



Estimado coinversor:

La rentabilidad en el primer semestre de 2020 para nuestros fondos asesorados es del -5,67% para el fondo Esfera III Fórmula KAU Grandes Gestores, -1,49% para Esfera III Fórmula KAU Gestión Dinámica, +8,88% para Esfera I Fórmula KAU Tecnología y -15,62% para Fonvalcem, mientras que el rendimiento del MSCI World es del -6,64%.

Comentario de mercado

El primer semestre de 2020 será recordado uno de los más intensos y atípicos, en el que hemos vivido una verdadera montaña rusa en los mercados.

Comenzamos el año con uno de los discursos más alcistas que recuerdo, fruto de la resaca de un 2019 muy rentable y la esperanza de que, al ser año electoral, Donald Trump haría todo lo posible por mantener al mercado consiguiendo máximos históricos constantemente. Esto derivó en una **complacencia generalizada** que ayudó a que los inversores ignorasen las alertas iniciales provenientes de Asia, consecuencia de la expansión de un desconocido virus, el COVID-19.

A finales de febrero, se hizo evidente la gravedad de la situación y los mercados comenzaron una vertiginosa caída, llevando a pérdidas de entre el 30% y 40% en la mayoría de los índices de **renta variable**, cayendo un 34% en el MSCI World en poco más de un mes. Estas caídas han entrado en el top de las más rápidas e intensas de la historia, con varios -10% diarios, y han supuesto una verdadera prueba de fuego para el estómago de los inversores.

Pese a ser caídas generalizadas, han afectado de forma diferente a cada tipo de empresa por la propia naturaleza del suceso. Hay sectores que vieron totalmente paralizada su producción y venta, mientras que otros, como los "online", no sufrieron casi impacto en su negocio o incluso dispararon su uso a raíz de los cambios en el consumo, producto del confinamiento y la "nueva normalidad". Entender las particularidades de esta crisis es fundamental para valorar el rendimiento de los diferentes activos.

A día de hoy, el impacto desde un punto de vista factorial es todavía más evidente al ver las **grandes diferencias entre el rendimiento de diferentes índices**. Tenemos al Nasdaq en máximos históricos con +16% en el semestre contra, por ejemplo, el -19% del MSCI World Value Factor y -13% del MSCI World Small Caps, que todavía luchan por recuperar lo perdido en la pandemia. Un caso aparte es nuestro sufrido IBEX 35, con un -24% a cierre semestral.

Las caídas no afectaron únicamente a la renta variable. Durante este caótico mes hubo un suceso de alto impacto en la **renta fija** que muchos medios han calificado como el estallido de la burbuja de la renta fija. En pocos días se secó el mercado con flujos masivos de salida, superiores a los 200.000 millones de dólares, lo que provocó caídas generalizadas en este mercado (superiores al -20% en algunos tramos) y con casi todos los fondos batiendo récords de caídas históricas. Fue un duro golpe para los inversores más conservadores, que vieron pérdidas que jamás imaginaron en productos supuestamente defensivos.

Vivimos un crash en la renta fija, sí, pero **a mi juicio no es ni de lejos el estallido de la burbuja**, que probablemente veamos cuando las subidas de tipos sean inevitables y los inversores tomen consciencia de la pérdida potencial en el precio de sus bonos. Recordemos que muchos inversores están comprando bonos con rentabilidades cercanas a 0 o negativas y esto significa que no hay esperanza de rentabilidad vía cupón, estando el retorno a merced del movimiento de los tipos de interés... que a largo plazo deberían normalizarse. A nuestro juicio hay que ser muy selectivos en la renta fija y valorar otros activos y estrategias para complementar la pata defensiva de las carteras.

Otro de los activos a destacar es el **oro**. Como todos sabemos, es el activo refugio por excelencia y, pese a que ha tenido momentos de volatilidad y sufrido una máxima caída superior al -10% en plena pandemia, cierra el semestre con una revalorización del +17%, cumpliendo su objetivo de ser una cobertura frente a las caídas generalizadas. Este resultado se ve amplificado por las acciones relacionadas con su explotación, que acumulan subidas superiores al +25% en el año. Nosotros preferimos tener exposición al oro vía acciones frente al oro físico por su efecto palanca sobre el precio y la capacidad de los gestores para encontrar empresas que puedan generar valor a largo plazo. Lo vemos como una doble fuente de retorno a largo plazo.

