

En el mes de septiembre el fondo bajo -0.88% y acumula una rentabilidad en el año de -1.09%. La subida y la rotación sectorial de principios de mes fueron en contra de nuestro posicionamiento corto/defensivo. La cartera de renta variable se comportó peor que el mercado en términos relativos (+41.35pb) y la cartera de renta fija cayó marginalmente (-8.3pb). La cobertura de la renta variable fue el factor con mayor contribución negativa (-124pb).

No vemos cambios en la dirección de la economía y los últimos datos refuerzan nuestra hipótesis de incremento de riesgo de recesión con tasas de crecimiento a la baja y contagio al sector servicios de la debilidad del manufacturero. A finales de mes hemos neutralizado la posición corta y el sesgo defensivo de la cartera de cara a la reunión del 10 de octubre entre China y EEUU en Washington.

INCERTIDUMBRE GUERRA COMERCIAL

Sucesión escenarios binarios en periodos muy cortos de tiempo, donde la incertidumbre alrededor de la guerra comercial (TPU, o *Trade Policy Uncertainty*) es el factor dominante mientras la macro mantiene tendencia desaceleración, consolidando crecimiento por debajo de tendencia con incremento del riesgo de recesión. La escalada de la guerra comercial y tensión en los mercados financieros son factores aceleradores pro cíclicos.

Es difícil tener una visión concluyente sobre el TPU y el desenlace es binario. **Nuestras impresiones son:** 1) la tensión ha ido en aumento, EEUU sigue ejerciendo cada vez más presión con planes claros para afectar a todas las importaciones chinas al tiempo que aumentan los aranceles en vigor. La presión va más allá de la relación comercial y amenaza flujos migratorios, localización empresarial y flujos de capital. 2) La economía China no se ha visto afectada de forma significativa. China tiene margen fiscal y temporal para acomodar un shock mayor. 3) Los incentivos para llegar a un acuerdo rápido no están presentes: shock al crecimiento, crisis en los mercados y supervivencia política de los líderes. 4) La desconfianza entre las partes ha ido en aumento, ninguno de los acuerdos parciales se ha respetado. 5) El incentivo principal del “beneficio mutuo” en el acuerdo ha ido perdiendo fuerza con la escalada de la tensión. ¿Tiene entonces China realmente un incentivo para firmar un acuerdo que vaya más lejos del tema comercial, que afectan a la estructura de mercado y a leyes fundamentales sin arrancar concesiones relevantes que supongan una eliminación significativa de aranceles en vigor y que, además, proyecta una imagen de debilidad interna y refuerza al presidente americano que está encabezando la guerra comercial agresivamente?

El problema de este análisis es que el acuerdo es más necesario que nunca pero también parece más difícil que nunca desde que empezó el conflicto. ¿Por qué es más necesario que nunca? El deterioro macro es cada vez mayor; pasar de una recesión industrial y del comercio a una contracción de la demanda agregada es un escenario que cada vez gana más peso. Los indicadores adelantados, las estimaciones de crecimiento y todas las instituciones internacionales llevan meses avisando del incremento de los riesgos. El goteo de los datos a la baja y el contagio del sector industrial al empleo, sector servicios y consumo va sumando evidencias. Una prolongación de la incertidumbre y una escalada adicional en el TPU aceleran estas tendencias.

ESCENARIOS:

Primer escenario (10% probabilidad). Contempla un acuerdo en Octubre que sienta las bases para un acuerdo definitivo. Asignamos una baja probabilidad dada la magnitud de las concesiones por ambos lados desde el punto de máxima tensión que partimos.

Segundo escenario (50% probabilidad). Contempla un acuerdo limitado en tres fases: compra de productos agrícolas y energéticos, algún compromiso chino para la protección de la propiedad intelectual y reversión de algunos aranceles (pausa del Tranche IVa, reducción aranceles o cancelación del Tranche IVb y cancelación de la subida al 30% del Tranche III). En este escenario, es posible que la mejora del sentimiento de septiembre continúe, se apalanque en las bajadas de tipos de la FED y una posible estabilización de los datos manufactureros. Sin una mejora clara de los datos de crecimiento y beneficios vemos difícil que el movimiento sea sostenible, especialmente teniendo en cuenta la volatilidad de las negociaciones. En este escenario mantendremos el posicionamiento de las últimas semanas: 0% exposición renta variable con una composición 40%/60% ciclo/defensivo.

Tercer escenario (40% probabilidad). Contiene el fracaso de las negociaciones, entrada en vigor de las medidas anunciadas y extensión del conflicto a nuevos ámbitos. La recesión industrial se agudiza y el contagio al sector servicios se acelera desembocando en una recesión en 2Q20-3Q20. Este escenario tiene más probabilidad porque creemos que los incentivos para que China llegue a un acuerdo son ahora menores. En este escenario, volveremos a las posiciones cortas en renta variable y al sesgo defensivo de la cartera.

