

En el mes de enero el fondo subió 3 pb respecto a caídas del SX5E de -2.78% y del -0.16% del S&P. La cartera de renta variable contribuyó +12.23pb y las coberturas +11pb. La cartera de RF restó -12pb y el *carry* de la cartera sumó +14pb. La exposición a divisas restó -11pb. La selección de valores, coberturas sectoriales, índices y el sesgo defensivo de la cartera fueron las principales causas del mejor comportamiento relativo.

2020 ENERO

En el mes de enero los mercados se comportaron bajo el típico patrón de reducción de riesgo: caídas en las bolsas, materias primas y activos emergentes, contra subidas de los bonos y activos refugio como algunas divisas y el oro. La confirmación de la epidemia del c-virus a mediados de enero fue el catalizador más claro.

Sin embargo, esas pérdidas fueron recuperadas rápidamente a principios de febrero con la esperanza de contención de la epidemia. De todas formas, la realidad es que los cierres de empresas, restricciones a los viajes y la cuarentena en ciudades enteras tendrán un impacto enorme en el crecimiento chino y del resto del mundo en el 1Q 2020. Para China algunos economistas han bajado las estimaciones de GDP del primer trimestre hasta al 1% qoq respecto al 5,9% estimado anterior. Teniendo en cuenta el peso y la contribución de la economía china en la economía mundial (20% y 35% respectivamente), la crisis sanitaria podría recortar el crecimiento de la economía mundial a la mitad, más de un 1% hasta el 1,3% en el 1Q 2020. La posible extensión de estas medidas en el tiempo y una complicación en el manejo de la epidemia pueden magnificar el impacto y mantener la incertidumbre. De todas formas, este tipo de crisis suelen tener un impacto acotado en el tiempo y les suceden rebotes de la actividad equivalentes a las propias caídas iniciales de manera que este tipo de eventos no suelen desviar la economía de su tendencia previa.

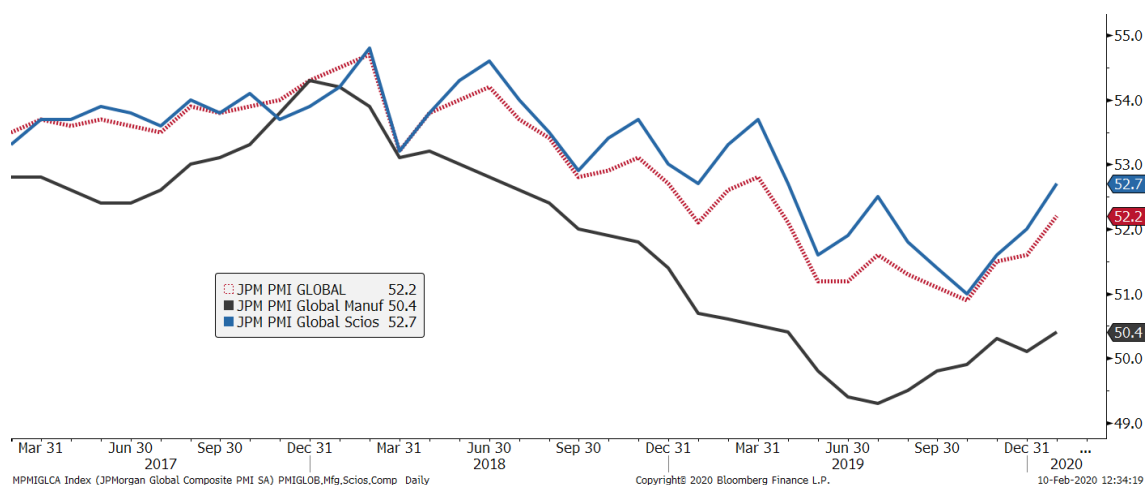
Por todo esto, la recuperación va a ser más incierta, con mucha volatilidad en los datos, y seguramente la esperada aceleración de la actividad se retrase por lo menos un trimestre hasta el segundo trimestre.