También es destacable el comportamiento del **petróleo**, que acaparó muchos titulares por su famoso cierre en negativo por primera vez en la historia. Más allá de este suceso, el petróleo ha sido uno de los activos que peor se ha comportado durante el año, lastrando a muchos índices de materias primas. Esto ha perjudicado a muchos fondos con sesgo Value que estaban invertidos en empresas relacionadas con el crudo y que han sufrido enormemente durante el COVID, así como a la mayoría de cestas de materias primas por su alto peso en ellas.

La siguiente imagen muestra los principales ETFs de diferentes mercados de renta variable, renta fija y materias primas, siendo un buen resumen de la evolución de los mercados:



Como se puede observar, los que hablan de que el mercado se ha recuperado están bastante más equivocados que acertados. El **color rojo es predominante**, especialmente en la renta variable, y si quitamos al Nasdaq, tecnología y salud, comprobamos que casi todos los mercados de renta variable están en pérdidas en el semestre.

Lo mismo se aplica a la renta fija, donde la deuda americana (sobre todo la de mayor duración) presenta buenos rendimientos, mientras que el resto de tramos presentan pérdidas generalizadas.

Nos encontramos con un **cierre semestral muy polarizado** donde las inversiones en Growth, USA y Large Caps presentan rentabilidades positivas (o incluso máximos históricos), mientras que el resto del mundo sigue remando para ponerse en verde.

Percibo en los inversores la sensación generalizada de que estos tres factores son, y serán, las inversiones más seguras y rentables a nuestro alcance, dado su buen comportamiento en los últimos años en general y en esta crisis en particular. Creo que es una reflexión bastante equivocada y la historia así lo demuestra.

El buen rendimiento de esta combinación de factores es consecuencia directa de las FAANG (o cualquiera de sus variantes, como FAAMG) y su espectacular década. Pocas compañías o sectores en su conjunto dominan el mercado de forma continuada y siempre hay grandes cambios entre décadas, como se puede apreciar en la siguiente imagen:

Gavekal Data/Macrobond

The world's 10 largest companies by market capitalization (ex Berkshire and Aramco)				
1980: Peak oil	1990: Japan will take over the world	2000: TMT bubble	2010: China will take over world	2020: US tech offers only growth
IBM	NTT	Microsoft	Exxon Mobil	Microsoft
AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi*	General Electric	PetroChina	Apple
Exxon	Industrial Bank of Japan	NTT DoCoMo	Apple Inc.	Amazon
Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking*	Cisco Systems	BHP Billiton	Google
Schlumberger	Toyota Motors	Wal-Mart	Microsoft	Facebook
Shell	Fuji Bank	Intel	ICBC	Alibaba
Mobil	Dai Ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Tencent
Atlantic Richfield	IBM	Exxon Mobil	China Construction Bank	Johnson & Johnson
General Electric	UFJ Bank	Lucent Technologies	Royal Dutch Shell	JP Morgan Chase
Eastman Kodak	Exxon	Deutsche Telekom	Nestlé	Exxon Mobil

*Merged entities

Si un inversor quiere obtener los mejores rendimientos de la próxima década, debe utilizar su tiempo en encontrar qué regiones, temáticas o sectores dominarán este listado en el futuro, en vez de dejarse llevar por lo que ha funcionado en el pasado. Esta **transición entre lo que ha funcionado y lo que pensamos que funcionará** es uno de los ejes sobre los que debemos construir las carteras.

Evidentemente, no podemos ignorar a estas empresas y rechazar tenerlas en cartera por ser las más grandes: todavía les queda mucho mercado para crecer. Sin embargo, es importante sobreponderar progresivamente otros factores y temáticas con el objetivo de encontrar "las nuevas FAANG" y no anclarnos en el pasado.

Sé que ahora mismo es difícil de imaginar, pero en algún momento las FAANG serán dinosaurios caídos en el olvido, como ha sucedido con muchas de las empresas y sectores dominantes de las décadas pasadas.

Desde un punto de vista más global, lo podemos extrapolar al factor Growth y Large Caps contra el resto. Estos factores han pulverizado a todos los estilos en los últimos años, pero la historia nos demuestra que **existe una continua ciclicidad entre los factores que mejor comportamiento han tenido en el tiempo** y, a mi juicio, esta vez no será diferente.

Debemos monitorizar el mercado para tratar de determinar qué funcionará mejor en el futuro y, actualmente, veo que comienza el momento de rotar muy progresivamente hacia otros factores y regiones. En la actualidad, tenemos un peso importante en estos factores y, seguramente, será así durante un tiempo, pero con la vista puesta en los mercados que puedan coger su relevo a medio y largo plazo.