COMENTARIO RENTA VARIABLE

La atribución de la cartera de renta variable en el mes de septiembre fue de 41.35 puntos básicos. La rentabilidad relativa de la cartera fue del 1.57% vs el 4.16% del Eurostoxx50 en el mismo periodo.

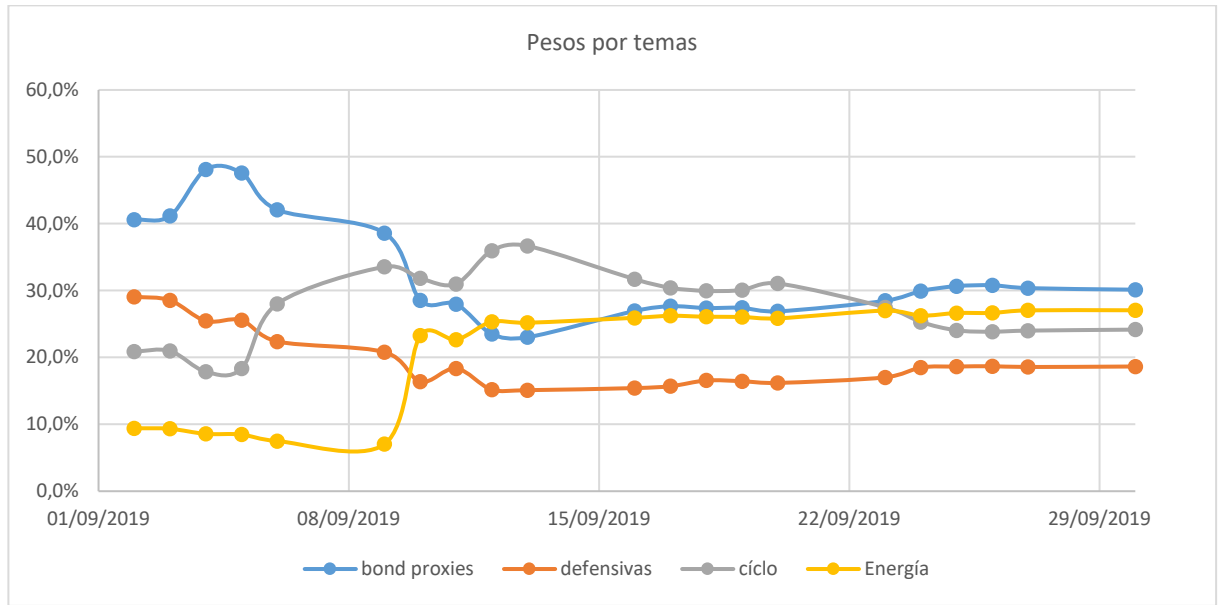
La exposición media por temas en el mes de septiembre ha sido la siguiente:

<i>Temas</i>	<i>Peso</i>	<i>Peso relativo</i>	<i>Atribución</i>			
			<i>Absoluta</i>	<i>Al 100%</i>	<i>SX5E</i>	<i>Outperformance</i>
Bond proxies	10.24%	38.89%	-11.36	-1.11%	4.16%	-5.27%
Ciclo	8.45%	32.11%	33.44	3.96%	4.16%	-0.21%
Energía	2.50%	9.51%	30.05	12.01%	4.16%	7.84%
Defensivas	5.13%	19.50%	-10.78	-2.10%	4.16%	-6.26%

Fuente: Fidentis Gestión SGIIC SA

La composición temática de la cartera, que en agosto fue el principal factor de *outperformance* relativo, ha provocado en septiembre un efecto contrario que hemos tratado de neutralizar a lo largo del mes. De esta forma, nuestro mix entre activos de sesgo defensivo y cíclico ha ido evolucionando hacia un 50%/50% vs el 70%/30%, en favor de activos defensivos que teníamos a principios de mes.

La evolución de nuestra exposición temática a lo largo del mes se resume en el siguiente gráfico:



Fuente: Fidentis Gestión SGIIC SA

El giro en los *yields* gubernamentales en las primeras semanas de septiembre provocó una violenta rotación de mercado desde valores defensivos a cíclicos. Esta rotación se tradujo en un cambio en el sesgo de nuestra cartera, que se resume en 4 movimientos principales.

- En primer lugar, iniciamos posiciones en Intesa y en futuros sectoriales de bancos europeos, al ser este sector el principal beneficiado de la vuelta en los *yields*. En base a esto, el sector bancario ha sido el que mejor rentabilidad relativa ha tenido en septiembre.
- En segundo lugar, volvimos a comprar Prysmian, cuya historia a nivel operativo no ha cambiado y había salido de la cartera por cuestiones de valoración y exposición cíclica. Además subimos la exposición en Renault, cerrando a su vez el corto en futuros sectoriales de autos europeos.
- En tercer lugar, deshicimos la cobertura en el sector de Oils, al ser éste uno de los sectores más castigados a nivel cíclico por el riesgo a las estimaciones de demanda a corto plazo.
- Por último, volvimos a iniciar posición en Covestro, compañía química muy apalancada a la recuperación del ciclo y que nos permitió capturar parte de la rotación sectorial del mes.