora/sociedad de inversión/depositaria, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC	X	
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

### Anexo explicativo:

- a) Tres accionistas poseen participaciones significativas directas del 26,33%, 28,44% y 25,58% del patrimonio de la sociedad respectivamente. Pueden existir operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas y/o Repos de Deuda Pública, que realiza la Gestora con el Depositario.
- f) El importe de las operaciones de compra para adquirir valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo es 15.760,00 euros, suponiendo un 0,64%.
- g) Las comisiones de intermediación percibidas por entidades del grupo han sido de 1.415,33 euros, lo que supone un 0,06%. Las comisiones de liquidación percibidas por entidades del grupo han sido de 2.005,87 euros, lo que supone un 0,08%.
- h) El fondo ha realizado otras operaciones vinculadas por importe de 2.196.026,81 euros, suponiendo un 88,54%. El fondo ha realizado operaciones con instrumentos financieros derivados por importe de 54.483.332,63 euros, suponiendo un 2.196,74%.

Nota: El período de las operaciones relacionadas corresponde al del Informe, y los porcentajes se refieren al Patrimonio Medio de la IIC en el período de referencia.

## INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS DE LA CNMV

No aplicable.

## Inversiones financieras

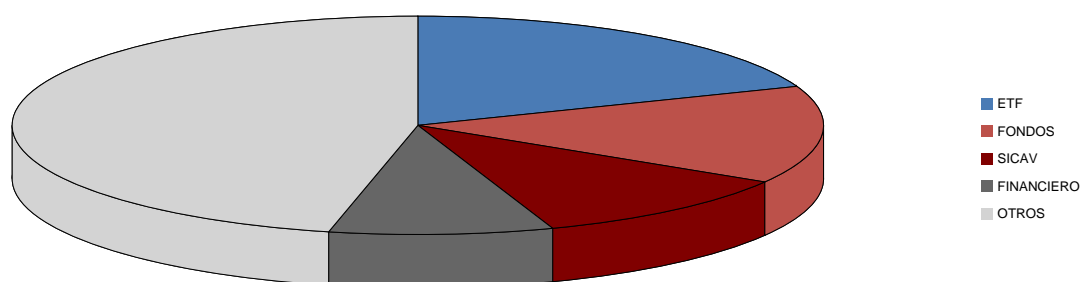
### INVERSIONES FINANCIERAS A VALOR ESTIMADO DE REALIZACIÓN (EN MILES DE EUR) Y EN PORCENTAJE SOBRE EL PATRIMONIO, AL CIERRE DEL PERIODO

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES BBVA SM BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	EUR	31	1,26	16	0,62
ACCIONES SAN SM BANCO SANTANDER SA	EUR	56	2,25	35	1,38
ACCIONES MAP SM MAPFRE SA	EUR	29	1,15		
ACCIONES ENG SM Enagas SA	EUR	40	1,62		
ACCIONES ACX SM ACERINOX SA	EUR			46	1,78
ACCIONES CABK SM CAIXABANK SA	EUR	15	0,62		
ACCIONES SGRE SM Siemens Gamesa Renewable Energ	EUR	32	1,29		
ACCIONES ALM SM ALMIRALL SA	EUR			11	0,44
ACCIONES REP SM Repsol SA	EUR	24	0,96		
ACCIONES MEL SM Melia Hotels International SA	EUR	82	3,29	42	1,64
ACCIONES MT NA ARCELORMITTAL	EUR	29	1,18	57	2,22
ACCIONES ATRY SM ATRYS HEALTH SA	EUR	15	0,62	41	1,59
ACCIONES AMS SM AMADEUS IT GROUP SA	EUR	41	1,67	48	1,87
ACCIONES BKT SM BANKINTER SA	EUR	59	2,36	36	1,41
ACCIONES ENC SM ENCE ENERGIA Y CELULOSA	EUR			23	0,89
ACCIONES FDR SM Fluidra SA	EUR			35	1,38
ACCIONES ROVI SM Laboratorios Farmaceuticos Rov	EUR	67	2,71	74	2,89
ACCIONES SLR SM Solaria Energia y Medio Ambien	EUR	20	0,82	17	0,67
ACCIONES IAG LN INTL CONSOLIDATED AIRLIN	EUR	34	1,36	43	1,67
ACCIONES AIR FP AIRBUS SE	EUR			17	0,66
ACCIONES TR1 SM Tier 1 Technology SA	EUR			16	0,63
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>574</b>	<b>23,16</b>	<b>557</b>	<b>21,74</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>574</b>	<b>23,16</b>	<b>557</b>	<b>21,74</b>
PARTICIPACIONES RENTA 4 RENTA FIJA 6 MESES, FI	EUR	248	10,00	249	9,73
PARTICIPACIONES RENTA 4 MEGATENDENCIAS/ ARIEMA HIDROGENO Y EI	EUR	28	1,12	29	1,14
PARTICIPACIONES GVGAESA SM GVC Gaesco 300 Places Worldwid	EUR	65	2,60	49	1,93
PARTICIPACIONES RENTA 4 MEGATENDENCIAS / TECNOLOGIA	EUR	19	0,76	22	0,86
<b>TOTAL IIC</b>		<b>360</b>	<b>14,48</b>	<b>349</b>	<b>13,66</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		<b>934</b>	<b>37,64</b>	<b>906</b>	<b>35,40</b>
RENTA FIJA PHAU LN WisdomTree Metal Securities Lt 9999-12-31	EUR	50	2,00	30	1,18
<b>Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año</b>		<b>50</b>	<b>2,00</b>	<b>30</b>	<b>1,18</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		<b>50</b>	<b>2,00</b>	<b>30</b>	<b>1,18</b>
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		<b>50</b>	<b>2,00</b>	<b>30</b>	<b>1,18</b>
ACCIONES AAPL US APPLE INC	USD			43	1,68
ACCIONES BRK/A US BERKSHIRE HATHAWAY INC	USD	32	1,28	26	1,03
ACCIONES MSFT US MICROSOFT CORP	USD	28	1,12	89	3,47
ACCIONES MU US Micron Technology Inc	USD	18	0,71	25	0,96
ACCIONES KO US COCA-COLA CO/THE	USD			26	1,02
ACCIONES JNJ US Johnson & Johnson	USD			15	0,59
ACCIONES ABX CN Barrick Gold Corp	USD	33	1,34	37	1,44
ACCIONES RHM GR Rheinmetall AG	EUR	38	1,55		
ACCIONES VOW GR Volkswagen AG	EUR			35	1,39
ACCIONES BA/ LN BAE Systems PLC	GBP	17	0,69		
ACCIONES LDO IM LEONARDO SPA	EUR	32	1,27		
ACCIONES ASML NA ASML HOLDING NV	EUR	43	1,72	49	1,94
ACCIONES CCL US CARNIVAL CORP	USD	18	0,74		
ACCIONES AVAV US Aerovironment Inc	USD	13	0,51		
ACCIONES GOOGL US Alphabet Inc	USD	33	1,32	33	1,30
ACCIONES AMZN US AMAZON.COM INC	USD	21	0,83	59	2,29
ACCIONES FCX US FREEPORT-MCMORAN INC	USD	67	2,72	55	2,15
ACCIONES ISRG US Intuitive Surgical Inc	USD	41	1,65	47	1,85
ACCIONES LULU US Lululemon Athletica Inc	USD			17	0,67
ACCIONES NEM US NEWMONT CORP	USD	14	0,58		
ACCIONES NVDA US NVIDIA CORP	USD	49	1,99	52	2,02
ACCIONES PYPL US PayPal Holdings Inc	USD			33	1,30
ACCIONES PFE US PFIZER INC	USD			52	2,03
ACCIONES PLUG US Plug Power Inc	USD	18	0,73	17	0,68
ACCIONES UNH US UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	23	0,93	22	0,86

