

CARTA TRIMESTRAL

A NUESTROS INVERSORES

TERCER
TRIMESTRE
2019

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Índice

→ Haz click en los epígrafes del índice para ir a la página.

01	Comentario sobre coyuntura de mercados	
	Perro ladrador...poco mordedor	5
	El rally más odiado de la historia	7
02	Posicionamiento estratégico Fondos Mixtos	12
03	Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto	
	Santalucía Selección Prudente	14
	Santalucía Selección Equilibrado	15
	Santalucía Selección Decidido	16
	Santalucía Fonvalor Euro	17
	Santalucía Retorno Absoluto	18
	Santalucía Renta Variable Internacional	19
04	Renta Variable	
	4.1. Gama de Fondos de Renta Variable	
	Santalucía Ibérico Acciones	21
	Santalucía Espabolsa	22
	Santalucía Eurobolsa	23
	Santalucía Europa Acciones	24
	4.2. Análisis de nuestras carteras	
	Estrategia Ibérica	25
	Estrategia Europea	26

Índice

4.3. Comentario de empresas	
AIRBUS APPLUS BEFESA	27
CAIXABANK CARREFOUR CELLNEX	28
CORTICEIRA AMORIM ENCE	29
EURONEXT FREEPORT MCMORAN GALP	30
GESTAMP IMCD INDRA	31
INTERCONTINENTAL HOTEL GROUP LOGISTA	32
NAVIGATOR SAP STABILUS	33
TELEPERFORMANCE UNICAJA VIVENDI	34

05

Renta Fija

5.1. Comentario sobre coyuntura de mercados	36
5.2. Gama de Fondos de Renta Fija	
Santalucía Renta Fija 0-2	37
Santalucía Renta Fija / Santalucía Renta Fija Dinámica	37

01

Comentario sobre coyuntura de mercados

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

santalucía
■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

“Perro ladrador...poco mordedor”

El conflicto comercial entre EEUU y China y el Brexit son, hoy por hoy, los principales focos de incertidumbre que mantienen en vilo a los mercados.

Por un lado, la guerra comercial (iniciada por Trump a principios de 2018) ha pasado a lo largo de los últimos 18 meses por diferentes etapas de mayor o menor incertidumbre e impacto sobre los mercados. Creemos que ello se enmarca dentro de una estrategia política que, bajo el lema “America First”, trata de defender los intereses de compañías y consumidores americanos, pero cuyo último objetivo es, ni más ni menos, ganar las elecciones de noviembre de 2020. La única realidad es que esta estrategia se ha convertido en errática y poco previsible (Trump da un paso hacia delante y luego un pequeño paso hacia atrás) y que ello genera una incertidumbre adicional en los mercados que provoca cambios bruscos e inesperados.

En el caso del Brexit, el culebrón se inició mucho tiempo atrás (junio de 2016) y parece que estamos muy cerca del desenlace final. Después de múltiples vaivenes políticos a lo largo de estos años, hoy parece más factible que finalmente se alcance un acuerdo con la UE (el mercado asigna un 60% de probabilidades) aunque no descartamos del todo un giro de última hora que derive en una salida abrupta.

Sea como sea, un entorno de reversión de la globalización no es bueno dada la madurez del ciclo económico actual, caracterizado por una baja actividad económica y una alta probabilidad de recesión:

● NY Fed Prob of Recession in US Twelve Months Ahead Predicted by Treasury Sprea...37.93

