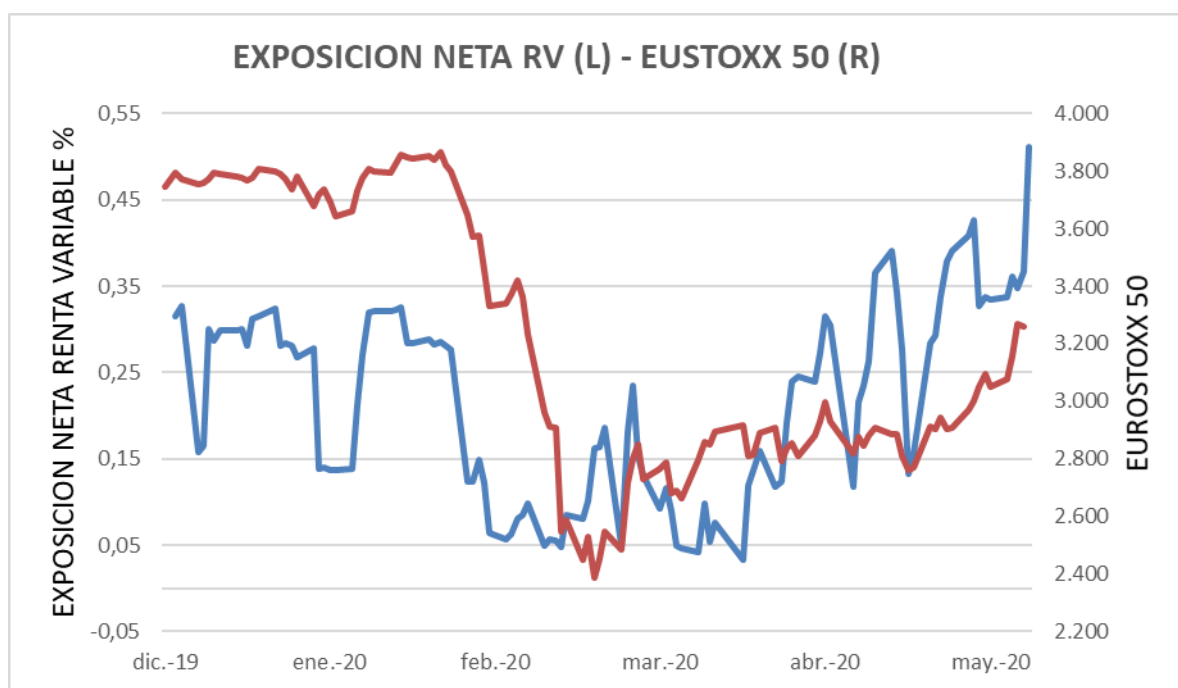


En el mes de mayo el fondo subió un 1.92% y acumula una rentabilidad del 1.23% en 2020 respecto a los índices europeos, que registran caídas entre el 16,46% del MSCI Europe o el 18.6% el Eurostoxx50.

La renta variable contribuyó con 155pb. La exposición media neta y bruta fue del 30% y 40% respectivamente. Las acciones aportaron 160pb y las coberturas -5pb. En relativo al SX5E la cartera de renta variable tuvo un peor comportamiento con una diferencia de 30pb. La verdad es que la velocidad de la recuperación de los mercados nos ha sorprendido, especialmente cuando no terminamos de ver un escenario claro en el que posicionarnos en el medio plazo. Esto nos impide valorar si el fuerte rally de mercado tiene una justificación fundamental o no.

2020 MAYO - ¿CÓMO HEMOS GESTIONADO ESTAS ÚLTIMAS SEMANAS?

De momento, la narrativa de mercado y los factores que la alimentan han ganado visibilidad y el escenario que planteamos para los meses de verano tiene más probabilidad de materializarse. En línea con esta idea acompañamos el movimiento de las bolsas aumentando el riesgo de la cartera subiendo el peso de la renta variable sin cambiar la composición que mantiene un sesgo defensivo.



Los *Bond-proxies* y activos de crecimiento pesan un 70% de la cartera de renta variable. Entre los primeros, nuestros valores favoritos son Cellnex y Orpea, que tienen un perfil de crecimiento al tiempo que se benefician del entorno de tipos favorable.

En crecimiento tenemos exposición a semiconductores con ASML y STM, y nos gusta especialmente la temática de videojuegos, que abordamos a través de Keywords, Activision y CDProjekt. La contribución en el mes de este grupo de compañías fue de 54pb. El resto son valores cíclicos sin visibilidad, pero con opcionalidad a un repunte en las expectativas de crecimiento: futuros de bancos, Intesa, Arcelor, Covestro, Stora, Prysmian y Nexans.