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ACCIONES PHAG LN WisdomTree Metal Securities Lt	EUR	21	0,84		
ACCIONES ADYEN NA Adyen NV	EUR			16	0,63
ACCIONES BHP LN BHP Group PLC	GBP			2	0,06
ACCIONES PLTR US Palantir Technologies Inc	USD			16	0,63
ACCIONES QS US QuantumScape Corp	USD	13	0,51		
ACCIONES COIN US Coinbase Global Inc	USD	13	0,52	11	0,43
ACCIONES BHP AU BHP Group Ltd	GBP	27	1,07		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>612</b>	<b>24,62</b>	<b>777</b>	<b>30,42</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>612</b>	<b>24,62</b>	<b>777</b>	<b>30,42</b>
PARTICIPACIONES JETS US US Global Jets ETF	USD	20	0,79	19	0,73
PARTICIPACIONES CIBR US First Trust NASDAQ Cybersecuri	USD	48	1,93	46	1,81
PARTICIPACIONES EEM US iShares MSCI Emerging Markets	USD			43	1,68
PARTICIPACIONES IXJ US iShares Global Healthcare ETF	USD	39	1,59		
PARTICIPACIONES IBB US iShares Nasdaq Biotechnology E	USD	35	1,42	67	2,63
PARTICIPACIONES IEMG US iShares Core MSCI Emerging Mar	USD	25	1,01	26	1,03
PARTICIPACIONES XLE US Energy Select Sector SPDR Fund	USD	90	3,62		
PARTICIPACIONES XLF US Financial Select Sector SPDR F	USD	69	2,79	96	3,76
PARTICIPACIONES PICWAPA LX Pictet - Water	EUR	33	1,35	37	1,46
PARTICIPACIONES FIDCYAU LX Fidelity Funds - China Consume	EUR	30	1,23	35	1,38
PARTICIPACIONES PPA US Invesco Aerospace & Defense ET	USD	53	2,14		
PARTICIPACIONES ICLN US iShares Global Clean Energy ET	USD	33	1,33	50	1,97
PARTICIPACIONES ALGAIAT LX Allianz Global Artificial Inte	EUR	27	1,07	76	2,98
PARTICIPACIONES NOCEBPE LX Nordea 1 SICAV - Global Climat	EUR	39	1,57	42	1,65
PARTICIPACIONES PIEMSE LX Pictet - Global Environmental	EUR	32	1,27	36	1,39
PARTICIPACIONES PSECUSP LX Pictet - Security	EUR	31	1,25		
PARTICIPACIONES REMX US VanEck Vectors Rare Earth/Stra	USD	64	2,58	59	2,31
PARTICIPACIONES CSGDSBU LX Credit Suisse Lux Digital Heal	EUR	56	2,25	68	2,68
PARTICIPACIONES INT4279 LX BNP Paribas Funds China Equity	EUR	23	0,94	28	1,10
PARTICIPACIONES INVASAD LX Invesco Asia Consumer Demand F	EUR			13	0,52
<b>TOTAL IIC</b>		<b>747</b>	<b>30,13</b>	<b>741</b>	<b>29,08</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		<b>1.409</b>	<b>56,75</b>	<b>1.548</b>	<b>60,68</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		<b>2.343</b>	<b>94,39</b>	<b>2.454</b>	<b>96,08</b>

Notas: El periodo se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

## DISTRIBUCIÓN DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS, AL CIERRE DEL PERIODO: PORCENTAJE RESPECTO AL PATRIMONIO TOTAL