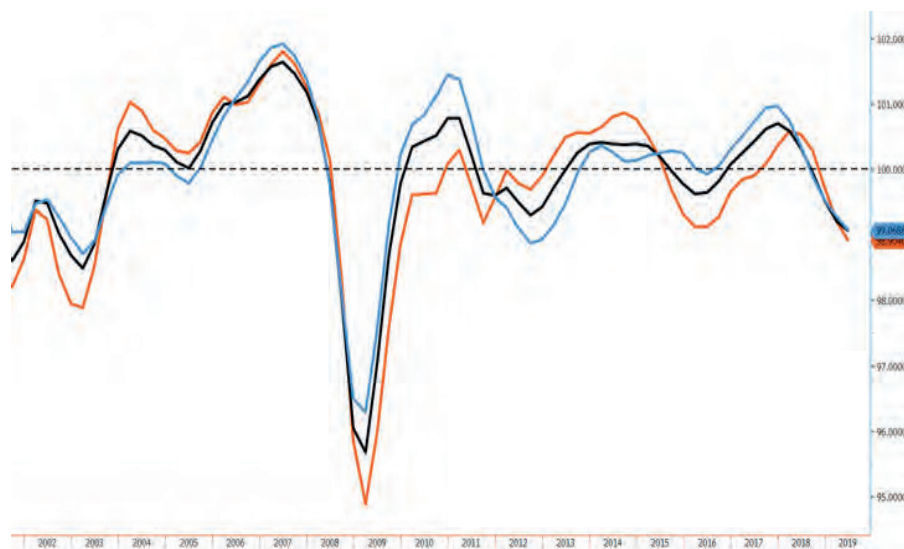


Fuente: Bloomberg

Los indicadores económicos adelantados (aquellos que tratan de pronosticar la economía en los próximos meses) se encuentran en su punto más bajo de los últimos años y parece que, cuanto más tiempo persista la tensión comercial y el riesgo de un Brexit sin acuerdo, más cerca estaremos de un punto de difícil retorno que derive en una recesión económica mucho más profunda de la actualmente descontada por los mercados.

OECD LEADING INDICATORS

- USA OECD Leading Indicators CLI Normalised SA 98.9040
- OECD Total Leading Indicators CLI Amplitude Adjusted SA 99.0560
- OECD Europe OECD Leading Indicators CLI Normalised SA 99.0686



Fuente: Bloomberg

Además...los titulares que leemos en la prensa son confusos, e incluso en muchos casos contradictorios.

Algunos ejemplos:

- ✓ Que la desaceleración económica es buena... porque se verá compensada con más estímulos (¡no hay mal que por bien no venga!)
- ✓ Que la gestión activa está muerta (es cierto que la gestión pasiva se está convirtiendo en una fiebre y poca gente confía ya en que los gestores sean capaces de generar alfa)
- ✓ Que las bolsas están muy caras (desde luego que sí en base a las bajas estimaciones de beneficios actuales)
- ✓ Que la renta fija atraviesa una “burbuja” sin precedentes (técnicamente es cierto...aunque es algo perfectamente sostenible si persiste el apoyo de los bancos centrales)

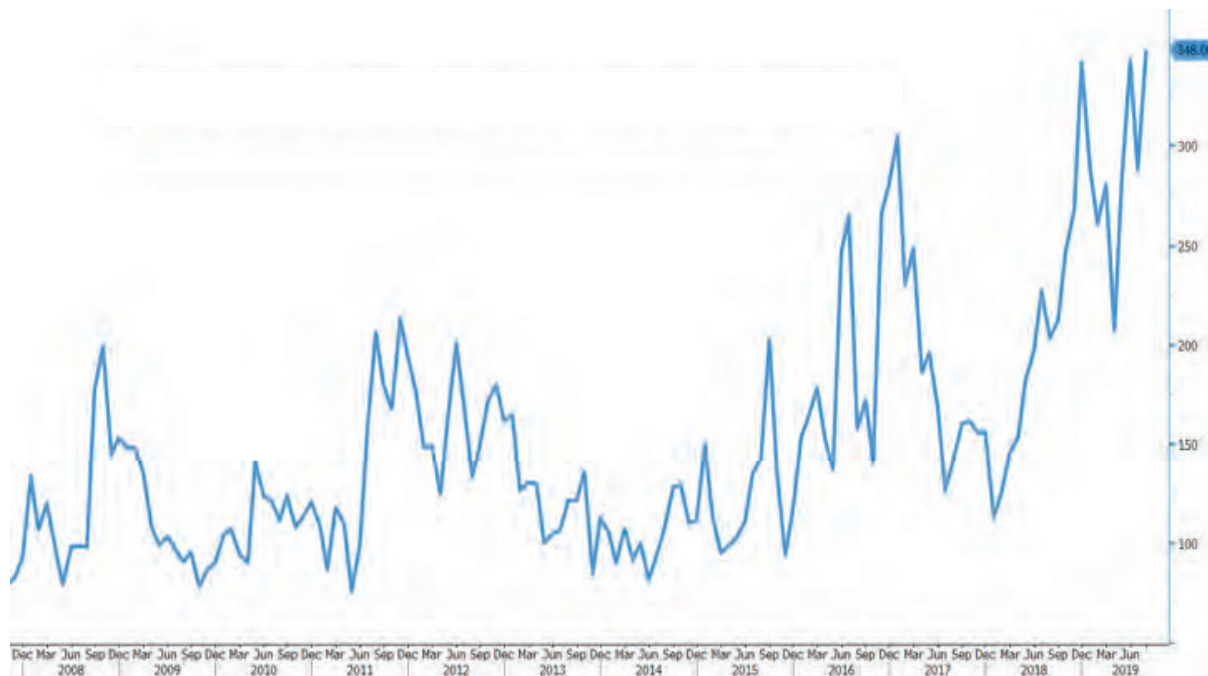


“El rally más odiado de la historia”