Respecto a los valores defensivos de calidad, mantenemos Alstom y Mowi y Salmar, vinculados estos últimos a la acuicultura del salmón.

La renta fija contribuyó 38pb con una exposición media 35%. La revalorización supuso 29pb y el carry 9pb. Los híbridos corporativos y los AT1s siguieron recuperando y aportando la mayor parte de la revalorización. Añadimos peso en AT1s de Bankia y KBC. La TIR de la cartera es del 2.74%, con una duración ajustada del 1,4.

En divisas, la reducción de las coberturas en el dólar y la mejora de la corona noruega sumaron 20pb. La exposición bruta en divisa es del 17% (5.3% USD, 4% GBP, 3.5% NOK, 2.6% SEK y 1.1% CHF).

ESTRATEGIA DE GESTIÓN

El mes pasado describimos la narrativa que alimentaba la fuerte recuperación de los mercados y el apetito por el riesgo: evolución de la enfermedad, apertura de las economías, estímulos, y el suelo en los datos maro. A lo largo del mes de mayo esta lógica fue reforzada por otra ronda de estímulo monetario y fiscal en Europa, junto con el inicio del rebote de los datos macro. Pero quizás lo más interesante desde el punto de vista de los mercados sea el cambio de composición en el liderazgo. En la fase de estrés y en la primera fase del rebote inducido por los estímulos, el mercado estuvo liderado por sectores defensivos, *quality* y crecimiento, con la tecnología como principal estandarte y recuperando los precios de finales de 2019 hacia el final del mes de abril. La gran novedad de mayo y principios de junio es el fuerte giro de los sectores cíclicos y value. Este cambio de composición en las bolsas fue avalado por la caída de los bonos, la debilidad del USD, la subida de las materias primas y la recuperación de los activos de países emergentes. ¿Resultados? Primero, que el mercado puso en precio una reducción de los riesgos de cola, descartando fractura en los mercados primarios (mercados monetarios, tipos y forex) y un control de la epidemia dando visibilidad a la apertura de las economías; y segundo, asistimos a un rebote cíclico, poniendo en precio una recuperación económica en V. Los datos siguen muy deprimidos y el cambio de sentido en muchos de ellos no sorprende, y hasta es normal teniendo en cuenta los mínimos de marzo y abril; sin embargo, la magnitud del rebote en algunos de ellos sí está sorprendiendo. Como ejemplos, los PMIs de mayo no sorprendieron especialmente, mientras que los datos de ventas de autos, actividad en tarjetas de crédito y empleo en EEUU fueron sorpresas muy positivas.

Desde el punto de vista macro, no tenemos visibilidad suficiente para plantear un escenario sobre el que poder posicionarnos a un horizonte de medio plazo. Los datos y estimaciones son difíciles de leer, tienen un margen de error enorme y entran en juego cambios en factores estructurales difíciles de predecir. Para los próximos meses vemos el entorno macro evolucionando en tres etapas:

1.- El rebote inicial desde los mínimos va a ser muy potente y se prolongará durante los meses de verano, ya que su magnitud y velocidad están sorprendiendo al alza. La velocidad de apertura de las economías está también siendo más rápida de lo esperado, ya que los gobiernos valoraron el riesgo de destrucción permanente de actividad respecto al riesgo sanitario y actuaron anticipando, desde hace semanas, medidas de apertura. El estímulo fiscal produce una sustitución de rentas, mientras que la política monetaria garantiza la liquidez, extensión de crédito cuasi ilimitado, con intervención directa en todos los mercados, proporcionando así estabilidad. La demanda acumulada de los últimos meses en bienes duraderos y servicios garantizan un rebote fuerte del consumo. El sector privado se va adaptando a las nuevas condiciones para poder seguir trabajando.

2.- A finales de verano, el ritmo de recuperación debería perder fuerza, aunque solo fuese desde el punto de vista secuencial. El gasto congelado durante los meses de confinamiento debería estar consumido, y la reconstrucción de inventarios y el estímulo fiscal correspondiente a la compensación de los meses de confinamiento, terminados. Además, el riesgo de rebrotes con la llegada del invierno será más evidente.

3.- El crecimiento en 2021 será el que determine la fisonomía de la recuperación. ¿Continuará el impulso de la segunda mitad del 2020 con una normalización de la actividad pre COVID, recuperando la tendencia de crecimiento potencial? ¿O entrarán en juego cambios estructurales en los hábitos de consumo, propensión marginal al ahorro, debilidad de la inversión, inestabilidad financiera derivada de desequilibrios presupuestarios, tipos anclados en mínimos, repunte inflación...? Veremos cuál es el que rebaje un escalón más el crecimiento potencial y que termine por desembocar en una recuperación débil.

Audacity of what slope?

■ stylized