## OPERATIVA EN DERIVADOS. RESUMEN DE LAS POSICIONES ABIERTAS AL CIERRE DEL PERIODO (IMPORTE EN MILES DE EUR)

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
NASDAQ 100 INDEX	V/ Fut. FU. MINI NASDAQ 100 INDEX 20 170622	544	inversión
INDICE DAX	V/ Fut. TLF FDFWM22 5 170622	73	inversión
IN. IBEX 35	V/ FUTURO I IBEX 35 150422	169	inversión
<b>Total subyacente renta variable</b>		<b>786</b>	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		<b>786</b>	

## 1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

### a. Visión de la gestora sobre la situación de los mercados.

El primer trimestre de 2022 cierra con retornos negativos en renta variable global y renta fija, deteniendo el progreso observado en los activos de riesgo desde la primavera de 2020, cuando los bancos centrales respondieron enérgicamente al Covid-19. Pocos activos, principalmente materias primas, renta variable en algunas regiones (como LatAm y UK), o bonos con protección de la inflación, se han revalorizado en este periodo.

Desde la invasión de Ucrania por parte de Rusia el pasado 24 de febrero, los mercados financieros se han visto sujetos a una enorme volatilidad, que si bien a principios de año venía motivada por la retirada más rápida de estímulos monetarios de los bancos centrales, se ha encontrado con un riesgo adicional, con implicaciones importantes en inflación y crecimiento.

Estamos ante un escenario macroeconómico incierto en términos de crecimiento e inflación. Parece claro que el shock de inflación es especialmente relevante, y se explica tanto por el mayor coste energético (con una elevada dependencia de petróleo y gas ruso), como por el mayor coste de otras materias primas y alimentos, que incrementan el precio de productos básicos. Asimismo, es razonable pensar en un menor crecimiento, derivado de un impacto negativo en la industria europea por el mayor coste energético, y de una menor renta disponible para los consumidores, que tendrá un impacto probable en reducción del consumo. A este escenario se le suma los problemas del conflicto en las cadenas de suministro (con posibles restricciones en Asia por nuevas olas Covid en las últimas semanas). Y esto no puede ser combatido con subidas de tipos de interés, puesto que es un problema de oferta. El conflicto bélico, aunque acabe pronto, tendrá implicaciones importantes en inflación, crisis energética, cadenas de suministro y cuellos de botella. El impacto final dependerá de la duración e intensidad del conflicto bélico.

Los bancos centrales, en este contexto de fuerte presión inflacionista (y sin visibilidad respecto a cuándo podemos ver el pico de inflación y a qué ritmo se puede moderar), y a pesar de los riesgos sobre el crecimiento, se ven obligados a acelerar la normalización monetaria. El tono es especialmente hawkish en el caso de la Fed, que en su reunión del 16-marzo se puso el "sombrero de halcón" para frenar la inflación y un mercado laboral tensionado, apuntando a 7 subidas de tipos en 2022 (vs 3 en dic-21) y otras 3 en 2023, así como al inicio de la reducción de balance en próximos meses, con el convencimiento de que el crecimiento económico se mantendrá por encima del potencial, aunque una curva invertida parece no compartir esta opinión. El BCE, aunque acelera la normalización de su política monetaria (fin del QE en 3T22 para cumplir con su objetivo de precios, y con posibles subida de tipos antes de fin de año si hay riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación), muestra un tono más cauto, con elevada flexibilidad data-dependiente (esto es, posible freno al tensionamiento monetario en caso de empeoramiento significativo de las expectativas de crecimiento).

En la renta variable, el comportamiento no ha sido tan negativo como inicialmente se podría esperar, teniendo en cuenta el escenario bélico, la situación inflacionista y las subidas de tipos esperadas. De hecho, marzo ha sido un mes plano o positivo, que ha ido de menos a más, a pesar de que una parte del mercado ve en la guerra de Ucrania un camino claro a la recesión global. En el 1T22, el S&P 500 acumula una caída del 5% en USD (+4% en el mes de marzo), mientras el Euro Stoxx 50 acumula una caída del 9%, caídas que se reducen en el caso del selectivo español Ibex 35 al 3% (menor, gracias al elevado peso de banca y exposición a LatAm). Algunas bolsas europeas como UK y Portugal han subido (2% y 8% respectivamente). El Nikkei cae un 4% en moneda local, el Shanghai Index un 10%, y son las bolsas latinoamericanas las que acumulan un mejor comportamiento, apoyados en la positiva evolución de las materias primas (+15% en moneda local en los índices de Brasil, Chile y Colombia, +5% Mexbol)

Hay que recordar que las Bolsas europeas partían, antes del inicio de la guerra, de niveles muy inferiores a las americanas, tras varios años de peor comportamiento relativo, sobre todo tras la pandemia. En el 2020 el Nasdaq subió un 43,6% y el S&P un 16,2% mientras que el Eurostoxx bajó un 5,1%. En el 2021 el S&P subió un 26,9% y el Nasdaq un 21,3%, frente al +21% del Eurostoxx. Este año 2022 pareció empezar mejor para las Bolsas europeas ya que en enero el Eurostoxx cayó solo un 2,9% frente al 5,3% que cayó el S&P, pero en febrero el Eurostoxx cayó un 6% frente al 3,1% del S&P. En marzo, el S&P ha subido un 4%, mientras el Eurostoxx ha permanecido prácticamente plano.

Desde un punto de vista sectorial, la dispersión es muy elevada. En Europa, los sectores con mejor comportamiento son recursos básicos (+18%), energía (+14%), seguros y telecoms (+1%). En negativo, retail (-28%), tecnología (-17%), consumo (-16%) e industriales (-13%). En Estados Unidos, la dispersión sectorial también es notable, con revalorización del 48% en oil & gas, +35% en fertilizantes agrícolas, o 30% en acerías, y caída del 25% en consumo o automovilísticas. Especialmente llamativa ha sido la corrección de la parte más "cara" del mercado (tecnológicas todavía en pérdidas o con baja rentabilidad), a medida que las expectativas de subidas de tipos han incrementado y sus flujos de efectivo futuros pierden parte de su valor presente. A nivel de índices, esto se ha compensado con buen comportamiento de compañías de otros sectores como energía y materias primas.