Seguro que en algún momento, a lo largo de este año, ha escuchado la frase “el rally más odiado de la historia”. A la vista del gráfico a continuación (“The Fear Factor” en máximos de los últimos 3 años) es lógico pensar en la falta de convicción del actual rally de activos de riesgo, siendo el escaso grado de participación en las subidas lo que precisamente le ha convertido en el más odiado de la historia.

El problema viene de haber pasado por alto un matiz importante, esto es, que los activos de riesgo han estado (y siguen estando) soportados en la acción de los bancos centrales y en las expectativas de políticas fiscales expansivas, algo que no responde en absoluto a razones de tipo fundamental, sino más bien de índole emocional.

● Global Economic Policy Uncertainty Index With PPP Adjusted GDP Weights - Last P... 348.00



Fuente: Bloomberg

Pues bien, esta extraña situación de mercado está provocando un peligroso efecto FOMO (“Fear Of Missing Out”) que está empujando a los inversores a tomar posiciones de riesgo para evitar esa terrible sensación de estar perdiéndose gran parte de las subidas. Los bancos centrales han infringido todas las reglas (imaginamos que en defensa de la economía) y, si bien es cierto que seguirán utilizando todos los instrumentos a su alcance para sostener esta situación, cabe prever que NO consigan el efecto deseado, esto es, devolver a la economía hacia tasas de crecimiento lo suficientemente elevadas.

Es por tanto un año aparentemente bueno, de fuertes subidas de los índices, pero de una enorme dispersión entre valores y sectores, esto es, un mal año para el stock-picking y la gestión activa.

En Renta Fija, todos los índices registran -a cierre del mes de septiembre- rentabilidades muy positivas en el año en curso, y estas son aún más positivas a medida que aumenta el perfil de riesgo del activo seleccionado.

Ello es resultado del intervencionismo de los bancos centrales. A priori, parece que el mercado seguirá muy soportado y con escaso riesgo a la baja a pesar del escaso/nulo recorrido al alza del activo

En Renta Variable, todos los índices registran igualmente un comportamiento muy positivo en el año, también apoyados en las expectativas de políticas fiscales y monetarias expansivas

No obstante, como ya hemos comentado, en la Renta Variable se observa una fuerte dispersión entre el comportamiento de los valores individuales, dependiendo del sector al que pertenezcan y/o estilo/factor que predomine en la formación de su precio. Ello nos ha llevado a un fuerte contraste entre el positivo comportamiento de los valores/sectores defensivos (muy por encima de los índices) y el de los cíclicos (muy por debajo de los índices) lo que ha provocado que las valoraciones sean igualmente muy divergentes.

01/10/19	% 2019
BARCLAYS GLOBAL AGGREGATE TOTAL RETURN	6,34%
BARCLAYS GLOBAL TREASURIES TOTAL RETURN	5,86%
BARCLAYS GLOBAL CREDIT TOTAL RETURN	8,99%
BARCLAYS GLOBAL HIGH YIELD TOTAL RETURN	8,76%
BARCLAYS US AGGREGATE TOTAL RETURN	8,52%
BARCLAYS US INVESTMENT GRADE TOTAL RETURN	13,20%
BARCLAYS US HIGH YIELD TOTAL RETURN	11,41%
BARCLAYS EURO AGGREGATE TOTAL RETURN	8,42%
IBOXX EURO CORPORATES OVERALL TOTAL RETURN	6,90%
IBOXX EURO HIGH YIELD TOTAL RETURN	7,70%
JPM EMBI GLOBAL DIVERSIFIED TOTAL RETURN	12,99%

Fuente: SL Asset Management

01/10/19	% 2019
MSCI WORLD INDEX	18,17%
MSCI WORLD VALUE INDEX	14,21%
MSCI WORLD GROWTH INDEX	22,16%
S&P500	20,55%
DOW JONES INDUSTRIAL	16,35%
NASDAQ 100	22,76%
RUSSELL 2000	14,18%
EUROSTOXX 50	20,17%
STOXX 600	18,64%
DAX 30	16,15%
IBEX 35	10,48%
NIKKEI 225	11,48%
MSCI EMERGING MARKETS	5,89%
MSCI CHINA	7,91%
MSCI INDIA	3,69%
MSCI LATAM	6,32%
MSCI FRONTIER MARKETS	10,66%

