

Como muchos de vosotros sabéis, nuestro fondo GA estaba esperando que este 2020 se materializara una crisis. Como siempre decimos y repetimos, para que sea realmente una crisis, se materializaría principalmente en los mercados de crédito y financiación, aunque igualmente en las bolsas.

Desde hace tiempo pensamos que el nivel de apalancamiento del sistema financiero es básicamente insostenible, derivado de unas políticas monetarias también insostenibles que han basado el grueso de su trabajo en el “efecto riqueza”, dejando de lado el crecimiento sostenible.

De esta forma, se llevan sosteniendo y aumentando de manera artificial los precios de los activos financieros e inmobiliarios, principalmente, a base de bajar los tipos de interés a tasas incluso negativas en el caso de Europa. Sin duda alguna, lo más preocupante de esta política monetaria, estableciendo un “impuesto” al ahorro que favorece, gracias a las compras adicionales de bonos por parte del Banco Central Europeo (BCE), a los gobiernos más ineficientes. Estos han visto cómo no han tenido que afrontar los cambios estructurales en sus economías, y han seguido aumentando paulatinamente su endeudamiento.

Aparte de los problemas sociales u otros derivados de la creciente desigualdad, una de las consecuencias más graves de estas políticas ha sido el efecto negativo en las cuentas de resultados de los principales bancos europeos, seguida de un aumento desmedido en las futuras obligaciones de los planes, fondos de pensiones, tanto públicos como privados, que básicamente hacen que este tipo de políticas haya tocado su techo, o, mejor dicho, su suelo.

El posicionamiento del fondo está basado en los efectos que el desencadenamiento de una crisis suele llevar aparejada en los mercados, dentro de las restricciones que nos impone la estricta normativa de gestión de los fondos regulados UCITS. Entendemos que estas consecuencias son básicamente un incremento de los riesgos de crédito en los principales países y empresas de la región, así como una demanda de liquidez por parte de empresas y particulares ante un aumento repentino de los riesgos percibidos por los mercados.

Este hecho suele ser determinante para aumentar los tipos de interés, especialmente a medida que aumenta el plazo al cual queremos obtener esa liquidez.

Así, nuestro principal riesgo son opciones vendidas sobre el tipo de interés a 50 años (tipos swap, equivalente al interbancario), sobre tipos de interés negativo. Concretamente en los strikes -0,3% y -0,5% y a un plazo de 5 años. Técnicamente, nuestro mayor riesgo sería obtener financiación cobrando en estos plazos. Cobrar por que nos presten. Por esas opciones hemos recibido unas primas que hemos “invertido” en que esta situación desaparezca, es decir, comprando opciones por si los tipos de interés subieran de manera drástica, así como que igualmente las pendientes de estas curvas de tipos de interés reflejaran la mayor incertidumbre en el tiempo.

Marzo 2020

En cualquier caso, al desatarse la tormenta del Covid-19, con el desplome generalizado de las bolsas, los mercados optaron por “refugiarse”, como suelen hacerlo cuando suben repentinamente los riesgos para la renta variable en los activos de renta fija, y, en especial, pensando que la actuación de los Bancos Centrales no será otra que hacer más de lo mismo de lo que llevan haciendo ya demasiados años. Por cierto, sin conseguir, en ningún caso, los efectos buscados.

Esta compra masiva de bonos (los bonos alemanes a 30 años han llegado a cotizar en rentabilidades del -0,50%. Es decir, una pérdida segura de alrededor de un 15% en los próximos 30 años, con un potencial riesgo de “mercado” de más del 50%) ha arrastrado en un primer momento a los tipos interbancarios a esos plazos, elevando el valor de nuestras opciones vendidas, no sólo porque el precio de la financiación ha alcanzado estos niveles, sino además por el desorbitado incremento de la volatilidad, que hace igualmente que estas opciones suban de precio. Todo esto nos han producido pérdidas de valoración intensas, así como el precio de las opciones que teníamos compradas, que también han bajado de valoración de forma intensa. En estas últimas hemos llegado a un punto en el cual su valoración difícilmente puede bajar más, suponiendo un porcentaje muy pequeño en la cartera, y concentrando la posible bajada adicional de nuestro valor liquidativo tan solo en el riesgo de que la financiación a estos plazos (50 años) continúe bajando.