Respecto a la Renta Fija, durante el primer trimestre de 2022 hemos asistido a un fuerte repunte de los tipos de la deuda pública, principalmente en los tramos cortos de la curva, por el giro hacia políticas más restrictivas (hawkish) por parte de los bancos centrales, giro que ya se había empezado a ver a finales de 2021, pero que ante la persistencia de la inflación se ha acelerado. Además, la irrupción en el escenario de la guerra en Ucrania, a pesar de que en un principio empujó los tipos a la baja, al actuar la deuda pública como activo refugio, terminó apoyando el escenario hawkish por las nuevas presiones inflacionistas surgidas de esta guerra, vía precios energéticos y otras materias primas, de los que tanto Ucrania como Rusia son importantes productores. En este sentido, señalar que, aunque el conflicto armado va a tener un impacto negativo también en el crecimiento económico, especialmente en Europa, los bancos centrales han terminado decantándose por dar preferencia al control de la inflación sobre el crecimiento económico.

Así, el Banco Central Europeo (BCE) ha acelerado la retirada de su programa de compra de activos. En concreto, tras la finalización del programa de emergencia PEPP en marzo, el programa "estándar" (APP) se situará en EUR 40.000 millones en abril, EUR 30.000 millones en mayo y EUR 20.000 millones en junio. Esto supone una aceleración respecto al calendario anunciado en diciembre: EUR 40.000 millones en el segundo trimestre, EUR 30.000 millones en el tercero y EUR 20.000 millones en el cuarto. Posteriormente, para el tercer trimestre el programa será recalibrado en función de los datos que se vayan publicando, pero si se confirman las actuales expectativas, verá su fin durante dicho trimestre. Esto abre la puerta a que se produzca una primera subida de tipos antes de finales de año, aunque el BCE ha dejado muy abierta esta opción, recalando que se irá adaptando a los datos macro que se vayan publicando. Esta ha sido otra idea que el BCE ha recalado, la opcionalidad que se guarda ante la incertidumbre generada por el conflicto bélico. Por el momento, el mercado ya apuesta por una primera subida de tipos en otoño.

Mientras, la Reserva Federal (Fed) estadounidense concluyó su programa de compra de activos y llevó a cabo su primera subida de tipos en marzo, 25 puntos básicos (p.b.) hasta el rango 0,25%-0,50%. Esta primera subida en su momento llegó a adelantarse que sería de 50 p.b., ante las fuertes presiones inflacionistas, pero la Fed prefirió ser algo más prudente ante la incertidumbre geopolítica. Esto no evitó que en el diagrama de puntos (dot plot) donde los miembros de la Fed recogen sus expectativas de tipos, se acelerara significativamente el escenario de subidas previsto, pasando la estimación mediana a recoger seis subidas de 25 p.b. adicionales a la de marzo durante 2022, hasta el 1,75%-2,00%, subiendo en 2023 hasta el 2,8%, por encima de la estimación de tipos a largo plazo, que se sitúa en el 2,4%. Recordamos que en el dot plot anterior, publicado en diciembre, se contemplaban 3 subidas de tipos en 2022, otras tres en 2023 y dos más en 2024. Además, la Fed anunció que espera comenzar a reducir su balance en la próxima reunión (mayo). Señalar que la Fed también indicó que se adaptaría a los datos que se vayan publicando para alcanzar su mandato, en este caso, recordamos, doble: empleo e inflación. Respecto al empleo, el mercado laboral estadounidense ya está "extremadamente ajustado" en palabras de la Fed, con los salarios aumentando rápidamente, por lo que apuntaría también a un mayor endurecimiento de la política monetaria.

Por último, el Banco de Inglaterra continuó en el primer trimestre de 2022 el camino de subidas de tipos iniciado en diciembre, con sendas subidas de 25 p.b. en febrero y marzo, hasta el 0,75%. Además, comenzó a reducir su balance de forma pasiva, dejando sin reinvertir los vencimientos, para su cartera de deuda pública (que alcanza £ 875.000 millones) y de forma activa, vendiendo, para su cartera de bonos corporativos (que alcanza £ 20.000 millones). En el caso del Banco de Inglaterra, en su última reunión, ya con la guerra de Ucrania iniciada, su comunicación se volvió algo más cauta, ya que espera que la guerra exacerbe las presiones inflacionistas, pero también el impacto negativo que el incremento del coste energético va a tener en la renta de las familias y en el crecimiento. Por ello, se decantó por introducir una mayor flexibilidad en cuanto a movimientos futuros y señalar que alguna subida más de tipos "podría ser apropiada" en los próximos meses (en el comunicado de febrero decía que "probablemente sería apropiada"), aunque hay riesgos tanto a la baja como al alza e irá revisando su posición. No obstante, hay que matizar que el Banco de Inglaterra se encuentra mucho más avanzado en el proceso de retirada de estímulos que el BCE o la Fed estadounidense y partía de un posicionamiento de retirada más agresivo.

Con todo, la rentabilidad del bono a 5 años alemán pasó del -0,5% al cierre del ejercicio 2021 al +0,4% al cierre del primer trimestre de 2022, mientras que la del bono a 10 años lo hizo desde el -0,18% al 0,6%. Igualmente, la rentabilidad del 5 años estadounidense pasó del 1,3% al 2,4% y la del bono a 10 años del 1,5% al 2,3%. Subrayar que la curva de tipos estadounidense, a excepción de los tramos más cortos, se encuentra totalmente plana y en algunos tramos invertida, desatando los temores de que esté adelantando una recesión.