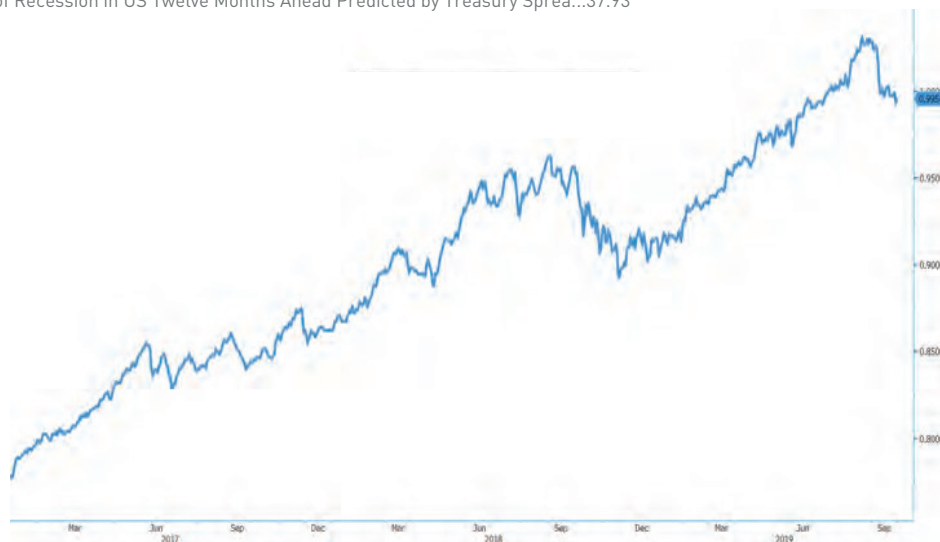
Fuente: SL Asset Management



Fuente: Bloomberg

Este efecto es aún más acusado en el comportamiento de los valores/sectores de crecimiento –growth- frente a los considerados como value, aunque esta tendencia no es nueva y se arrastra desde hace unos cuantos años:

● NY Fed Prob of Recession in US Twelve Months Ahead Predicted by Treasury Sprea...37.93

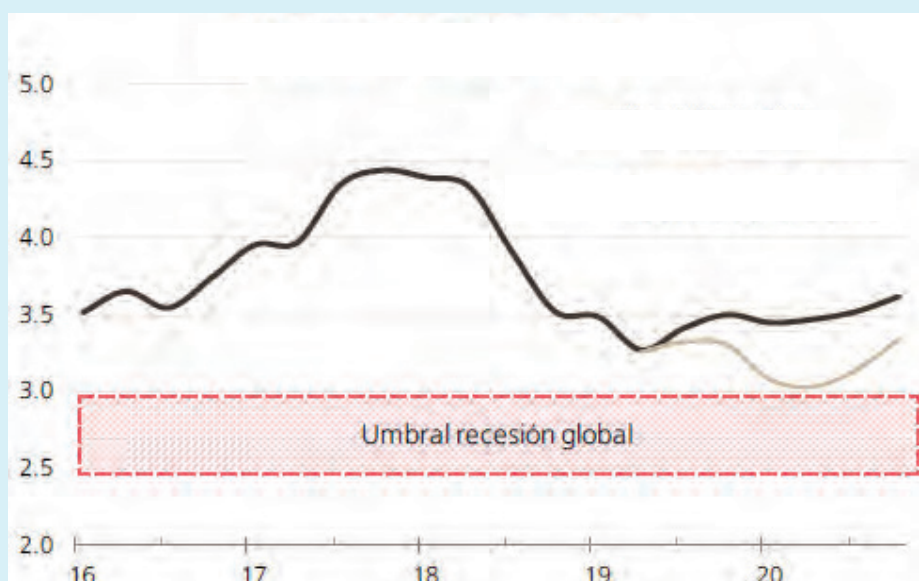


Fuente: Bloomberg

En definitiva, tras un deterioro significativo de la economía mundial que arrastramos desde principios de año, parece que un simple acuerdo comercial (aunque sea parcial) y la resolución de la incertidumbre del Brexit nos llevarían de nuevo a un panorama de estabilización de la confianza y la actividad económica.