Las enormes diferencias de precio entre las opciones compradas y vendidas, al ser operaciones realizadas “a medida” con distintos bancos de inversión y al ser siempre valoraciones “muy prudentes” para nuestras contrapartidas, nos impedirían replicar las mismas posiciones en estos momentos debido a las diferencias de precio entre las valoraciones de nuestras posiciones y los precios de venta para incrementar las mismas. Debido a que esperábamos que este hecho se materializase en algún momento, el pasado año decidimos cerrar los fondos a nuevas entradas de dinero, ya que esta situación beneficiaría ahora mismo de manera muy notable a los nuevos partícipes en contra de los antiguos. Por otro lado, las escasas salidas patrimoniales que hemos tenido durante estos meses no hacen sino beneficiar a los antiguos partícipes, que están aumentando sus posiciones a costes prácticamente cero de la cartera de opciones compradas. Como hemos visto en el tramo final de esta semana, es posible que finalmente empiecen a recuperar de manera muy rápida su valor.

En cualquier caso, con el patrimonio actual o incluso bajando un poco más, podemos aguantar bastante más estrés del mercado, entendido este por tipos aún más negativos del -1% en 50 años, lo cual en sí mismo significa que prácticamente el dinero pierde la mitad de su valor en este plazo, o que las cosas (oro, acciones), se pueden comprar con un descuento muy importante al utilizar financiación interbancaria, como así nos permiten hacer los mercados de derivados.

Por este motivo, manteníamos una posición de cobertura muy relevante en oro, plata y mineras, que entendíamos que se deberían de beneficiar intensamente de esta oportunidad de financiación a estos plazos, ya que no pueden tener tipos de interés negativos.

Marzo 2020

Esta correlación parecía funcionar hasta que muchas de las cuentas que estaban invertidas en acciones, tenían también en su cartera empresas mineras o directamente oro como protección, han sufrido de tal manera y en tan poco escaso tiempo, que no han tenido más remedio que hacer cash en sus posiciones en estos activos para proteger el resto de sus posiciones, consiguiendo que no sirviera esta protección, en especial los peores días.

Así, en cuanto vimos este hecho de manera clara, redujimos substancialmente estas coberturas del 85% de la cartera al 30%, y pensamos en volver a subirlas cuando veamos que esta crisis finalmente se reconvierte en una crisis de crédito de difícil solución, momento en el que pensamos estos activos puedan volver a funcionar mejor.

En cualquier caso, tras la comparecencia de Christine Lagarde de esta semana reconociendo sus escasas capacidades para solucionar el inmenso problema en el que nos encontramos ahora mismo, y traspasando esa responsabilidad a la parte de la política fiscal, es decir, incremento de gasto de los gobiernos, la cartera tuvo un intenso rebote de valoración, precisamente uno de los días de peor comportamiento de todo el resto de activos, no solo de las bolsas, sino igualmente de los bonos, que vieron sus precios caer de manera abultada. Estas caídas en los bonos se han mantenido o acentuado igualmente en el rebote posterior de las bolsas, y entendemos que ya ha empezado el “reconocimiento” de los mercados de los efectos que anticipábamos desde hace unos meses.

En ningún caso vemos compatible una crisis de crédito y/o bancaria, con los propios bancos prestándose el dinero a tipos negativos en estos plazos, sino más bien al contrario. Anticipamos un estrés cada vez más importante en estos activos, en donde actualmente hay entre 15 y 20 trillones de USD en bonos cotizando a tipos negativos, y que ciertamente acarrearán pérdidas a sus tenedores. Estos activos han estado disfrutando de “beneficios” debido al constante aumento de precio que han tenido en los mercados. Es decir, han tenido rentabilidades positivas debidas a la revaluación de los precios, pero van a tener perdidas seguras a vencimiento. Un poco el caso contrario de las posiciones que mantenemos nosotros en cartera.

