

El fondo bajó un -1.89% en 2019 contra un mercado en el que la mayoría de activos financieros tuvieron rentabilidades positivas y donde la renta variable tuvo un comportamiento estelar con rentabilidades del 25% para el MSCI World.

2019 MAL AÑO

El principal error de gestión fue el posicionamiento contrario al movimiento de la FED y de las condiciones financieras. No compartimos la principal narrativa de mercado, centrada en las bajadas de tipos y el “inminente” acuerdo comercial como factores de reversión del deterioro en la economía.

Por el contrario, la desaceleración macro y de los beneficios fue en aumento durante todo el año hasta culminar, a finales de verano, con la inversión de la curva americana y la caída de los beneficios en EEUU en el tercer trimestre. No obstante, la recesión industrial y el colapso de los volúmenes de comercio internacionales fueron y siguen siendo un hecho. En resumen, los indicios de fin de ciclo y los riesgos de recesión fueron, en nuestra opinión, elevados, y fundamentaron el principal criterio para mantener el posicionamiento ante mercados que iban en nuestra contra.

Los principales factores geopolíticos, BREXIT y guerra comercial, se activaron y desactivaron continuamente en base a informaciones superficiales, provocando fuertes movimientos de mercado que perjudicaron el trading del fondo.

Pese a la presión de los datos y los riesgos, la narrativa de mercado no se rompió en ningún momento - con excepción de un breve periodo en agosto- y desde finales del mes de septiembre esta dicha narrativa se vio reforzada por la estabilización de la macro, señales más claras de una tregua duradera en la guerra comercial y un desbloqueo del Brexit.

Las estimaciones que teníamos para EEUU eran demasiado pesimistas, especialmente después de ver las fuertes revisiones de los datos de empleo del 3Q, que soportaron el consumo y sirvieron para compensar la contribución negativa del sector industrial y exterior.

Uno de los pilares fundamentales en nuestro proceso de inversión es la evolución del ciclo analizando los cambios en el ritmo de crecimiento, donde intentamos identificar los giros en el ciclo que provocan fuertes movimientos en el valor de los activos. Creemos que esta estrategia es consistente con perfiles conservadores y cuya prioridad es la preservación del capital y la participación moderada en las alzas de los activos de riesgo. En 2019 hemos llevado al extremo la preservación de capital y hemos perdido la oportunidad de participar en el boom que las bajadas de tipos de interés y la expansión de los múltiplos han ofrecido los inversores.

TESIS MACRO – PERSPECTIVAS 1er SEMESTRE 2020

El acuerdo de fase I entre China y EEUU abre la posibilidad de prolongación del ciclo con una aceleración del crecimiento de la economía mundial durante los próximos 6-12 meses a tasas cercanas al potencial del 3,6%, desde el 2.9% del cuarto trimestre de 2019. Los puntos clave de la tesis son la recuperación del sector industrial y los volúmenes de comercio internacional, y se aleja así el riesgo de recesión que estuvo sobrevolando la economía en la 2H19.

Los datos clave para corroborar esta hipótesis son el avance de los PMIs, IPs, volúmenes de comercio y crecimiento de los beneficios empresariales.

CARTERA

La estructura de la cartera se sitúa en un 30% invertida en renta variable, 60% en renta fija y un 10% en liquidez, que se corresponde con la tesis macro de crecimiento/aceleración moderada en una fase avanzada de ciclo con riesgos latentes, que no descartamos se vuelvan a activar en cualquier momento.

Este posicionamiento es consistente con rentabilidades de digito simple para la renta variable y pequeñas caídas en la renta fija.

Renta Variable: exposición neta 30%.

Las bolsas pueden subir acompañando el crecimiento de los beneficios y expandiendo ligeramente el múltiplo en base a la estabilidad económica, la falta de alternativas de inversión y el exceso de liquidez.

Podemos esperar un crecimiento beneficios alrededor del 5-7%, alza del SPX y del STOXX 600 en entornos del 6%-10%. Mantenemos mayor exposición a compañías cíclicas en base a sus valoraciones más atractivas, mayor sensibilidad a nuestro escenario central macro y a nuestro análisis *bottom-up*.

El 65% de la cartera tiene un sesgo cíclico:

- Por temas: Energía 29%, Cíclicas 33% y Crecimiento 3%
- Por sectores: 29% Energía, 20% Industriales, 12% Financieras, 3% Tecnología y 1% Químicas.

El 35% sesgo defensivo:

- Por temas: 13% Defensivas y 22% Bond *proxys*.
- Por sectores: 12% Telecomunicaciones, 13% Consumo estable, 4% salud

Renta Fija: 60%

Esperamos rentabilidades negativas para los bonos de gobierno, con una subida moderada de los tipos largos. La mejora de la economía debería ayudar a corregir la fuerte subida de los bonos del tercer trimestre de 2019, y esperamos que el 10 años US 2,15%-2,30% y el BUND 0,15%-0,30%. Esperamos una pausa de los bancos centrales y un QE en Europa que deberían mantener los diferenciales de crédito estables. La TIR de la cartera es del 1%, con una duración < 1. La composición de la cartera se divide en una parte defensiva (66%) y otra más agresiva (33%) centrada en el devengo de cupones.

- Parte Defensiva: Bonos corporativos, financieros y flotantes de calidad con duración baja.
- Parte Agresiva: Deuda subordinada financiera AT1, T2 e híbridos corporativos con ventanas de amortización a corto plazo.

RIESGOS

Principal Riesgo: Decepción macro, no aceleración. En nuestro escenario central tenemos un camino de recuperación bien definido; sin embargo, si los datos y los beneficios no confirman las hipótesis volveremos a retomar el posicionamiento defensivo.

Otros riesgos que tenemos identificados son:

- Valoraciones bolsas americanas.
- Aumento de la tensión comercial China/EEUU
- Subida de los tipos largos y/o sorpresas en la inflación
- Escalada de la tensión geopolítica