CRECIMIENTO PIB REAL GLOBAL

● Previsión inicial
● Nuevo Escenario Base



Fuente: Bloomberg



Por tanto, el escenario base sigue siendo el de un punto de inflexión en la economía global, tras 1 o 2 trimestres adicionales de desaceleración, con recuperación del ritmo de crecimiento a lo largo del año 2020.

Las principales razones que lo justifican son:

- ✓ Las repercusiones económicas de la guerra comercial y del Brexit son, por el momento, limitadas.
- ✓ Trump no puede ganar una guerra comercial, con varios frentes proteccionistas abiertos, si ello supone un aislamiento de EEUU.
- ✓ Una crisis económica más profunda y la consecuente caída en las bolsas perjudicaría la imagen política de Trump, reduciendo la probabilidad de su tan ansiada reelección en 2020.
- ✓ Al margen de la efectividad de las medidas de estímulo, el apoyo de bancos centrales y gobiernos es y será indiscutible.

El mayor riesgo que corremos es que el actual escenario de recesión moderada se convierta en uno de recesión más profunda, y que el mercado deje, en algún momento, de valorar positivamente las medidas de política monetaria. Es por ello que pensamos que hay que seguir manteniendo la cautela, con una visión amplia y global de los activos, de los países y de los sectores, y que prevalecerá nuestra fórmula del éxito: **una verdadera gestión activa con mentalidad de largo plazo.**

02

Posicionamiento Estratégico Fondos Mixtos



Posicionamiento estratégico

En Renta Variable: el nivel de exposición neta es un escalón superior al nivel neutral de inversión (punto medio), esto es, al 60% de la capacidad máxima de inversión. Ello supone:

- ✓ Un **15%-20%** de exposición en Renta Fija Mixta (perfil prudente)
- ✓ Un **40%** en Renta Variable Mixta (perfil equilibrado)
- ✓ Un **55%** en Renta Variable Mixta (perfil decidido)

Además, renovamos coberturas para protegernos de la volatilidad, que por otro lado aprovecharemos para añadir posiciones, aprovechando caídas. El sesgo de la cartera de los Fondos es value/cíclico, en línea con nuestro escenario base de gradual recuperación económica.

En Renta Fija: seguimos al 100% de exposición centrados en crédito (IG > HY) financieros (Senior > Subordinados) y gobiernos periféricos (España e Italia > Portugal). La duración de tipos sigue siendo baja (entorno a 1,8 años).

En Alternativos: nos gustan los activos de retorno absoluto (por su protección y descorrelación frente a la renta fija y variable) y los de deuda privada (por su mayor rendimiento y menor volatilidad frente a la renta fija tradicional) en detrimento del capital riesgo e inmobiliario, en donde nos preocupa su perfil de riesgo y madurez del ciclo actual

OCTUBRE							
	---	--	-		+	++	+++
Renta variable					x		
Renta fija					x		
Alternativos			x				
Cash				x			
BONOS GOBIERNOS							
Europa core	x						
Europa periferia							x
España							x
Italia							x
Portugal					x		
CRÉDITO							
Investment grade					x		
High yield			x				
BONOS FINANCIEROS							
Senior					x		
Subordinados			x				
ALTERNATIVOS							
Líquidos							x
Deuda privada							x
Private equity						x	
Inmobiliario				x			
Infraestructura			x				

03

Gama de Fondos Mixtos y Retorno Absoluto



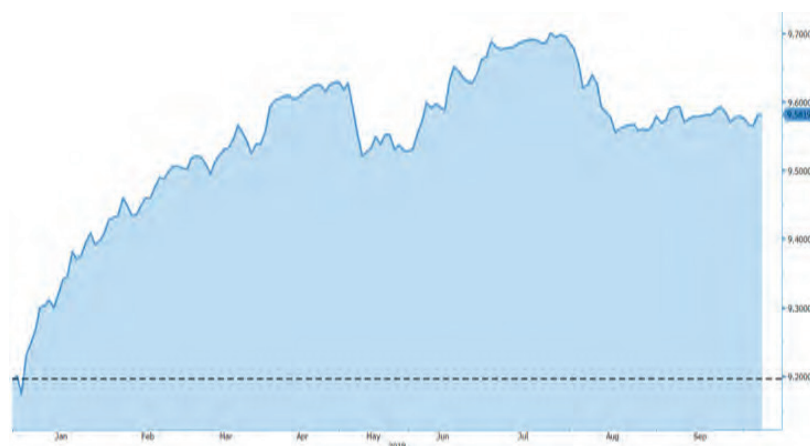
Santalucía Selección Prudente

Descripción y objetivos:

Fondo mixto de perfil conservador, que puede invertir hasta un 30% en Renta Variable a nivel global. El restante 70% se distribuye en Renta Fija, liquidez y activos alternativos. Es un **Fondo multiactivo gestionado de manera flexible** y siguiendo una estrategia global de asignación de activos, con objetivo de preservación del capital y menor volatilidad frente a la renta fija tradicional) en detrimento del capital riesgo e inmobiliario, en donde nos preocupa su perfil de riesgo y madurez del ciclo actual.

