

Carta Trimestral Magnus International Allocation FI. Primer Trimestre 2024

Hemos finalizado el primer trimestre del año con una revalorización del +5,74%, elevándose al +15,21% en los últimos doce meses. Rentabilidad que sitúa el fondo con una categoría 4 estrellas morningstar a 3 y 5 años y situándose en primer cuartil de su categoría a 1, 3 y 5 años.

RENTABILIDADES ANUALES

2024	2023	2022	2021
	10,92%	12,71%	17,18%
5,74%	2020	2019	2018
	7,12%	10,00%	-2,71%

RENTABILIDADES ACUMULADAS

	Acumulado 2024	en 1 mes	en 6 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	en 10 años	desde creación	Valor Liquidativo
Rentabilidad	5,74%	1,36%	11,74%	15,21%	10,21%			28,51%	28/03/2024
TAE	-	-	-	15,21%	3,29%			4,73%	11,87 €

“Mal de altura: a la rica burbuja”

Los permabears están al acecho, debe de ser muy duro basar tu estrategia en la venida del fin del mundo. ¿Sabes cuántas veces el Dow Jones ha marcado nuevos máximos en los últimos cien años? Pues cientos de veces, sin embargo, nuevos mínimos... Solo el del crac del 29. Mientras la humanidad evolucione y vaya creciendo, las bolsas seguirán marcando nuevos máximos. Dicen que el período más difícil de un gestor es en las crisis, no puedo estar más en desacuerdo, es precisamente en períodos bajistas cuando más oportunidades se abren y puedes acceder a oportunidades y analizar compañías con fuertes potenciales de revalorización. Sin embargo, el periodo más difícil y donde es más importante mantener tus convicciones es precisamente en los mercados alcistas, en estos períodos comienzan a aflorar los profetas del fin del mundo. He perdido la cuenta de ver títulos de videos en YouTube dando la fecha de la siguiente hecatombe financiera, alguna vez acertarán algún crac, obviamente. No sé a qué se debe, pero dar una visión negativa de los mercados te da un aura de intelectualidad, no es casualidad que reputados economistas los conozcamos desde hace décadas por su permanente visión catastrofista, sin embargo, aquellos con un sesgo más positivo suelen ser menos conocidos y reconocidos por los inversores. Recuerdo hace varios años, como un cliente me comentaba lo mal que estaban los mercados, que ya habían subido demasiado y que sería recomendable quedarse en cash, lo fácil sería decirle que tiene razón y una vez el mercado hubiera seguido subiendo disculparte fácilmente con argumentos tan vagos y poco adecuados como “quien lo iba a decir, con lo que ya había subido”. Ese comentario me lo hicieron en el 2017, con el S&P500 en 2672, ahora está a 5200, obviamente no ha sido un viaje fácil, nunca lo es...

Hablando de burbujas, los comentarios en tertulias, artículos y demás sobre la burbuja de Nvidia o la burbuja de los 7 magníficos. ¿Es que nadie se mira las cuentas de las compañías?



Qué peligroso es quedarse solo con los gráficos, si analizan el EBITDA agregado generado por los 7 magníficos desde el año 2019 hasta finales del 2023, este se ha multiplicado por tres, mientras que el de las 493 acciones restantes del S&P500 apenas crecieron un 65%. Nvidia, por su lado, en el año 2017 generaba un cash Flow operativo de 1.672 millones de dólares y ahora esta cifra es de algo más de 28 mil millones... Con un margen operativo que ha pasado del 28% a un 54%. A partir de aquí podemos debatir si este crecimiento de Nvidia es sostenible, si AMD o Intel son competidores serios que le puedan arrebatarse ese total dominio del mercado, pero no me digan que Nvidia es una burbuja, díganme que puede tener una valoración más o menos exigente, pero no me digan que es una burbuja.

¿Qué ha pasado en este primer trimestre?

Los mercados han continuado marcando máximos en este mes de marzo, finalizando un trimestre de récord con el S&P 500 subiendo un 10% y el Euro Stoxx 50 un 12%.