En este contexto de aceleración de la retirada del Banco Central Europeo (BCE), las primas de riesgo de la deuda periférica sufrieron cierto repunte, aunque se consiguieron mantener más o menos contenidas, a pesar del escenario de incertidumbre.

Por último, en renta fija privada, los diferenciales de crédito (prima de riesgo del crédito frente a la deuda pública) han ido ampliando, recogiendo el escenario de mayor incertidumbre, así como la retirada de los bancos centrales.

Destacar que, ante las subidas de las rentabilidades de la deuda pública y el repunte de los spreads de crédito, se ha reducido significativamente la cantidad de deuda corporativa que cotiza con rentabilidades negativas en Europa.

Las materias primas y metales preciosos son los activos con mejor comportamiento en lo que llevamos de año. Destacan el níquel (+54%), trigo (+30%) aluminio (+25%) y el petróleo (+34%), con el Brent cerrando el trimestre en 105 USD/b. Ante el déficit estructural de oferta, EEUU ha anunciado que liberará reservas estratégicas (1 mln b/d a partir de mayo) y la OPEP seguirá incrementando su producción de forma moderada (+432.000 mln b/d en mayo). Otras materias primas como el cobre, oro y plata también se han revalorizado, si bien en menor medida (5-7%)

Respecto a divisas, el conflicto bélico ha provocado un fortalecimiento del dólar en el corto plazo (hacia 1,10 USD/EUR), tras recoger con avances en la primera parte del trimestre la expectativa de una progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE. Asimismo, destaca el fortalecimiento de divisas latinoamericanas, especialmente real brasileño (20% frente al EUR).

b. Decisiones generales de inversión adoptadas.

En el actual entorno de incertidumbre generalizada como consecuencia de la situación geopolítica a nivel internacional y del fuerte aumento de la inflación y la consecuente endurecimiento de la política monetaria, se ha procedido a un aumento de la cobertura de la cartera por lo que la posición neta (renta variable - cobertura) ha pasado del 76,46% al cierre de 2021 al 53,10% a 31 de marzo.

c. Índice de referencia.

N/A

d. Evolución del patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC.

El patrimonio de la sociedad a fin del periodo se sitúa en 2,48 millones de euros frente a 2,56 millones de euros a fin del periodo anterior.

El número de accionistas ha disminuido a lo largo del periodo, pasando de 167 a 158.

La rentabilidad obtenida por la sociedad en el periodo se sitúa en -2,92% frente al -0,63% del periodo anterior.

Los gastos soportados por la sociedad han sido 0,36% del patrimonio en el periodo, frente al 0,34% del periodo anterior.

El valor liquidativo de la sociedad se sitúa en 0,622 a fin del periodo, frente a 0,641 a fin del periodo anterior.

e. Rendimientos del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora.

La rentabilidad de -2,92% obtenida por la sociedad en el periodo frente al -0,63% del periodo anterior, sitúa a la IIC por debajo de la rentabilidad media obtenida por los fondos de la gestora con su misma vocación inversora (GLOBAL), siendo ésta última de -0,97%

## 2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES.

a. Inversiones concretas realizadas durante el periodo.

A lo largo del trimestre se ha procedido a aumentar las posiciones en los sectores turismo, financiero, minería y de medio ambiente que han pasado del 7,84% al 10,45%, del 7,58% al 10,33%, del 7,09% al 10,55% y 8,96% al 11,07% respectivamente y se ha entrado en el sector de defensa y energía con un peso respectivamente del 6,16% y del 6,40%. Este aumento en las anteriores posiciones se ha realizado con cargo a los siguientes sectores: tecnológico que ha pasado del 19,94% al 12,60%, salud que pasado del 15,56% al 11,17% y del sector industrial que ha pasado del 9,35% al 2,46%.

b. Operativa de préstamo de valores.

c. Operativa en derivados y adquisición temporal de activos.

Se han utilizado futuros, básicamente del Nasdaq y del Ibex, como instrumento de cobertura.

d. Otra información sobre inversiones.

N/A

## 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD.

La rentabilidad de -2,92% obtenida por la sociedad en el periodo frente al -0,63% del periodo anterior, sitúa a la IIC por debajo de la rentabilidad media obtenida por la letra a 12 meses, que es de -0,21%

## 4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO.

La volatilidad de los índices en el periodo ha sido de 20.21 para el Ibex 35, 22.81 para el Eurostoxx y 16.63 el S&P. El Ratio Sharpe a cierre del periodo es de 0.25. El ratio Sortino es de 0.27 mientras que el Downside Risk es 15.21.

## 5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS.

En cuanto a los derechos políticos inherentes a los valores integrados en la IIC gestionada por Renta 4 Gestora S.A., S.G.I.I.C, ejerce los derechos políticos (asistencia, delegación o voto) inherentes a los valores, cuando su IIC bajo gestión tiene una participación que represente un porcentaje igual o superior al 1% del capital social o cuando la gestora, de conformidad con la política de ejercicio de derechos de voto, lo considere relevante o cuando existan derechos económicos a favor de accionistas, tales como prima de asistencia a juntas que se ejercerá siempre.

En caso de ejercicio, el sentido del voto será, en general, a favor de las propuestas del Consejo de Administración, salvo que los acuerdos a debate impliquen una modificación en la gestión de la sociedad emisora, contraria a la decisión que motivó la inversión en la Compañía.

En el caso de las acciones del valor Renta 4 de esta sociedad (en el caso de tenerlas en cartera), el ejercicio de los Derechos de Voto sobre Renta 4 Banco son ejercidos por



la persona designada por la Junta General o el Consejo de Administración.