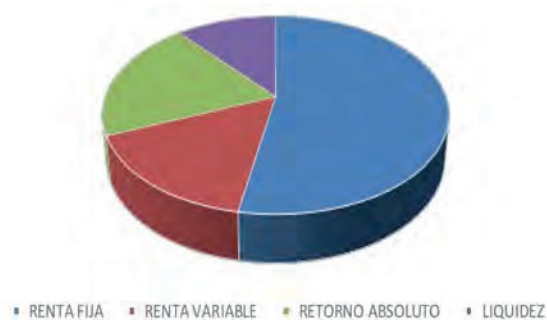
PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO			
Rentabilidad 3T209	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-0,67%	+4,17%	+0,36%	1,55%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



ACTIVOS	
Renta fija	52,89%
Renta variable	15,84%
Retorno absoluto	20,10%
Liquidez	11,17%

PRINCIPALES POSICIONES	
NORDEA 1-EURO CON BD-BI EUR	6,55%
UBAM GIOB HIGH YLD SOL-IHCE	5,38%
CANDR BONDS-CRED OPPORT-I-C	5,20%
OAKTREE GLBL CNV BN-EH EU AC	4,93%
AEGON EUROPEAN ABS FUND-BACC	4,91%



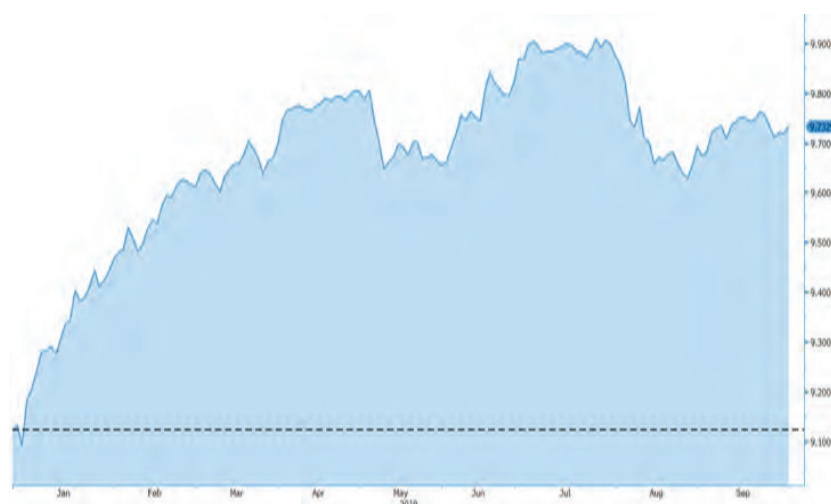
Santalucía Selección Equilibrado

Descripción y objetivos:

Fondo mixto de perfil moderado, que puede invertir hasta un 50% en Renta Variable a nivel global. El restante 50% se distribuye en Renta Fija, liquidez y activos alternativos. Es gestionado de manera flexible y siguiendo una estrategia de asignación de activos, con enfoque global y objetivo de crecimiento del patrimonio.

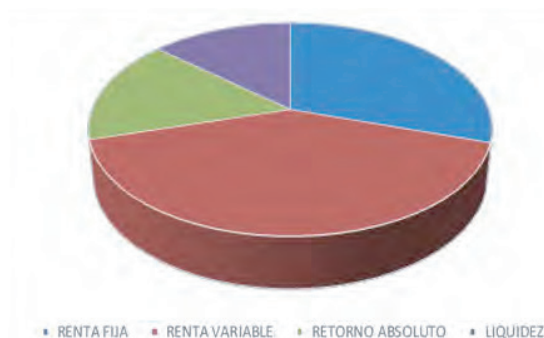
PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO			
Rentabilidad 3T209	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-0,92%	+6,69%	-0,36%	3,50%

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



ACTIVOS	
Renta fija	29,95%
Renta variable	40,56%
Retorno absoluto	16,03%
Liquidez	13,46%