Sin embargo, faltan catalizadores para poder seguir subiendo, en los últimos datos de inflación en EE. UU., se han enfriado las expectativas de recortes de tipos en el mes de junio lo que ha hecho que la curva de tipos en todos sus plazos se haya tensionado recogiendo estas nuevas expectativas de bajadas de tipos más lejanas en el tiempo, además hemos seguido observando una buena actividad económica y un mercado laboral fuerte. Sin embargo, en Europa, la actividad económica es débil y los datos de inflación van por buen camino, vemos posibilidades reales de que el BCE se adelante a la FED bajando tipos en el mes de junio, aunque lo más normal es que tratan de coordinarse en el tiempo.

Este mes de marzo ha sido complicado; el bloqueo al comercio en el Mar Rojo; los ataques ucranianos a refinerías rusas y en general las tensiones geopolíticas, han provocado un cierto repunte en el precio del petróleo, a nuestro juicio el crudo es el principal riesgo que puede enfriar las probables bajadas de tipos. Creemos que esta situación es circunstancial y tanto el BCE como la FED están telegrafando una cierta satisfacción con todo el proceso desinflacionario, con permiso de la geopolítica. Nuestro escenario central continúa siendo un ciclo de bajadas, comenzando en junio o julio, ya que seguimos creyendo que el proceso desinflacionario seguirá su curso.

Después de una temporada de resultados muy buenas correspondientes al cuarto trimestre del 2023, abril marcará los resultados empresariales del primer trimestre del año. Otra vez, estos y las previsiones que den las compañías marcarán el futuro de los mercados financieros.

A corto plazo vemos posibilidades de que los mercados se tomen un respiro, hemos llegado en apenas pocos meses a los objetivos previstos para todo el año, situación muy similar a la del 2023 y que el mercado necesita digerir. El entorno geopolítico es complicado y existe riesgo que en cualquier momento los conflictos actuales alcancen nuevas dimensiones (Ucrania, Oriente Medio). Los beneficios de las compañías tienen que acompañar a las cotizaciones y sobre todo el mercado debe convencerse de que volver a niveles del 2% de inflación es un objetivo posible. Pero nos mantenemos con nuestra política de seguir invertidos, en los últimos años el coste de haber estado desinvertido ha sido enorme a pesar de vivir una epidemia y una guerra en Europa. La guía que den las compañías en su presentación de resultados del primer trimestre será clave en el corto plazo.



En renta fija vemos como más destacable la posibilidad que el BCE se adelante a la FED en bajar los tipos de interés, ya nadie espera bajadas de la FED en mayo y ya veremos en junio. Hemos asistido a una pausa en el proceso des inflacionario en EE. UU. al tiempo que el mercado laboral y el consumo han continuado fuertes, lo que se traduce en un repunte de la curva de tipos. En Europa, los datos de inflación han salido más positivos y deja campo libre para que el BCE pueda actuar. La gran incógnita es que reacción puede tener la FED ¿De verdad que la FED se quedará con los brazos cruzados mientras el BCE se adelanta en las bajadas de tipos? Va a ser una de las incógnitas en el siguiente trimestre, recordemos que en EE.UU. es año electoral y que si el Sr. Biden quiere salir reelegido necesita una buena situación económica y le gustaría poder bajar tipos antes de las elecciones. Un adelantamiento por parte del BCE también puede suponer que el dólar se fortalezca, lo que podría poner en aprietos a las exportaciones norteamericanas. La mezcla entre necesidades económicas e intereses políticos puede marcar el devenir a corto plazo. Aquí es donde alguien comenta... ¿Los bancos centrales no son/eran independientes de los gobiernos? Criaturas...

Análisis de la cartera

La cartera de renta variable ha sido el principal contribuidor a la rentabilidad. Las mayores contribuciones de este trimestre han sido Nvidia, Meta, Leonardo y KKR. Nuestro peor detractor ha sido Lululemon, Atrys Health, Adobe y Zoetis.

Nvidia

Hace varios años un potencial inversor nos dijo que era muy fácil obtener rentabilidad en la cartera teniendo Microsoft, las palabras textuales fueron “así cualquiera”, pues ese prospect estará muy decepcionado porque nuestro principal contribuidor es Nvidia, claro, “así cualquiera”.