## 6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV.

### JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

-Durante el periodo la IIC no ha asistido a ninguna Junta General de Accionistas, por considerar que su participación en las mismas no es relevante en la defensa de los derechos de los partícipes.

### REMUNERACION DE LA TESORERIA

-A partir del 01/08/2019 la remuneración de la cuenta corriente en el depositario es de EONIA -12pb.

### ACTIVOS EN LITIGIO

-La IIC mantiene en la cartera valores de BV Preferencial Inversiones Sicav, clasificadas como dudoso cobro por el valor que aparece en el informe.

-La IIC mantiene en la cartera valores de Lets GOWEX SA, clasificadas como dudoso cobro por el valor que aparece en el informe.

### HECHOS RELEVANTES

-Acuerdo de su Consejo de administración en relación con la modificación normativa que afecta a las SICAV

### OTROS

-Se aprueba la adhesión de la IIC a la class action contra Alibaba Group Holding Limited (California Superior , con motivo de la difusión de información pública considerada falsa o engañosa. RENTA 4 GESTORA, SGIIC, S.A. ha contratado los servicios de una entidad con dilatada experiencia internacional en la gestión de procedimientos de reclamación colectiva ante organismos judiciales extranjeros. Se considera razonable la imputación a la IIC de los gastos excepcionales para la defensa jurídica de los intereses de los partícipes, siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos. Por ello, los honorarios y gastos derivados de la prestación de este servicio se imputará a la IIC exclusivamente como comisión de éxito, en función del importe ciertamente recuperado.

-Se aprueba la adhesión de la IIC a la class action contra Bayer AG , con motivo de la difusión de información pública considerada falsa o engañosa. RENTA 4 GESTORA, SGIIC, S.A. ha contratado los servicios de una entidad con dilatada experiencia internacional en la gestión de procedimientos de reclamación colectiva ante organismos judiciales extranjeros. Se considera razonable la imputación a la IIC de los gastos excepcionales para la defensa jurídica de los intereses de los partícipes, siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos. Por ello, los honorarios y gastos derivados de la prestación de este servicio se imputará a la IIC exclusivamente como comisión de éxito, en función del importe ciertamente recuperado.

## 7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS.

### 8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS.

El coste de análisis asociado al fondo CADI VALORES, SICAV S.A. para el primer trimestre de 2022 es de 96.38€, siendo el total anual 385.52 €, que representa un 0.015% sobre el patrimonio.

### 9. COMPARTIMENTOS DE PROPÓSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS).

### 10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO.

Consideramos que la volatilidad será la nota dominante a lo largo del año. Por lo que la actuación de Cadi será la de intentar adaptarse a las circunstancias cambiantes del mercado.

La política de Cadi estará guiada más a la conservación del patrimonio que a la obtención de plusvalías.

A comienzos del año 2022, nuestro escenario base era el de comienzo de una transición económica y financiera, que además de recoger el escenario post-COVID, reflejara una normalización en las políticas monetarias, probablemente rendimientos más moderados en los mercados financieros, así como una transición hacia un enfoque más fuerte en la sostenibilidad. Venimos de una pandemia que tuvo un parón económico sin precedentes, al igual que una respuesta monetaria y fiscal también sin precedentes. La reapertura económica y social, y el espectacular rebote económico del 2021, generó ciertos cuellos de botella en industrias clave, presionando costes y precios (desde las materias primas a los logísticos), pasando por fuertes revalorizaciones de los activos financieros y reales.

Desde un punto de vista macro, esperábamos una moderación en el ritmo de recuperación económica, pero desde niveles muy altos y manteniendo crecimientos del PIB en 2022 superiores al potencial. Los principales apoyos eran el mantenimiento de condiciones financieras favorables (a pesar del inicio de la normalización monetaria), políticas fiscales aún expansivas, el control del riesgo sanitario, y los elevados niveles de ahorro acumulado. Los hogares a principios de 2022 seguían contando con exceso de ahorro, como consecuencia de 1) la disminución del gasto en servicios durante la pandemia, 2) el aumento de estímulos 3) el efecto riqueza (mayor valor de activos financieros/inmobiliarios).

Los principales riesgos al crecimiento global eran una inflación persistentemente alta, cuellos de botella prolongados en el tiempo, nuevas variantes Covid/rebrotos que impliquen restricciones importantes, desaceleración excesiva en China, y posibles tensiones geopolíticas.

Este último riesgo, siempre presente, se materializó con la invasión de Ucrania por parte de Rusia el día 24 de febrero, provocando un cambio en el escenario de los mercados financieros. La volatilidad y correcciones, ya elevadas en enero ante un tono más tensionado de los bancos centrales respecto al ritmo de retirada de los estímulos monetarios en un contexto de inflación persistentemente alta, se intensificó en febrero con el estallido del conflicto. En este contexto, los bancos centrales empezaron a adoptar un discurso más moderado, pese al repunte de las expectativas de inflación (energía, alimentos) y ante el incierto impacto del conflicto bélico en el crecimiento económico, especialmente europeo.

Los efectos inmediatos del conflicto Rusia – Ucrania son un shock de oferta, inflación de precios, y reducción del gasto discrecional (menor renta disponible e incertidumbre). Más a largo plazo, dará lugar a cambios estructurales más profundos: nuevas prioridades de gasto (defensa) y aceleración de la transición energética, ingredientes potenciales para probablemente asistir a un “superpico de capex”. Los escenarios potenciales en el conflicto bélico cada vez se reducen más a dos: escalada militar o acuerdo para finalizar las hostilidades, dando a Rusia una parte de Ucrania y posibilitando el control político futuro de Rusia sobre Ucrania. La opción de la escalada militar sería a corto plazo negativa para los activos de riesgo, provocando seguramente otra pata de caída. La opción de un acuerdo, aunque sea en falso, podría sin embargo dar lugar a un “rally” de alivio por las recompras forzadas de las posiciones bajistas ya que un final negociado, aunque Rusia anexe una parte de Ucrania, sería un buen escenario para las Bolsas.

