

En el mes de abril el fondo subió un 2,24% y acumula una rentabilidad del -0,68% en 2020 respecto a los índices europeos, que registran caídas de entre el 18,6% del MSCI Europe o el 21,6% del Eurostoxx50.

La renta variable tuvo una contribución de 1,29%, con una exposición media neta durante el mes del 15%. La exposición bruta media fue del 40%, con picos en el mes de hasta el 50%. La cartera de acciones aportó 2,94% y las coberturas restaron 1,65%.

La renta fija aportó 0,97% con una exposición media del 35%. La revalorización supuso 89pb y el *carry* 8pb. Hay que destacar la recuperación de los bonos corporativos, híbridos y la deuda subordinada financiera. La TIR de la cartera es del 3,4% con una duración ajustada del 1,7.

2020 ABRIL - ¿CÓMO HEMOS GESTIONADO ESTAS ÚLTIMAS SEMANAS?

En términos relativos la cartera de renta variable superó a los índices europeos en más de 200pb. Nuestros valores de crecimiento y *bond proxies* siguieron batiendo al mercado por un margen de más de 350pb. En el primer grupo todos los valores de la cartera lo hicieron muy bien: ASML, SAP, CD Projekt, Keywords y Google. En los *bond proxies*, Cellnex, Enagas, Orpea y Ferrovial continuaron el buen comportamiento. En la parte cíclica destacan Prysmian, Stora Enso y Aperam. Por último, los valores defensivos de la cartera tuvieron peor comportamiento relativo, especialmente, la industria del salmón (MOWI, Salmar) y Alstom.

La gestión de la cartera se centra en la selección de los valores y el mantenimiento de niveles de riesgo bajos. Hemos combinado el aumento de la exposición bruta hasta el 50% en renta variable con el mantenimiento de coberturas. El comportamiento del fondo es el resultado del diferencial relativo de los valores y del trading de las coberturas. La cartera tiene un sesgo defensivo de calidad con un componente de crecimiento que está funcionando muy bien. Mantenemos de forma estable opciones en valores cíclicos y táctica, en financieras y energía. En renta fija, mantenemos la estrategia de reducir el número de valores y cambiar bonos de poco riesgo y bajo *carry*, por títulos con más duración y TIR por encima de la media de la cartera. En los últimos meses la exposición a renta fija ha pasado del 63% al 37% actual. Vendimos 16pp, compramos 4pp y tuvimos vencimientos por 14pp.

No abrazamos la narrativa de mercado de recuperación en “V” pero de momento acompañamos con un incremento de la cartera bruta en renta variable haciendo movimientos tácticos en la exposición neta de la cartera.

Nuestro principal objetivo sigue siendo el cambio de *asset allocation* a lo largo de los próximos meses a un perfil de mayor riesgo sesgado a renta variable.

ESTRATEGIA DE GESTIÓN

El mes pasado comentamos algunos argumentos sobre por qué no terminábamos de ver la sostenibilidad del rally en renta variable y la desconexión cada vez más evidente entre las estimaciones macro y el comportamiento de las bolsas. Durante este mes, las estimaciones cayeron a lo que hace unas semanas era el escenario más negativo, mientras que las bolsas continúan subiendo, hasta el punto en el que el Nasdaq registra ganancias en 2020.

Sabemos que muchas veces la narrativa de mercado no coincide con los fundamentales (o con lo que nosotros creemos que son los fundamentales) y que ésta puede ser tan potente como para desviar los precios significativamente durante largos periodos de tiempo. Obviamente, lo difícil es ver el momento en el que esa narrativa se rompe, donde fundamentales y precios empiezan a converger.

¿Cuál es entonces la narrativa que esta dominando la acción en estos momentos? Los mercados han seguido la evolución de la pandemia y los confinamientos, haciendo suelo en los máximos de la curva y recuperándose a medida que las cifras mejoraban y aumentaba la visibilidad en las medidas de apertura de la economía. La actuación sin precedentes de las autoridades (impulso fiscal equivalente al 6% GDP mundial y expansión de los balances de los bancos centrales del 20%) en los momentos más críticos contribuyó de manera definitiva a marcar un suelo y normalizar el funcionamiento de los mercados. La interpretación más optimista de estos hechos apuesta por un control rápido de la epidemia, consecuencia de las medidas de distanciamiento, test masivos y la trazabilidad de los nuevos casos. Las temperaturas y las horas solares del verano minimizaran la expansión del virus, y se sueña con una vacuna en otoño a partir del “fast track” de ensayos clínicos (Moderna, acaba iniciar fase II). La recuperación de la economía es en “V” (de victoria), consolidando la economía su apertura, y la demanda potencial deprimida durante estos dos meses produce una fuerte recuperación en verano. Además, la expansión monetaria y fiscal podrían sostener en el tiempo la recuperación de la economía. El shock económico del COVID es equiparable a un desastre natural y, por tanto, la economía vuelve a su estado inicial en un período relativamente corto. ¡Los índices hacen máximos en la segunda mitad del año..., vuelta a las terrazas... *Back to the happy days!*

Los datos macro quedaron en un segundo plano, rompiendo record tras record, y pintando un panorama cada vez más desolador e incierto. La irrelevancia de cada publicación se justifica con una interpretación simplista; la segunda derivada en los datos, el punto de inflexión. “Los datos de abril y mayo marcan los mínimos. A partir de aquí la recuperación...”. El problema que tiene este discurso son los valores absolutos, la amplitud de los sectores afectados y la enorme incertidumbre alrededor del impacto en los patrones de comportamiento de los agentes económicos. La caída desde máximos al mínimo en términos de GDP será alrededor del 15% en las economías desarrolladas (la caída de la economía americana del 4Q07-2Q09 fue del 4%). El sector servicios es el sector más afectado por esta crisis, ya que representa entre el 70%-80%, según el país. El ritmo de apertura y los cambios potenciales en los hábitos de consumo son factores lo suficientemente preocupantes como para albergar dudas razonables respecto a una recuperación rápida.

La diferencia entre estos dos escenarios es amplia en lo que a valoraciones de mercado se refiere. Bajo el primer escenario, podríamos estar hablando de recuperación de los beneficios desde el 2H20, con potencial de superar niveles previos a lo largo de 2021. En el segundo, las estimaciones de consenso siguen pareciendo muy altas y los múltiplos de mercado estarían cerca de máximos.

Para aceptar el primer escenario tendríamos que tener una idea de lo que va a ser la evolución de la pandemia, y no la tenemos. La evolución favorable de las curvas y las primeras medidas de desescalada son un hecho. Sin embargo, son el resultado esperable de medidas extremas de confinamiento. La evolución desde aquí parece más incierta, con riesgo de rebrotes y reintroducción de medidas de control de la población. El impacto de la crisis en algunos negocios, con cierres y pérdidas de empleo definitivos, sumado a los cambios de patrones de comportamiento, hace muy difícil anticipar el nivel de estabilización de la demanda agregada. En esta situación es complicado imaginar una recuperación de la economía rápida en forma de “V”. ¿Cuándo se romperá esta narrativa? Creemos que la parte más débil de la tesis radica en la sostenibilidad de la recuperación. Durante los próximos meses de verano veremos una aceleración del gasto, pero a la vuelta del verano es cuando realmente podremos ver con más claridad el impacto de la crisis, el nivel de actividad y dónde se estabiliza la demanda.