

---

## *Notas Conference Call 27 de Abril de 2020 – Situación actual de Mercados*

---

### Introducción

Buenas tardes a todos. El pasado viernes pudimos charlar con nuestros gestores Louis d'Arvieu y Jacques Sudre, para centrarnos en nuestro fondo mixto Sextant Grand Large. Desde principios de año, el fondo Sextant Grand Large ha tenido un rendimiento del -10% a 22 de Abril de 2020. Esta actuación se puede desglosar de la siguiente manera: -7,5% de las acciones y -2,5% de los bonos. Esto demuestra que la asignación de dinero en efectivo ha funcionado bastante bien durante las fuertes caídas de mercado.

La exposición neta a los mercados de renta variable, que era de alrededor del 25% antes de la crisis, aumentó al 50% en el punto álgido de la crisis, coincidiendo con el suelo de mercado.

Hoy en día nuestra exposición neta a renta variable es del 40%, siendo la exposición teórica según nuestro modelo basado en el PER de Shiller, del 43%. Esta desviación a la baja del -3% se inscribe en el margen de maniobra de +/-5% que nos permitimos y es el resultado de una situación de contraste entre los mercados estadounidenses, los más influyentes, todavía por encima de su media a largo plazo, y los mercados europeos, por debajo de su media a largo plazo. También hemos visto un fuerte retorno al optimismo gracias a la acción concertada de los Bancos Centrales y los gobiernos, aunque el entorno económico y bursátil sigue siendo, en nuestra opinión, muy frágil.

La exposición bruta a renta variable es del 58%. Hemos optado por aumentar la parte cubierta de nuestra cartera mediante posiciones de cobertura en índices de gran capitalización en Europa y Estados Unidos. Esto se debe a la brecha de valoración entre las grandes capitalizaciones de EE.UU. y las acciones del resto del mundo, especialmente las más baratas y las pequeñas y medianas capitalizaciones. En particular, existe una situación de sobrevaloración y sobrecompra de las acciones tecnológicas que es similar a la que existía en el momento más álgido de la burbuja puntocom del año 2000. Aunque no hay garantía de que esto se corrija de la misma manera, la configuración nos parece favorable a la recuperación de nuestra parte cubierta de la cartera.

Como parte de nuestras reinversiones, hemos aumentado nuestra exposición a acciones de oro pasando del 2% al 8%, aprovechando el descenso del mes de marzo. El oro, que no tiene rendimiento, es particularmente atractivo cuando los tipos de interés están en cero o incluso negativos. Esto es lo que ocurre actualmente y es probable que esta situación continúe, ofreciendo una buena perspectiva para el oro como elemento de diversificación de la cartera. Además, las acciones de mineras de oro se benefician de un doble interés: una oferta limitada, ya que no se han hecho descubrimientos en los últimos años, y una gran disciplina en cuanto a inversiones y costes, de modo que su deuda es baja. Sin embargo, se comercializan con atractivos descuentos. Con una participación del 8% en nuestro fondo, esto representa el 14% de la parte de la renta variable, que se mantiene por debajo del límite máximo del 20% invertido en un solo sector.

Por último, nos gustaría hacer un balance de la inversión responsable en este período de crisis que es un momento que verdaderamente ayuda a distinguir las compañías realmente sostenibles y responsables de

las que no lo son y que simplemente están en estos temas de cara a la galería. Analizamos todas las empresas desde una perspectiva tanto de valoración como de calidad, que incluye el estudio de la sostenibilidad de su actividad y la responsabilidad de las mismas. Al final del análisis, somos capaces de definir un potencial de valoración cuantitativa, que vinculamos a una puntuación de calidad y a una calificación de ISR.

Ya hemos mencionado a **Illiad** en conferencias anteriores, una de las primeras posiciones del fondo, que se ha comportado favorablemente en el sector de las telecomunicaciones. Nos gustaría dar otros dos ejemplos que ilustran lo importante del enfoque: en un sector que está en el epicentro de la crisis, **Voyageurs du Monde** ha mostrado siempre un gran respeto por el medio ambiente, sus clientes, socios y empleados. El pasado jueves 23 de abril presentó sus resultados y se alegraba del entendimiento y la ayuda proporcionados por sus clientes en este período tan difícil y que le permitirá salir fortalecida de esta situación. En un sector mucho menos afectado, observamos que **Atos** justifica plenamente su buena calificación: mientras que el negocio es particularmente resistente y el balance está desapalancado, un signo de gestión prudente en la parte alta del ciclo, **Atos** está dando ejemplo con la reducción de la remuneración de los ejecutivos y la suspensión del dividendo.