Es doloroso salirse de lo que ha funcionado para comprar lo que no, pero la ciclicidad de los mercados juega a nuestro favor. Además, recordemos que el llamado "Performance Chasing" (rotar constantemente hacia lo que mejor ha funcionado, saliendo de lo que ha ido mal) es una de las principales causas de pérdida de rentabilidad para los inversores particulares. Lo que funciona es precisamente lo opuesto.

Debemos tener mentalidad contrarian y salirnos del consenso para obtener rendimientos superiores a la media.

Fórmula KAU Grandes Gestores

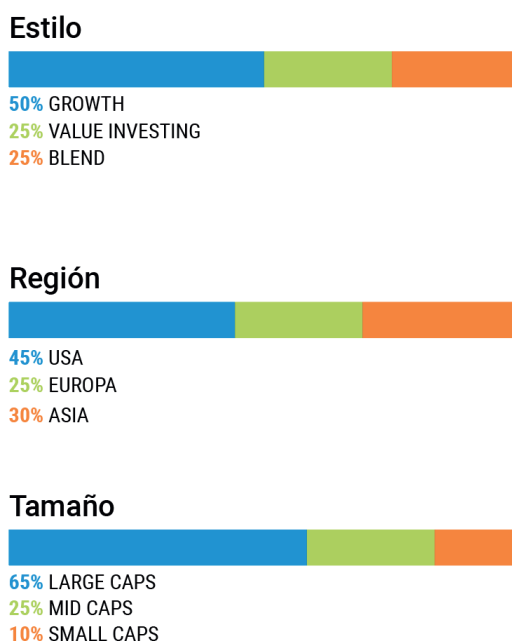
Recordamos que el objetivo del fondo es construir una cartera 100% invertida en renta variable global, de la mano de los mejores inversores del mundo y con una estructura de cartera enfocada a captar los factores con mejores perspectivas a largo plazo.

Si quieres más información sobre la estrategia te puede interesar el [vídeo de presentación del fondo](#).

La rentabilidad en el primer semestre de 2020 es del -5,67% contra el -6,64% del MSCI World en el mismo periodo.

Asset Allocation

Durante el semestre hemos ido completando la cartera hasta la siguiente estructura:



*Es un cuadro con estimaciones propias de los pesos aproximados a cierre semestral

Los pesos son fruto de una mezcla entre las perspectivas de cada factor y la convicción en cada gestor o ETF. La cartera está distribuida en, aproximadamente, un 80% en fondos de inversión y 20% en ETFs.

Gestores en los que invertimos

A continuación vemos los fondos en cartera ordenados por su ponderación:

1. Fundsmith Equity Fund
2. Morgan Stanley Global Opportunity Fund
3. Seilern World Growth
4. Schroder ISF Asian Total Return
5. Alger Small Cap Focus Fund
6. Fidelity China Focus Fund
7. Magallanes European Equity
8. Alken European Opportunities
9. Franklin India Fund

Durante este periodo periodo, **las 5 primeras posiciones han batido al MSCI World**, lo que nos ha permitido compensar el mal comportamiento del segmento Value y Europa, así como del fondo en India, consiguiendo superar al índice.

Es destacable el comportamiento del MS Global Opportunity (+13,84%) y Alger Small Caps (21,07%) durante el primer semestre, siendo las principales fuentes de beneficios de la cartera.

Los fondos con peor comportamiento han sido Alken European Opportunities (-23,34%), Magallanes European Opportunities (-22,89%) y Franklin India (-20,73%). Los tres productos que peor se han comportado son los de menor peso en cartera, lo que ha ayudado a que el rendimiento del fondo no quedara rezagado respecto a los índices.

Destaca el **caso de Alken European Opportunities**. La gestora capitaneada por Nicolas Walewski se ha visto afectada por el escándalo de Wirecard (era su principal posición en cartera), que ha lastrado notablemente su rendimiento. Tras conocerse la información sobre su posición, decidieron deshacer totalmente la inversión y el propio Nicolas reconoció su error de inversión en un comunicado. Además, recientemente han padecido la salida de varios analistas de peso en el equipo, algo que estamos vigilando de cerca.

Hemos hablado con la entidad y, por ahora, las explicaciones y procesos seguidos tras estos acontecimientos nos parecen correctos para ambas situaciones y no vemos necesario desinvertir de sus fondos. En cambio, no invertiremos más en sus productos hasta que veamos cómo afronta la gestora ambos sucesos y nuestra convicción vuelva al punto inicial.