La evolución de las tensiones Rusia-Occidente serán por tanto las que determinen el grado de impacto en el ciclo económico global (a la baja) y en los niveles de inflación (al alza). Y, por derivada, la reacción de los bancos centrales, especialmente del BCE, en lo que respecta al ritmo de normalización de sus políticas monetarias, que se podría retrasar ante el incremento de incertidumbre. Eso sí, sin perder de vista la intensificación de presiones inflacionistas en el más corto plazo (energía, alimentos), que complica la actuación de los bancos centrales.

Los apoyos al crecimiento económico en este contexto son: 1) Mantenimiento de favorables condiciones financieras pese a inicio de normalización monetaria (si bien la presión inflacionista aumenta el riesgo de error de política monetaria); 2) políticas fiscales expansivas mayor gasto en defensa y energía verde (con el objetivo de reducción de dependencia de Rusia); 3) estímulos adicionales en China (monetarios y fiscales). Como principales riesgos: 1) estancamiento: inflación persistentemente alta (empeorada por shock energético y alimentos) e impacto en actividad (menor renta disponible de consumidores, menor competitividad de industria); 2) cuellos de botella prolongados en el tiempo (conflicto bélico, políticas cero Covid en Asia); 3) rebrotos Covid que impliquen restricciones relevantes a la actividad (servicios), especialmente en China.

Respecto a inflación, el escenario base antes del conflicto bélico apuntaba a que se mantendría alta más tiempo del esperado, pero con limitados efectos de segunda ronda (sin espiral generalizada precios-salarios), y con progresiva moderación, más patente desde mediados de 2022. Los sucesos recientes, no obstante, pueden retrasar dicha moderación esperada más allá de 2s22, a la espera de comprobar cómo evolucionan precios energéticos y de alimentos, condicionados por el riesgo geopolítico, cadenas de suministro complicándose, y efectos de segunda ronda (como subidas salariales).

En cuanto a beneficios empresariales, tras las continuadas revisiones al alza desde finales de 2020, y un fuerte crecimiento en 2021 (+50% en USA y +60% en Europa), esperábamos una normalización de su ritmo de crecimiento en niveles alrededor del dígito simple medio (5-7%), que llevarían los beneficios a finales de 2022 un 10-15% por encima del nivel de 2019. Para poner en contexto histórico la recuperación en beneficios, en el ciclo que siguió a la Crisis financiera Global, fueron necesarios 11 años para que los beneficios europeos recuperaran su nivel precrisis de 2007. A pesar de la corrección en valoraciones, especialmente en Europa, persiste la incógnita de cuál será el

impacto de la situación actual en los BPAs estimados, previsiblemente a la baja, pero siendo demasiado pronto para cuantificar impacto en ingresos (probable deterioro de la demanda en un contexto de menor renta disponible y menor crecimiento) y sobre todo en márgenes (previsible estrechamiento por incapacidad de trasladar el incremento de costes de producción: energéticos, materias primas, logísticos...). Lo que parece claro es que el conflicto bélico reduce la visibilidad de los resultados empresariales en los próximos meses, y que los niveles de beneficios esperados a principios de año, serán previsiblemente revisados a la baja en próximos meses.

En este contexto, es previsible que persista una elevada volatilidad en los mercados de renta variable que, no obstante, podría ofrecer interesantes oportunidades de compra de ser el alcance del conflicto limitado en términos de crecimiento e inflación. El Eurostoxx 50 ha llegado a acumular en el trimestre una caída cercana al 20%, similar a otros momentos de importante tensión geopolítica, situando las valoraciones en niveles por debajo de su media histórica. Es preciso recordar que los shocks geopolíticos no suelen dar lugar a mercados bajistas, siempre y cuando no deriven en una recesión. Con una perspectiva histórica y de largo plazo, si observamos eventos como la guerra de Irak o la caída de las Torres Gemelas han ido seguidos, en los meses posteriores al momento de máxima tensión, de fuertes rebotes de las Bolsas.

En renta variable, una de las preguntas más repetidas en las últimas semanas es: "¿por qué se está comportando bien la renta variable en este entorno?" La respuesta más corta es que los inversores no tienen demasiada alternativa a la renta variable, a la hora de colocar sus ahorros. Si intentamos desarrollar algo más, encontramos distintos factores que pueden explicarlo.

Por un lado, los tipos de interés reales se sitúan en negativo, mientras la renta variable proporciona rendimientos reales. Las acciones de las compañías cotizadas son un activo real, con una relación clara con el PIB nominal. En la era posterior a la crisis financiera, la débil actividad económica y baja inflación presionó a la baja el PIB nominal, subiendo la prima de riesgo de la renta variable y reduciendo la de los bonos. Si las economías siguen creciendo, ingresos y dividendos deberían crecer también, y en este contexto, la rentabilidad por dividendo se puede ver como rendimiento real. En este contexto, la prima de riesgo de la renta variable sigue en niveles más altos que en la era anterior a la crisis financiera.

Por otro lado, los balances en hogares y sector privado son fuertes. El escenario en la pandemia propició un aumento en los niveles de ahorro de los hogares. A pesar de los riesgos evidentes de una contracción de la renta real disponible en el actual escenario, los hogares se encuentran en una posición razonablemente fuerte, especialmente si tenemos en cuenta que el desempleo se encuentra en mínimos históricos en muchos países. Mientras tanto, los balances de los bancos son sólidos (tras el desapalancamiento y la regulación posterior a la gran crisis financiera) y los balances corporativos siguen siendo saludables. En este contexto, los mercados de crédito se han mantenido relativamente estables, reduciendo los riesgos sistémicos.

