
Resumen Conferencia Telefónica Equipo de Gestión - 27 de marzo de 2020

Introducción

Buenos días a todos. El pasado viernes mantuve una conferencia telefónica con nuestros gestores Jacques Sudre, Raphaël Moreau y Louis d'Arvieu en dónde querían hacer balance de la semana pasada y cómo nuestras carteras están funcionando en este contexto.

Paquetes de estímulo fiscal y monetario

La semana estuvo marcada por importantes anuncios de medidas de apoyo tanto de los Estados Unidos como de Europa. El Gobierno de los Estados Unidos ha elaborado un paquete de apoyo presupuestario que sólo necesita ser aprobado por la Cámara de Representantes. Este paquete de 2 billones de dólares incluye 500.000 millones de dólares de apoyo a grandes empresas, estados y municipios, incluyendo 50.000 millones de dólares para las compañías aéreas, 350.000 millones de dólares para las PYMES y 150.000 millones de dólares para hospitales y equipos de servicios de salud. Las personas reciben una ayuda directa de 1.200 dólares por adulto y se pagarán 500 dólares por niño por debajo de los 75.000 dólares de ingresos individuales (o 150.000 dólares por hogar), como se hizo recientemente en Hong Kong y Tailandia. Sin embargo, los demócratas han insistido en que todos los beneficiarios de esta ayuda tendrán prohibido recomprar acciones durante el plazo del préstamo y hasta un año después de su devolución. En Europa también se decidió una política presupuestaria proactiva, pero de manera fragmentada. Así, se adoptó un plan de 25.000 millones de euros para Italia, 45.000 millones de euros para Francia, pero sobre todo un plan de 550.000 millones de euros en Alemania, un apoyo masivo a las empresas y a los empleados. En cuanto al BCE, después de anunciar un plan excepcional de 750 mil millones de euros la semana pasada (Programa de Compras de Emergencia para Pandemias - PEPP), acaba de proporcionar los detalles. Las compras semanales de bonos del banco central serán ahora de 26.000 millones de euros, frente a los 5.000 millones de euros semanales de antes de la crisis. Los límites de compra por emisor y por valor se han aumentado hasta un nivel de al menos el 66%, lo que hace que su peso en el mercado sea aún más importante. Se trata realmente de una transición de la dirección económica por la política monetaria y los tipos de interés a una política fiscal de apoyo, lo que sin duda constituye un avance importante. Christine Lagarde había pedido esto cuando asumió la dirección del BCE, y ahora Alemania está abandonando su sacrosanto objetivo de un presupuesto equilibrado. Por otro lado, podemos preguntarnos sobre el balance a largo plazo de los déficits públicos, los balances de los bancos centrales y, finalmente, el retorno de la inflación.

Gestión de obligaciones

La semana pasada, el tipo de interés libre de riesgo vio una menor volatilidad, ya que el Euro ganó alrededor de 0,2% en la semana, y la tasa alemana a 10 años está alrededor del 1%. Esto evidencia el hecho de que menos vendedores tuvieron que encontrar liquidez que la semana pasada en los activos de menor riesgo.

El crédito experimentó un repunte mucho más moderado que las acciones en la semana, con el alto rendimiento europeo subiendo alrededor de un 3%. No hemos visto ninguna salida masiva de fondos de crédito, a diferencia de los ETF, pero el mercado teme un aumento drástico de los impagos a pesar de las ayudas anunciadas. La perspectiva de una recesión, la caída de las ventas y los márgenes, combinada con el aumento de los costos de financiación, coloca a las empresas más endeudadas en una situación precaria.

Por lo tanto, la selección es clave en este entorno. En este contexto, nos centramos en los emisores que están sufriendo directamente la situación pero que tienen calidad, en particular su balance, para salir de esta crisis cumpliendo sus obligaciones financieras. Estamos tratando de comprar empresas de buena calidad como Fnac, Elis o Lagardère (balance sólido, fuerte flujo de caja, márgenes elevados). En cuanto a nuestra asignación de créditos, mantenemos un enfoque prudente, con aproximadamente un cuarto de la cartera de Sextant Bond Picking en liquidez. El rendimiento de la cartera invertida es superior al 10% con un vencimiento medio de unos 3 años y una sensibilidad al riesgo de tipos de interés de alrededor del 2%. El rendimiento del fondo fue de alrededor de +1,5% durante la semana pasada.

Estrategia de asset allocation

Por el lado de las acciones, el rebote fue fuerte la semana pasada. Está esencialmente vinculada a los anuncios descritos anteriormente. Así pues, registramos aumentos del 15 al 20% en los diversos índices mundiales. Esto permitió que varias acciones de nuestra cartera registraran importantes rebotes desde sus puntos más bajos de la semana pasada. Por ejemplo, Sixt y Atos subieron en un 40% y un 43% respectivamente durante la semana. Los mercados se vieron visiblemente tranquilizados por la magnitud del estímulo fiscal y monetario.