ETFs en los que invertimos

A continuación vemos los ETFs en cartera ordenados por su ponderación:

1. VanEck Vectors™ Morningstar US Wide Moat UCITS ETF
2. WisdomTree Global Quality Dividend Growth UCITS ETF
3. SPDR MSCI World Small Cap UCITS ETF
4. iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF
5. iShares Edge MSCI World Value Factor UCITS ETF

Durante este semestre hemos realizado una **transición desde ETFs “convencionales” sobre índices hacia un enfoque factorial y Smart Beta**. Todos los ETFs en cartera han demostrado batir al MSCI World a largo plazo, ya sea por invertir en factores que generan rendimiento sobre el mercado o por su enfoque Smart Beta.

El ETF que mejor se ha comportado en estos meses es el WisdomTree Global Quality Dividend Growth, con un -3,07%. Por desgracia, su reciente incorporación conlleva que no hayamos podido capitalizar su buen comportamiento semestral.

El resto de ETFs se han comportado peor que el MSCI World en este periodo por su exposición factorial. Esto es algo que no nos preocupa, es normal cuando una cartera tiene una mezcla factorial y tenemos convicción plena en que estos productos demostrarán su capacidad de mejorar el rendimiento del mercado a largo plazo.

Los ETFs con peor comportamiento son el MSCI World Small Caps (-14,02%) y MSCI World Value (-19,44%), fruto de la comentada disparidad entre Growth y Large Caps contra el resto.

Asimismo, hemos añadido recientemente el **ETF iShares MSCI World Minimum Volatility** con el objetivo de reducir la volatilidad y mejorar el rendimiento del mercado si hay picos de volatilidad o nuevas caídas en los mercados.

Seguimos en proceso de investigación sobre factores y productos Smart Beta que puedan encajar en la cartera.

Fórmula KAU Gestión Dinámica

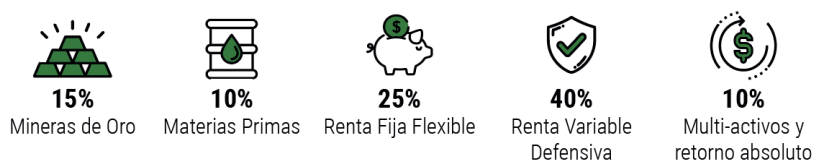
Recordamos que el objetivo del fondo es construir una cartera multi activo, inspirada en el All Weather Portfolio de Ray Dalio, para obtener una buena relación rentabilidad riesgo a largo plazo invirtiendo en los mejores gestores del mundo y en los activos con mejores perspectivas.

Si quieres más información sobre la estrategia te puede interesar el [vídeo de presentación del fondo](#).

La rentabilidad en el primer semestre de 2020 es del -1,49% contra el -6,64% del MSCI World en el mismo periodo.

Asset Allocation

Durante el semestre hemos ido completando la cartera hasta la estructura actual:



*La imagen son estimaciones propias de los pesos aproximados a cierre semestral

Hemos ajustado los pesos de los diferentes tipos de activos respecto al All Weather original basándonos en declaraciones de Ray Dalio sobre la coyuntura del mercado, su posicionamiento y a las perspectivas que tenemos para los diferentes tipos de activo, así como la convicción en cada uno de los fondos seleccionados.

Los cambios adoptados son:

- Incremento significativo del peso en materias primas y oro
- Inversión en oro vía mineras de oro en vez de oro físico
- Reducción notable del peso de la Renta Fija
- Enfoque muy flexible en la Renta Fija por el entorno excepcional en el que nos encontramos
- Peso en Retorno Absoluto/Multiactivos defensivos para sustituir a la renta fija
- Enfoque defensivo en la Renta Variable

Esta distribución ha ido cambiando a lo largo del semestre con el objetivo de capitalizar las oportunidades surgidas de las caídas. Por ejemplo, **incrementamos el peso de la renta variable**, que ha oscilado entre un 25% antes de las caídas y un 50%, situándose actualmente sobre el 40%.

También hemos **reducido el peso de la renta fija** en cartera y la cantidad de fondos en este segmento. Este es un cambio estructural que esperamos mantener a largo plazo.

Esta gestión dinámica entre activos nos permite rotar la cartera en función del potencial que vemos en cada tipo de activo y su relación rentabilidad riesgo.