Asimismo, el gasto fiscal y Capex está aumentando. Si bien la política monetaria se está endureciendo, las expectativas de tipos siguen siendo relativamente bajas en términos reales. Es probable que el gasto en Capex e infraestructuras aumente, al menos en áreas como China y Europa. La invasión rusa de Ucrania ha cambiado drásticamente las actitudes en Europa hacia el gasto fiscal (lo opuesto a la era posterior a la crisis financiera), y teniendo en cuenta la situación actual, es previsible asistir a un aumento significativo de los presupuestos de seguridad energética y defensa (en Alemania, por ejemplo, en 2022 se estima +50bn EUR, que supone un 1,3% del PIB 2022).

Las valoraciones en renta variable han caído por debajo de niveles promedio de largo plazo. La revalorización del año 2021 se explicó principalmente por el crecimiento de beneficios (con revisiones al alza a lo largo del año), no por expansión de múltiplos. Al contrario, asistimos a contracción de múltiplos, hecho que, junto a la corrección de principios de 2022, lleva a los múltiplos de la renta variable europea ligeramente por debajo de la media de largo plazo.

Aunque considerásemos que los beneficios de las empresas del Eurostoxx no crecen en 2022 (el consenso a inicio de año era de beneficios +10%) y apliquemos a esos beneficios un PER de 13,5 veces (mediana histórica, frente a >15 veces con el que han cotizado el pasado año), la valoración teórica sería de 3.450-3.500 puntos, en línea con niveles alcanzados en los mínimos del año (un 10-12% por debajo de niveles a cierre de marzo 2022). Si aplicásemos al S&P la misma regla que hemos seguido para el Eurostoxx, es decir multiplicamos los beneficios empresariales de 2022 por un PER de 17-18x (vs 16,7x media histórica), obtendríamos una valoración teórica por debajo de niveles actuales (3.400-3.500 vs. 4.500 puntos de S&P). Las valoraciones, no obstante, no son tan exigentes si atendemos a métricas como FCF yield, con un mayor peso en los índices de compañías con modelos de negocio más ligeros y mayor capacidad de conversión a caja libre.

En conclusión, las acciones deberían proporcionar una cobertura contra la inflación a medio plazo. No obstante, en el corto plazo siguen existiendo riesgos a la baja, particularmente relacionados con los riesgos de crecimiento en el entorno actual (y una posible recesión). En el corto plazo, los datos macro del 2T22 y los resultados empresariales serán particularmente importantes. En este entorno, creemos que cobra mayor importancia si cabe la selección de valores (por encima del debate de crecimiento vs. valor). Especial atención merecen los márgenes empresariales. En el ciclo pasado, quizá se ha podido premiar el crecimiento, hecho que, junto a unos tipos de interés bajos, empujaron a empresas con mayor crecimiento de ingresos a valoraciones relativas récord. En el entorno actual, las empresas con crecimiento visible, márgenes altos y estables podrían ser más demandadas, hecho que debería conducir a valoraciones superiores a su media histórica. En un contexto de incertidumbre, estancamiento y aumentos de primas de riesgo, creemos que habrá una búsqueda de calidad en la renta variable. Empresas con mayor visibilidad en sus resultados, sectores con crecimiento secular, compañías con barreras de entrada y poder de fijación de precios, que puedan mitigar los posibles aumentos de costes de producción, con mayores márgenes operativos, mayor integración vertical y menor dependencia de proveedores externos, elevada conversión a caja libre y fuerte posición financiera.

En renta fija, Tras la aceleración del escenario de retirada de los bancos centrales y el aumento de las rentabilidades de la deuda pública durante el primer trimestre creemos que el mercado ya ha descontado este factor. Vemos poco probable un mayor endurecimiento de la política monetaria del ya descontado, teniendo en cuenta la alta incertidumbre que existe en la actualidad sobre los efectos de la guerra y que las presiones inflacionistas, que se están produciendo por un shock en la oferta, suponen una minoración de la renta disponible y por tanto pesarán sobre el crecimiento económico. Por tanto, vemos poco riesgo a la baja en la deuda pública.

Por el lado de la deuda corporativa grado de inversión, ésta va a ir dejando de estar apoyada por los bancos centrales. No obstante, el ajuste en las rentabilidades de estos bonos hace que esta cotice a niveles que empiezan a ser atractivos. Seguimos viendo más atractivos los plazos más cortos, ya que consideramos que la duración no está bien pagada.

En cuanto al "high yield", éste no sufrirá la retirada de los bancos centrales, ya que no contaba con el apoyo de los programas de compra. No obstante, somos cautos ante el escenario de incertidumbre macro al que nos enfrentamos. Por ello, creemos que hay que ser selectivos y apostar por compañías defensivas y que no tengan sus líneas de suministro y/o sus ventas expuestas a tensiones geopolíticas. Igualmente, favorecemos especialmente entrar en esta categoría mediante subordinación, esto es deuda subordinada "high yield" de emisores grado de inversión. Dentro del sector bancario vemos una oportunidad en los bonos "legacy", bonos que por cambios en la regulación van dejando de computarse como capital bancario y por tanto van siendo recomprados por sus emisores.

## INFORMACIÓN SOBRE LA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN

No aplica en este informe

## INFORMACIÓN SOBRE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DE VALORES, REUTILIZACIÓN DE LAS GARANTÍAS Y SWAPS DE RENDIMIENTO TOTAL (REGLAMENTO UE 2015/2365)

No existe información sobre operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total