A finales del año pasado, incrementamos el peso de la cartera en Nvidia, a día de hoy es el único proveedor de chips para abastecer la fuerte demanda por la irrupción de la IA, de hecho, han multiplicado por cuatro el precio de venta de su producto y los han seguido vendiendo, como advertencia, creemos que esa es precisamente su mayor amenaza, que alguien consiga un producto similar mucho más barato, lo que impactaría directamente en su valoración. Vemos difícil a corto plazo que pueda suceder, AMD lo está intentando, pero la capacidad de I+D de Nvidia es muy fuerte y en su GPU Technology Conference 2024 (GTC 2024) ya han anunciado nuevos IA chips más potentes “Blackwell Chips”. Nvidia a corto plazo continuará liderando el mercado de semiconductores destinados a IA. Otra razón para seguir confiando en Nvidia es que es una empresa que en los últimos 20 años ha sido capaz de reinventarse múltiples veces y situarse en el liderazgo de los fabricantes de semiconductores. Mientras Nvidia siga dominando el mercado de esta manera será una de nuestras posiciones, posición que abrimos en el año 2020 y que nos ha generado una gran rentabilidad.



Lululemon

Dentro del sector consumo, no gusta encontrar nuevas ideas de crecimiento, nombres como Lululemon o Sketchers forman parte de nuestra cartera, con un denominador común, marcas con fuerte potencial de crecimiento, en el caso de Lululemon una compañía poco conocida en Europa y Asia, pero con un fuerte arraigo de marca en EE.UU. y Canadá., en estos mercados su crecimiento es más maduro y “solo” crece al 9%, sin embargo, en el resto del mundo su crecimiento es de doble dígito. La crisis que hemos visto en los valores de este sector durante este trimestre nos deja a Lululemon con una valoración muy atractiva y con datos de crecimiento muy importantes.

Última incorporación: Autozone y Moncler

Autozone, empresa con sede en Tennessee (EE.UU.), la principal empresa distribuidora de recambios, en el momento de su adquisición cotizaba con un importante descuento. Es una empresa con unas características muy concretas, similar a O'Reilly que es su principal competidora, es un sector muy defensivo en caso de crisis económica, el consumidor norteamericano cuando le cuesta más llegar a final de mes, suele optar por hacerse ellos mismos las reparaciones de sus vehículos e históricamente en periodos difíciles, Autozone es una empresa que prácticamente ni se inmuta, en la crisis del 2008 e incluso durante la crisis del COVID en el 2020 continuaron trabajando como si no pasara nada. Es una empresa muy apreciada y que es difícil encontrar un buen punto de entrada, este mes de enero vimos un buen punto de entrada al cotizar con más de un 30% de descuento respecto a nuestra valoración de la compañía.

Moncler, durante este primer trimestre las compañías relacionadas con el lujo han sufrido debido al peso de la demanda china y los problemas en el gigante asiático han dado buenas oportunidades de entrada, LVMH ha sido una buena oportunidad para aumentar la posición y Moncler Group que la seguíamos desde hace tiempo nos ha dado una buena oportunidad de entrada. Consta de dos marcas: Stone Island y Moncler una compañía que en los últimos 20 años ha sido capaz de crecer en ventas a una tasa del 23% anualizado con un sólido balance con deuda neta negativa y un amplio margen operativo del 30%, (como referencia el margen operativo del Inditex es “solo” del 20%).

Durante este trimestre hemos recibido OPA sobre Prosegur y tenemos dos posiciones que esperamos puedan ser objeto de OPA, Talgo y Allfunds Group NV.

Ventas: Palo Alto Networks

Recientemente, hemos vendido Palo Alto con una rentabilidad del 258%, por el cambio súbito de estrategia comunicado el día de publicación de sus beneficios.



Posicionamientos tácticos

Tenemos abiertas exposiciones vía ETF en Europa del Este (ex Rusia) y en China y Asia ex Japón, mercados muy lastrados por la geopolítica y que ofrecen buenas oportunidades de revalorización. Así como Futuros sobre el Russell 2000, índice muy correlacionado con un entorno de bajadas de tipos.

Durante este trimestre nos hemos beneficiado de una posición indirecta con el Bitcoin, a través de la compra de Calls sobre Microstrategy, empresa de software que se caracteriza por tener toda su tesorería en Bitcoins, creíamos que con el Halving de abril y la aprobación de los nuevos ETF podríamos ver una fuerte revalorización, esta operación nos reportó beneficios y fue cerrada con el Bitcoin a 60.000 \$.