No obstante, no faltan las preocupaciones y los factores de volatilidad para los próximos meses y años, incluso más allá del tema de la salud, que necesariamente alimentarán una importante volatilidad. Además, mientras que el pánico en el mercado de valores parece haber disminuido, el VIX está todavía en niveles muy altos, en un 67% contra un pico del 82% la semana pasada. Recuerda que estaba al 15% hace unas semanas. En efecto, ¿cuál será el impacto real a largo plazo de esta montaña de dinero inyectado en la economía? En particular, es probable que ponga en tela de juicio importantes factores que habían desempeñado un papel en los recientes registros del mercado de valores. El cuestionamiento de las recompras de acciones, que han contribuido en gran medida a la fortaleza de los índices en los últimos años (especialmente en los Estados Unidos), penalizará mecánicamente las ganancias por acción (EPS). El gobierno de EE.UU. ha advertido que evitaría que las empresas que se benefician del dinero público utilicen esta herramienta. Otros emisores altamente endeudados no podrán utilizarlo durante algún tiempo de todos modos.

¿No existe el riesgo de que el apoyo a corto plazo a las empresas, que aumentará los déficits de los gobiernos, conduzca a una subida de los tipos del impuesto de sociedades al final de la crisis, sobre todo en los países que más los habían reducido, lo que repercutirá una vez más en el EPS?

Por último, es probable que el riesgo de un aumento de los tipos de interés a largo plazo provocado por estos déficits sin precedentes pese sobre los múltiplos, especialmente en el caso de las acciones más caras. Por el contrario, es probable que la resurgente política fiscal sea más eficaz para estimular la actividad de lo que lo fue la política monetaria. Sobre el terreno, los negocios están actualmente más o menos paralizados. El reto consiste en determinar el riesgo del consumo de efectivo, ya sea que provenga de pérdidas de explotación o de necesidades de capital de explotación, que puede causar dificultades en ciertos sectores que están estancados, como la distribución no alimentaria.

Casi todos los países de la OCDE han establecido planes de trabajo de corta duración o de licencia por enfermedad para el cuidado de los niños en el hogar, lo que constituye un factor decisivo para reducir los costos fijos y, por consiguiente, las pérdidas. En cualquier caso, la cartera está compuesta por empresas sanas con pocas preocupaciones sobre la situación de su balance. A principios de marzo, vendimos nuestra línea de acciones en Do&Co, una compañía de catering aéreo austriaca. Hemos preferido recortarlo rápidamente dada la evolución de la situación y un plazo de vencimiento de los bonos muy corto, inferior a un año, lo que en un escenario de crisis sanitaria duradera podría plantear problemas de refinanciación.

Teniendo en cuenta el rebote de la renta variable, nuestra asignación neta a esta clase de activos disminuyó mecánicamente al 44% en comparación con el 51% del 23 de marzo. La parte invertida en oro aumentó hasta el 5%, es decir, su nivel máximo, debido a elementos estructurales favorables (los tipos reales son significativamente negativos) y a elementos tácticos interesantes (descuento histórico por parte de las compañías mineras en comparación con un precio del oro que a su vez se debilitó por las ventas forzadas). Por último, la parte de renta variable en corto se elevó al 13% después de haberse mantenido entre el 0 y el 5% desde principios de 2018, lo que demuestra nuestra confianza en el renovado potencial de rendimiento superior de nuestra selección de acciones en este contexto.

Desde principios de año, Sextant Grand Large ha registrado un rendimiento del -11,3%, del cual el -2,2% se atribuye a los bonos y el -9,1% a las acciones, es decir, alrededor de un tercio del descenso de los principales índices.

¿Es posible un rebote para el fondo? Todo dependerá de la flexibilización del mercado crediticio y del rendimiento de nuestra selección de acciones. Pero la crisis no ha quedado atrás y los profundos cambios de política económica que se están produciendo actualmente tendrán repercusiones duraderas en los activos financieros. En este contexto, la gestión contraria y oportunista de las exposiciones a acciones y bonos y la capacidad de arbitrar de la mejor manera posible entre los segmentos de calificación es muy relevante.

Conclusión

Es evidente que los mercados no han recuperado aún la calma. Así que nos vemos el próximo lunes para un nuevo comentario. Hasta entonces, cuidense y de cuiden de sus seres queridos.

Disclaimer

La entidad que publica este documento es Amiral Gestion, una sociedad de gestión de carteras autorizada y regulada por la Autorité des Marchés Financiers (www.amf-france.org) con el número GP-04000038.

La información aquí contenida no constituye un asesoramiento en materia de inversión o fiscal ni una recomendación de inversión. Esta no presupone la adecuación de las IIC aquí presentados con las necesidades, el perfil y la experiencia de cada inversor individual. En caso de dudas acerca de la información presentada o sobre la idoneidad de los IIC respecto de sus circunstancias personales, y antes de adoptar cualquier decisión de invertir, le recomendamos que recurra a su asesor financiero o fiscal. La inversión en participaciones o acciones de cualquier IIC no está exenta de riesgos. Antes de realizar cualquier suscripción en una IIC, lea atentamente el folleto y, de forma más específica, su apartado sobre riesgos, así como el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI). Puede obtener copias del folleto, del documento de datos fundamentales para el inversor y de los informes anuales y semestrales a través de la página web www.amiralgestion.com, o bien puede solicitarlas gratuitamente a ALLFUNDS BANK, S.A., Estafeta 6, Complejo Plaza de la Fuente, La Moraleja, 28109 Madrid. El valor liquidativo (VL) está disponible en la web www.amiralgestion.com. Las fuentes de los datos sobre rentabilidades presentadas en este documento se detallan en cada diapositiva.