Dejando a un lado la epidemia, los datos de diciembre y enero sugieren dos conclusiones: el cuarto trimestre fue el punto más bajo de actividad en 2019 y continúa la tendencia de mejora de los indicadores adelantados. Las primeras estimaciones oficiales de GDP del 4Q 2019 apuntan a un crecimiento para la economía mundial del 2,7%, con una contracción de la producción industrial del -0.1%. El crecimiento desaceleró especialmente en los países desarrollados con riesgo de una ligera contracción de la actividad en la Eurozona, estancamiento en UK y fuerte contracción en Japón, que contrasta con una mejora de la actividad en EM Asia, con una aceleración al 5.5% respecto al 4.5% del 3Q 2020.

Sin embargo, el cambio de tendencia de los indicadores adelantados en el 4Q 2019 y la confirmación de esa recuperación en enero mantienen viva la expectativa de una mejora del sector manufacturero que termine por empujar a la economía mundial cerca de su potencial. El *composite* PMI Global fue 52.2, +0.6 pt, manufacturas +0.4pt y servicios +0.7 pt. La regresión de esta serie con el GDP de la economía mundial es consistente con una aceleración del crecimiento al 3.2%, 0,5% más del nivel de salida en el 4Q y con crecimientos de la producción industrial por encima del 1%.

WORLD GDP g rates est. qoq ar	29/03/2019	28/06/2019	3Q19	4Q19 est	1Q20 est	2Q20 est	3Q20 est	4Q20 est
World Bloomberg Economics	3.4	3.0						
World Fidentis Gestión est.	3.2	2.9	3.1	2.8	1.9	3.9	3.3	3.4
Advanced economies	2.1	1.6	1.7	0.5	0.9	1.4	1.5	1.6
Emerging market and developing economies	3.9	3.6	3.9	4.2	2.5	5.4	4.4	4.5
DM								
United States	3.1	2	2.1	2.0	1.0	1.5	2.0	2.0
Euro area	1.4	1.2	1.2	0.0	0.8	1.5	1.5	1.5
Japan	0.8	0.9	1.7	-4	1.2	0.8	0.4	1.2
United Kingdom	2	1.2	1.1	0	1.2	1.6	1.6	1.6
Canada	0.8	3.5	1.3	0.7	1.4	1.6	1.7	1.5
Korea	1.7	2	2	0.8	0.2	0.6	0.5	0.5
Australia	1.7	1.6	1.7	2.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Rest oaz DM	1.6	1.8	1.6	0.3				
EM								
China	6.4	6.3	6.2	5.8	1.0	9.0	5.9	5.9
India	5.8	5	4.5	5.5	5.4	5.6	5.9	6.1
Brazil	0.6	1.1	1.2	1.8	2.1	2.3	2.2	2.3
Russia	0.5	0.9	1.7	1.5	1.8	1.9	1.7	1.9
Mexico	1.2	-1.0	-0.3	-0.1	0.4	0.8	1.2	1.2
Indonesia	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	5.1	5.1
Turkey	-2.3	-1.6	1.0	3.7	3.2	2.8	2.8	3.4
Rest oaz EM (*)	2.5	2.3	2.8	3.3	2.7	3.9	3.5	3.7

fuente: Fidentis Gestión, Bloomberg, BEA, EUROSTAT..



PORTFOLIO

En enero, los datos y la publicación de resultados del 4Q 2019 aportaron visibilidad a la tesis macro y a la estrategia de inversión. El entorno creemos que es consistente con una aceleración de la actividad que permita a las compañías mantener un crecimiento moderado de los beneficios y acomodar la subida de las valoraciones del último año. El escenario de tipos e inflación baja sigue dando soporte a la bolsa como una de las escasas alternativas de inversión. Consistente con esta tesis hemos mantenido una exposición neta a renta variable del 26% durante el mes. El desencadenamiento de la epidemia y la debilidad de los datos reales del 4Q nos llevaron a cubrir marginalmente la exposición y rotar la cartera de renta variable a un sesgo defensivo. A medida que veamos que la epidemia pasa a estar controlada y que la actividad vuelve a la normalidad iremos subiendo la exposición y recuperaremos un mayor sesgo cíclico.

En un entorno macro más estable de aceleración del ciclo el foco de la gestión se centra en la cartera de renta variable como principal fuente de generación de rentabilidad. La cartera de valores que hemos hecho a lo largo de los últimos meses está produciendo rentabilidades positivas con un riesgo bajo y controlado.