En la Renta Fija tenemos una cartera con una duración de cuatro años, esperando una relajación en las curvas de tipos, en este trimestre no nos ha funcionado, pero con una TIR cercana al 5% es una parte de la cartera que nos dará un colchón de rentabilidad. En renta fija EE.UU. tenemos posiciones de larga duración (7 y 20 años) que esperamos obtener una buena rentabilidad a medida que haya más certeza sobre bajadas de tipos. Finalmente, tenemos posiciones en Bonos ligados a la inflación, es una posición que es una cobertura natural antes dos escenarios radicalmente diferentes. La apuesta en un Bono de Inflación es que los tipos reales bajen, en un escenario de recesión, la inflación caería al igual que los tipos nominales y los bancos centrales tenderían a bajar tipos nominales y reduciendo tipos reales, y en un escenario de sobrecalentamiento económico, una subida súbita de la inflación haría que igualmente los tipos reales cayera. (Tipo real = Tipo nominal – Tasa Inflación).

Perspectivas

En la cartera de renta variable, hemos construido una cartera sólida y de calidad, con unas métricas de endeudamiento, márgenes y retorno de capital por encima de las de mercado, las adquisiciones y con una clara vocación de ideas que vayan dando sus frutos, las mayores revalorizaciones absolutas en el fondo son Broadcom (comprada en el 2019 con un 469% de revalorización respecto la primera compra) y Meta (comprada en el 2019 con un 196% de revalorización)

A nivel de asset allocation, tenemos una cierta sensibilidad a un proceso de desinflación, los bonos largos y los futuros sobre Russell 2000 nos dan esa sensibilidad, seguimos convencidos de que la inflación acabará cayendo, solo que no tan rápido como al mercado le gustaría. La paciencia es un activo difícil de ser gestionado, pero que acaba dando sus frutos.

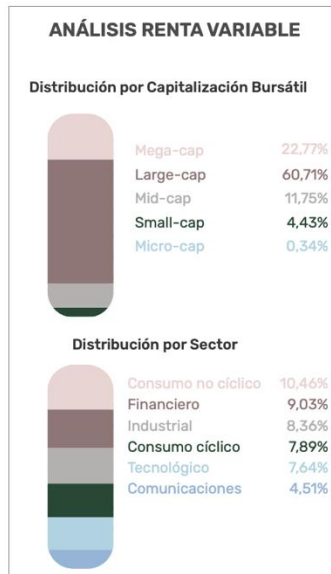
A medida que esta última etapa contra la inflación se vaya ganando, y que la FED pueda abordar bajadas de tipos, habrá un importante valor dentro de la cartera que podrá aflorar.



Principales magnitudes

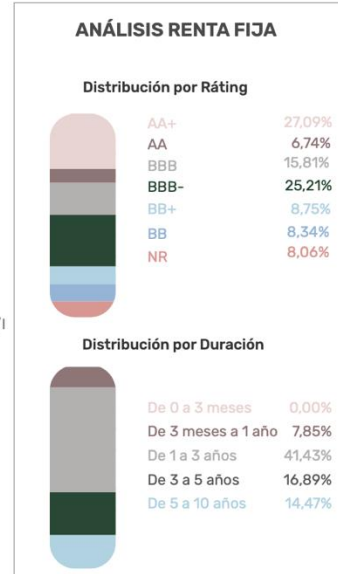
EXPOSICIÓN DE RIESGOS SOBRE PATRIMONIO

	Exposición Neta	Inversión Directa	Inversión IIC	Inversión Derivados
Renta Variable	64,89%	47,88%	4,46%	12,55%
Renta Fija	30,19%	30,19%	0,00%	0,00%
Inversión Alternativa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%



DIEZ MAYORES POSICIONES EN RENTA VARIABLE

LEONARDO SPA
 KKR & CO LP
 META PLATFORMS INC-CLASS A
 BROADCOM LTD
 NVIDIA CORP
 ASML HOLDING NV
 BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT A-W/I
 AIRBUS SE (SBF)
 THE CIGNA GROUP
 MICROSOFT CORP



Riesgo de divisa distinta a euro sobre patrimonio

Dólar USA	29,71%	Libra Esterlina	2,41%	Franco Suizo	2,38%	Varias	2,37%	Remimbi Chino	1,00%
-----------	--------	-----------------	-------	--------------	-------	--------	-------	---------------	-------

