

En el mes de febrero el fondo cayó 18 pb respecto a caídas del SX5E de -8.55% y del -9.18% del S&P. La cartera de renta variable contribuyó +16.38pb y las coberturas 199.6pb, casi un 2%. La cartera de RF restó -3pb y el *carry* de la cartera sumó +9.6pb. 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. En lo que llevamos de ejercicio 2020, hasta el día 10 de Marzo, el fondo se deja 83 pb, frente al -22.3% del SX5E o el -10.8% del S&P.

2020 FEBRERO - ¿QUÉ HA PASADO?

La evolución de la crisis sanitaria del covid 19 rompió las principales hipótesis que habíamos establecido a finales de enero: desaceleración limitada, en gran medida concentrada en CHN, con una caída fuerte actividad en el 1T2020, rebote en el 2T2020 y contención de la epidemia en CHN; además, la economía mundial volvería a la tendencia de recuperación de principios de año.

La semana pasada pensábamos que estábamos en un proceso de formación de suelo gracias a una reducción de los riesgos de cola. Los elementos de contención del peor escenario estaban empezando a ser visibles:

- Indicios claros de contención de la epidemia en CHN, junto con señales de vuelta a la normalidad en la economía.
- Primeras medidas de estímulo: bajadas de tipos de interés generalizadas, medidas fiscales...
- Pese a que los casos de infección empezaban a subir en Europa y en EEUU, las medidas de contención no serían nunca tan drásticas como en CHN, lo cual debía limitar el impacto en la economía.

Este escenario era consistente con una caída fuerte de la actividad, pero con un inicio de recuperación a lo largo del 2T2020. Primero, suelo en CHN en febrero con una recuperación más lenta de lo esperado, pero recobrando la normalidad a partir de abril; en Europa, suelo de la actividad abril y recuperación gradual a partir de mayo; en EEUU, incógnita - lentitud en reconocimiento de casos-.

Este escenario debilitaba nuestra principal hipótesis macro para 2020 pero no la terminaba de anular.

Sin embargo, tenemos nuevos elementos desde finales de la semana pasada:

- Giro radical en la estrategia de Arabia Saudí: de soporte a los precios del petróleo mediante recortes de la producción, a recuperación de cuota de mercado mediante bajadas agresivas de precios. El petróleo colapsa un 30%.
- Deterioro de las condiciones financieras, tensiones en los mercados: fuertes caídas bolsas, subidas de volatilidad, ampliación spreads de crédito, debilitamiento del dólar y nuevos máximos en los bonos de gobierno.
- La aceleración de la epidemia no nos sorprende, si la agresividad de las medidas en Italia y la extensión al resto de países. **La conclusión es que parece que, llegado el momento, las autoridades serán más restrictivas en las medidas de contención y el impacto en la economía mayor.**

¿CÓMO VEMOS LA SITUACIÓN?

En resumen, la economía se enfrenta simultáneamente a un shock de demanda + shock de oferta + shock precio del petróleo. Todos estos impactos son globales y en una magnitud sin precedentes. La pregunta que todos nos hacemos es si nos llevarán a una recesión. Por el lado positivo, podemos pensar que la expansión de la epidemia será pronto controlada y que las medidas excepcionales de estímulo compensarán parcialmente la caída de la demanda, es decir evitaremos una recesión y la economía volverá poco a poco a la senda de recuperación de principios de año. Por el negativo, las medidas restrictivas de control son mucho más extremas de lo previsto (semi-paralización economía, al estilo chino), la demanda no recuperará niveles previos al estallido de la crisis sanitaria y existe riesgo de accidentes financieros por el camino.

Es pronto para fijar un nuevo escenario macro para los próximos meses y buscamos una guía en los siguientes elementos para actuar: necesitamos ver pico de casos en Europa, incremento de los casos significativos en EEUU, evolución de las medidas de contención y una visión completa de los estímulos.

Nuestra idea principal es que posiblemente no hayamos visto los mínimos en las bolsas. La caída del 20% del mercado supone corregir la expansión de múltiplos del año pasado y quizás el mercado todavía no incorpore el riesgo de una contracción adicional en los beneficios empresariales. Nuestra duda es la magnitud: una caída del 5%, 10%, 15%... esto lo determinaremos a medida que evolucionen los factores antes descritos y podamos hacer una estimación.

El soporte de valoración procedente de la caída de los bonos y ampliación del *equity risk-premium* no es suficiente para compensar un escenario de menor crecimiento y contracción en los beneficios.

¿QUÉ ESTAMOS HACIENDO? (resumen a fecha 10/03/2020, desde principio de año)

Desde mediados de febrero pusimos en pausa la tesis de inversión de principios de año y bajamos la exposición neta de la cartera de renta variable al 5% respecto al 30%, y no hicimos cambios en la cartera de renta fija.

La cartera de renta variable está teniendo buen comportamiento en relativo al mercado y a las coberturas, con una exposición neta media en el año del 22%, la atribución es de +38pb (-442pb de la cartera, +479pb de las coberturas). La renta fija tuvo una contribución neta negativa de -50pb (-77pb de la cartera y +25pb del *carry*). Esta es consistente con la ampliación de spreads en un grupo reducido de bonos de la cartera. Hemos reducido la exposición, del 60% a finales de 2019, al 47% actual entre ventas y amortizaciones anticipadas. La exposición neta a divisas es del 6%, que tuvo una contribución negativa de -25pb.

En renta variable, creemos que el mercado tiene margen de caída y no tenemos prisa en cerrar las coberturas. Estamos reforzando ligeramente posiciones en las compañías que tenemos en cartera y añadiendo algunas donde la valoración nos había impedido estar presentes. Seguimos cubriendo todas estas compras.

En renta fija, estamos haciendo un colchón de liquidez. Empezamos a ver oportunidades para ir reconstruyendo la TIR de la cartera en AT1s, T2, híbridos y algunos bonos corporativos largos.

En resumen, estamos preservando el capital del fondo y preparando la cartera para aprovechar las oportunidades en los temas y compañías que creemos tienen potencial y que serán el futuro de las rentabilidades del fondo.