El estrés de estos días lo achacamos principalmente a la demanda de cobertura por parte de algunas aseguradoras importantes, que además tienen en este tipo de rendimientos a largo plazo su encrucijada, y de ahí que haya habido incluso pánico por parte de alguna de ellas tratando de “garantizarse” las mínimas pérdidas posibles a largo plazo. Es decir, están atrapadas, y su solución ha sido una especie de suicidio. Sintiéndonlo mucho, creemos que en breve empezaremos a ver a algunas de estas compañías con serios problemas de solvencia.

Por tanto, el exceso de confianza de muchos operadores del mercado en la capacidad del BCE de llevar hasta el infinito o más allá los tipos de interés negativos, se da de bruces con la realidad. Por un lado, las dificultades de bancos y aseguradoras, y, por otra, por el incremento desorbitado de necesidad de fondos para paliar los efectos de esta crisis. Cada vez estamos más confiados que desencadenará una crisis de crédito, afectando al mercado de bonos, sin duda el más importante por su tamaño y su función como transmisión de financiación a empresas,

Marzo 2020

familias y especialmente gobiernos, que van a tener, pensamos, serias dificultades para acceder a estos recursos. De hecho, esperamos que la caída de los mercados de bonos, ampliada por el efecto del mayor diferencial que el crédito ya ha empezado de manera muy violenta a recoger, hará que se produzcan grandes reembolsos en todo tipo de fondos con base en estos activos, poniendo en aprietos la liquidez en fondos de renta fija. No descartamos que se puedan dar algunos cierres de fondos, una especie de “corralito”.

Es igualmente por este motivo que ya anticipábamos el año pasado, que nuestro fondo estará cerrado a nuevos inversores, pero abierto a cualquiera que necesite liquidez. Ahora mismo por encima del 50% del patrimonio, sin contar con los activos en oro y plata que son igualmente muy líquidos y fáciles de convertir en liquidez.

En cualquier caso, estos días hemos mantenido conversaciones con varios inversores institucionales, que nos han solicitado entrar en el fondo, conociendo bien las posiciones y las estrategias que mantenemos en la cartera. Sólo en un caso altamente improbable o extraordinario nos decidiríamos a abrirlo a nuevos inversores, como digo, únicamente para proteger a los antiguos y/o fortalecerles mejorando con ello su retorno con esas entradas.

Debido a la cantidad, en términos nominales, de exposición que tenemos en opciones compradas, al plazo que tenemos para que estas opciones finalmente entren en valor (entre 1,5 y 4,5 años para las más importantes), y al escaso valor que supuestamente tienen ahora, anticipamos que ahora mismo, en caso de que finalmente tengamos el criterio acertado sobre los acontecimientos que esperamos, la rentabilidad del fondo puede suponer cifras altas o muy altas. Nos pueden hacer multiplicar el patrimonio del fondo varias veces, en un plazo razonable de entre uno y cuatro años. Esta estrategia se ha implementado respetando los límites de concentración requeridos por ESMA y se esta monitorizando en el día a día el cumplimiento con dichos límites, de manera que si en algún momento se superan dichos límites, se cumplirá con los plazos impuestos por el regulador para reducir dichas exposiciones.

Entre medias, reitero, tan sólo si vemos que somos capaces de replicar sin costes añadidos las mismas estrategias u otras posiciones que veamos más adecuadas a la evolución de los mercados, el fondo permanecerá cerrado a nuevos inversores. Especialmente para que esas rentabilidades sean para todos aquellos que lleváis más tiempo depositando en nosotros vuestra confianza. Esperamos no defraudarla.

Los hechos parecen que empiezan a darnos la razón. A último NAV publicado a día 18/03/2020 Global Allocation FI recupera un +37,55% con respecto al mínimo del día 10/03, periodo en el cual el Euro Stoxx 50 ha caído un -17,89%.