## Bonos - Jacques Sudre

En los mercados de bonos, estamos viendo un estrechamiento de los diferenciales desde el anuncio de la Reserva Federal la semana pasada sobre las compras de bonos de alto rendimiento. En la actualidad, los márgenes de crédito en euros de alto rendimiento líquido están por debajo de los 500 puntos básicos. El BCE lógicamente realizó un anuncio el miércoles. Ahora acepta bonos con grado de inversión en marzo como garantía para la refinanciación del banco hasta septiembre de 2021. Esto parece destinado a proteger a Italia especialmente, que podría perder su calificación de grado de inversión, ya que su deuda pública se prevé que supere el 150% de su PIB. Por capilaridad, estas medidas también benefician a las empresas que pierden su calificación de grado de inversión para pasar al segmento de alto rendimiento, los famosos *fallen angels*.

La deuda soberana de los países más afectados por la crisis no se quedan atrás. Así, Italia y luego España emitieron cantidades importantes durante la última semana, respectivamente 16.000 y 15.000 millones de euros (la demanda alcanzó 120.000 millones de euros en el primer caso y 92.000 millones de euros en el segundo).

En el mercado primario, donde se multiplican las emisiones en gran medida de grado de inversión, los mercados son receptivos. Incluso emisores recientemente rebajados a BB, como Ford, se están refinanciando masivamente (la emisión inicial de 3.000 millones de dólares se elevó finalmente a 8.000 millones de dólares). Sin embargo, no estamos reinvertiendo masivamente para aprovechar las actuaciones de los Bancos Centrales. La tentación de reinvertir tras estas noticias es grande, pero parece que la profundidad de la crisis económica en la que estamos entrando debería animarnos a mantener nuestra selectividad en los perfiles de crédito.

Fuimos igual de cautelosos antes del comienzo de la crisis para evitar ser mal remunerados por riesgos excesivos. Seguimos hoy con el mismo objetivo, pero también porque los incumplimientos y las dificultades de las empresas aumentarán de forma progresiva.

La agencia de calificación Moody's los estima en Europa en un 7,8% a finales de 2020 y en un 8% en un año, cuando el nivel actual es del 1,7%. Aunque las compras de los Bancos Centrales pueden ayudar a algunas empresas a refinanciarse, no impedirán la reestructuración y los incumplimientos. Los sectores más afectados, como el transporte y la distribución, están actualmente a la vanguardia de los incumplimientos que probablemente se extiendan a otros sectores.

Por eso no estamos comprando masivamente, sino que hacemos una cuidadosa selección.

Los elementos que concretamente más estamos monitoreando son:

- **Solocal**: han decidido no pagar el cupón para preservar el flujo de efectivo. La deuda teórica representa 2 veces el EBITDA anterior a la crisis, lo que deja cierto margen en el balance.

- **SME Credit**. Este es un fondo de préstamos a microempresas británicas y americanas cotizadas en Londres. Cotiza con un descuento en el valor de los préstamos de más del 40%, lo que implicaría una morosidad de más del 50%, algo que consideramos bastante improbable.

También nos hemos posicionado recientemente en el bono **Easyjet** con un rendimiento del 8% hasta 2023. **Easyjet** ofrece el mejor modelo de negocio del sector. A diferencia de otras empresas, el grupo es propietario de su flota y la deuda representa menos del 50% de su valor contable. Tiene la liquidez adecuada para superar los próximos meses y tiene acceso a financiación pública. Esto también es cierto para Ryanair, pero la compañía sólo remunera un 5% para el 2023. Siempre estamos atentos para encontrar una remuneración que se adapte al perfil de riesgo. El fondo Sextant Grand Large tiene un peso en renta fija del 16%. El rendimiento de los bonos que componen esta cartera es del 9,3% con una sensibilidad del tipo de interés de 2,1 o una duración media de 2,6 años. Nuestra liquidez, que era del 50% antes de la crisis, ahora es del 26%. Esto es esencial si queremos seguir aprovechando las oportunidades tanto en acciones como en bonos.

## Conclusión

Hemos aumentado la exposición a las diferentes clases de activos en términos absolutos y relativos. El fondo tiene ahora tres impulsores de rendimiento: una cartera de acciones larga, una cartera de acciones cubierta y una cartera de bonos; todo ello se complementa con una cartera de liquidez para absorber la alta volatilidad y, sobre todo, para reinvertir si se producen nuevos descensos bruscos.

Nuestra asignación es el resultado de nuestro enfoque cuantitativo de la valoración del mercado. A veces también nos fijamos en lo que hacen otros, en particular un inversor cuyo holding cotizado también está en nuestra cartera: Warren Buffett con Berkshire Hathaway. Este famoso inversor tiene el mismo enfoque que nosotros, favoreciendo la prudencia relativa. Para él, no podemos medir el impacto de todos los acontecimientos de hoy en día, así como es difícil evaluar las consecuencias de las diferentes reacciones de los Bancos Centrales y los gobiernos.

En vista de los dos próximos días festivos, nuestra próxima cita será el viernes 8 de mayo.