PRINCIPALES POSICIONES	
DPAM INV B-EQ NEWGMS SSTBL-F	8,84%
ROBECO BP US PREMIUM EQ-FHE	7,30%
OAKTREE GLBL CNV BN-EH EU AC	6,88%
EVLI CORPORATE BOND-IB	5,95%
MAINFIRST TOP EUR IDE-REURC	5,75%



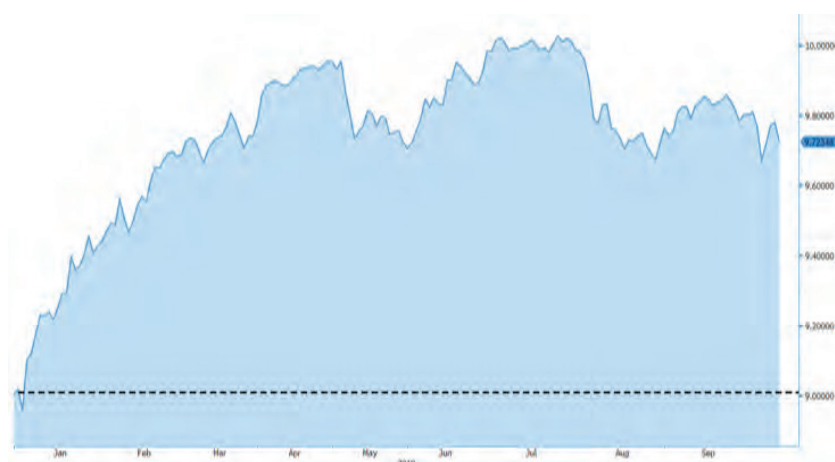
Santalucía Selección Decidido

Descripción y objetivos:

Fondo mixto de perfil agresivo, que puede invertir hasta un 75% en Renta Variable a nivel global. El restante 25% se distribuye en Renta Fija, liquidez y activos alternativos. Es gestionado de manera flexible y siguiendo una estrategia de asignación de activos, con enfoque global y objetivo de crecimiento del patrimonio.

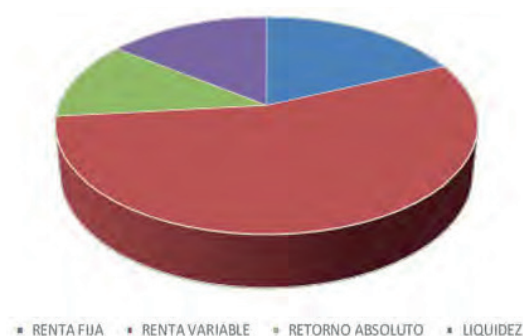
PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO			
Rentabilidad 3T209	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-1,15 %	+8,97 %	-0,46 %	6,16 %

DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS Y EVOLUCIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO EN EL AÑO 2019



ACTIVOS	
Renta fija	18,47%
Renta variable	54,90%
Retorno absoluto	11,89%
Liquidez	14,74%

PRINCIPALES POSICIONES	
DPAM INV B-EQ NEWGMS SSTBL-F	9,35%
FUNDSMITH EQUITY FD SICAV-TA	9,03%
ROBECO BP US PREMIUM EQ-FHE	8,46%
MAINFIRST TOP EUR IDE-REURC	6,84%
MAGALLANES VALUE EUROPN EQ-I	6,59%



Santalucía Fonvalor Euro

Descripción y objetivos:

Fondo mixto multiactivo de perfil moderado, que puede invertir hasta un 75% en Renta Variable a nivel global, pero cuyo porcentaje de exposición medio ha sido históricamente más cercano al 50%. El resto se distribuye en Renta Fija, liquidez y activos alternativos. Es gestionado de manera flexible, siguiendo una estrategia global de asignación de activos, y englobando las mejores ideas de análisis en los diferentes tipos de activos.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO			
Rentabilidad 3T209	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-1,69 %	+3,50 %	-7,05 %	9,38 %

POSICIONAMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD EN EL AÑO 2019



En Renta Variable:

- ✓ La exposición neta actual se encuentra en torno al 50% (nivel medio histórico).
- ✓ Para protegernos de posibles caídas en los índices, tenemos implementadas coberturas.
- ✓ Sesgo de cartera value/cíclico, en línea con nuestro escenario de recuperación.

En Renta Fija:

- ✓ La exposición actual se encuentra en torno al 30%.
- ✓ Sesgo de cartera agresivo, centrada en bonos financieros y subordinados.
- ✓ Pequeña exposición a mercados emergentes y bonos convertibles (<5%).
- ✓ Yield media de la cartera del 3,5%.
- ✓ La duración de tipos es cercana a cero (duración de contado: 3 años).