La cartera está distribuida en, aproximadamente, un 80% en fondos de inversión y 20% en ETFs

Gestores en los que invertimos

A continuación vemos los fondos en cartera ordenados por su ponderación:

1. Schroder ISF Global Gold
2. MFS Meridian Prudent Capital
3. Robeco QI Global Conservative
4. Jupiter Dynamic Bond
5. Seilern World Growth
6. DWS Invest Top Dividend
7. Trea Renta Fija Selección
8. Pyrford Global Total Return
9. Sextant Bond Picking
10. DWS Concept Kaldemorgen
11. BGF World Gold
12. M&G Optimal Income

ETFs en los que invertimos

A continuación vemos los ETFs en cartera ordenados por su ponderación:

1. WisdomTree Enhanced Commodity UCITS ETF
2. VanEck Vectors™ Morningstar US Wide Moat UCITS ETF
3. iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS
4. VanEck Vectors™ Gold Miners UCITS ETF

Uno de los principales aportes de rentabilidad proviene de los **productos relacionados con el oro**, habiendo rentado un +21,49% el Schroder Global Gold, un +22,92% el BGF World Gold y el VanEck Vectors Gold Miners con un +24,81%. Sobreponderar el oro respecto a la estrategia original, así como exponernos vía mineras, ha sido una de las decisiones más rentables del semestre, tanto por su rentabilidad como por su labor de cobertura en los momentos de mayor volatilidad.

Pese al mal comportamiento de la renta fija, es destacable el comportamiento del Robeco Global Credits (ya no está en cartera a causa de la reducción en RF), con un +4,60%, y del Jupiter Dynamic Bond, con un +3,33% en el semestre.

Otro de los productos que mejor se ha comportado ha sido el **MFS Meridian Prudent Capital**, gracias a su estrategia con coberturas permanentes, habiendo rentado un +2,93% en el semestre. Pese a que en la recuperación del mercado se ha quedado algo rezagado, ha sido, de largo, el producto que mejor se comportó, **aguantando notablemente el valor liquidativo en los peores momentos** del mercado. Este fondo es uno de los core para nuestra cartera por su mezcla entre capacidad de capitalizar las subidas del mercado y cubrir en los escenarios de máximo estrés.

En la cola de rentabilidad tenemos al WisdomTree Enhanced Commodity con un -15,80%. Esto se debe al **mal comportamiento generalizado de las cestas de materias primas** en general y el petróleo en particular.

Otro producto que ha tenido un mal comportamiento es el Robeco QI Global Conservative Equities, con un -13,60%. Muy decepcionante su rendimiento en las caídas de mercado, que se ha visto afectado por el sesgo Value y de Dividendos de la cartera. En la misma

línea tenemos al DWS Invest Top Dividend con un -12,51%. Irónicamente, estos productos de corte defensivo se han comportado notablemente peor que la renta variable general en un periodo de gran estrés en los mercados, siendo una prueba de que la beta histórica en caídas de un producto no tiene que cumplirse siempre.

Por último, el B&H Renta Fija con un -9,14%, que al igual que el Robeco Global Credits ha salido de la cartera.

Conclusiones

Pese a ser un semestre complicado, estamos contentos con el rendimiento de ambos fondos.

La estrategia de **Grandes Gestores** ha sido capaz de batir al MSCI World pese al mal comportamiento de los mercados ex-USA y ex-Growth. Esto se debe al buen rendimiento de los gestores respecto a sus índices y al excelente comportamiento de las posiciones de mayor convicción, que son el top 5 de la cartera. Por ahora, el fondo acumula una liquidez cercana al 11%, proveniente de las nuevas entradas de capital, que iremos invirtiendo progresivamente en el mercado.

El fondo **Gestión Dinámica** ha cumplido su función de tener un comportamiento aceptable independientemente del entorno gracias a su posicionamiento multiactivo. Pese a que sufrió por el incremento de correlaciones en la fase de pánico del mercado, ha mejorado notablemente al MSCI World en rendimiento en el año y en lo que a máxima caída se refiere. También ha sido capaz de capitalizar una parte importante del rebote de los mercados. Nos hubiera gustado cerrar este periodo en positivo en el fondo, pero consideramos satisfactorio su rendimiento dadas las circunstancias.

Para finalizar me gustaría **agradecer a los coinversores la confianza y la convicción mostrada en nuestros fondos durante las caídas del mercado**, dado que no solo no hemos sufrido salidas de capital, sino que hemos incrementado el patrimonio bajo gestión en este convulso primer semestre de 2020. Sin duda, esta es una de las mejores muestras de confianza y satisfacción con la gestión.

Seguiremos trabajando para conseguir los mejores rendimientos en nuestras carteras.

Firmado:

Daniel Pérez Alegre