Santalucía Retorno Absoluto

Descripción y objetivos:

Fondo de Retorno Absoluto, con una **cartera formada por las mejores ideas en estrategias alternativas**, primando la liquidez y los costes. Destaca por su escasa correlación con los activos tradicionales de renta fija y variable y su objetivo es la obtención de rentabilidades positivas moderadas y constantes en el tiempo con un riesgo (volatilidad) muy controlado.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO			
Rentabilidad 3T209	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-0,21 %	+1,07 %	-1,23 %	1,18 %

POSICIONAMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD EN EL AÑO 2019



ESTRATEGIAS	
Global macro	3,98%
Multiestrategia	22,70%
RV Market neutral	30,83%
RF flexible	33,56%
Materias primas	5,54%
Liquidez	3,40%

PRINCIPALES POSICIONES	
EXANE FUND 1-INTEGRALE-S	7,23%
BLACKSTONE DIVERS MS-IEURACC	7,11%
RAM LUX SY-L/S EU EQ-PI	6,99%
BSF-FIX INC STRAT-12 EUR CAP	6,92%
LUMY-MARSH WAC TP MN U-BEURA	5,54%



Santalucía Renta Variable Internacional

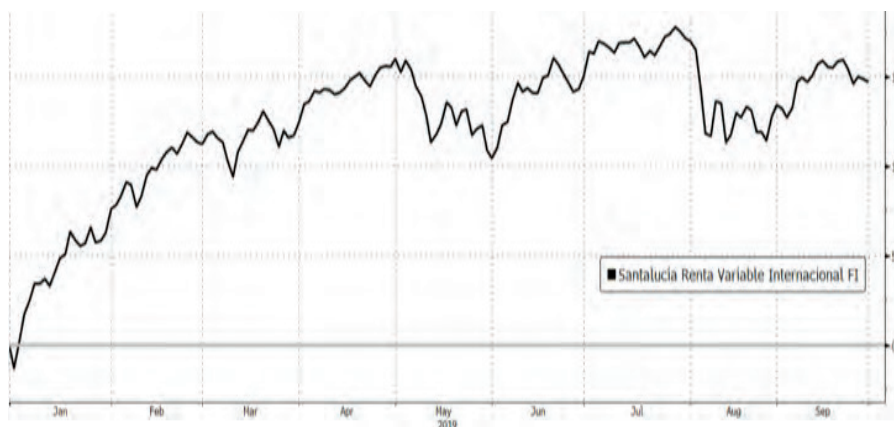
Descripción y objetivos:

Fondo de Renta Variable global, con una **cartera relativamente concentrada en ideas y cubierta en su divisa (euro)**. Filosofía de inversión basada en la asignación de pesos por países, por sectores, por factores y por estilos de gestión, en función de nuestra visión de los mercados muy controlado.

PRINCIPALES DATOS DE RENTABILIDAD Y RIESGO

Rentabilidad 3T2019	Rentabilidad año 2019	Rentabilidad últimos 12 meses	Volatilidad últimos 12 meses
-0,22 %	+14,74 %	-1,48 %	11,4%

POSICIONAMIENTO Y EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD EN EL AÑO 2019

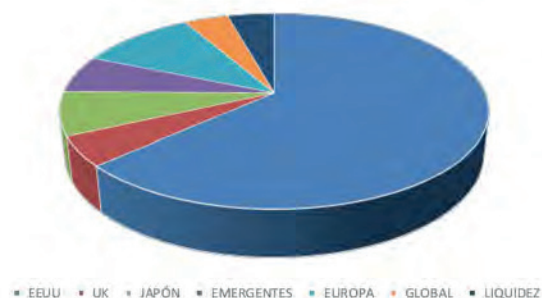


DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

EEUU	63,19%
UK	4,83%
Japón	7,18%
Emergentes	6,24%
Europa	10,39%
Global	3,96%
Liquidez	4,21%

PRINCIPALES POSICIONES

LYXOR S&P 500-D-HEDGED	10,29%
BROWN ADVSRY U E GRW-EUR BAH	9,55%
SCHRODER ITL US SM & M-CEH-A	9,45%
ROBEKO BP US PREM EQ-IHEUR	9,06%
AMUNDI S&P 500 UCITS ETF	8,84%



04

Renta Variable



4.1. Gama de fondos de Renta Variable

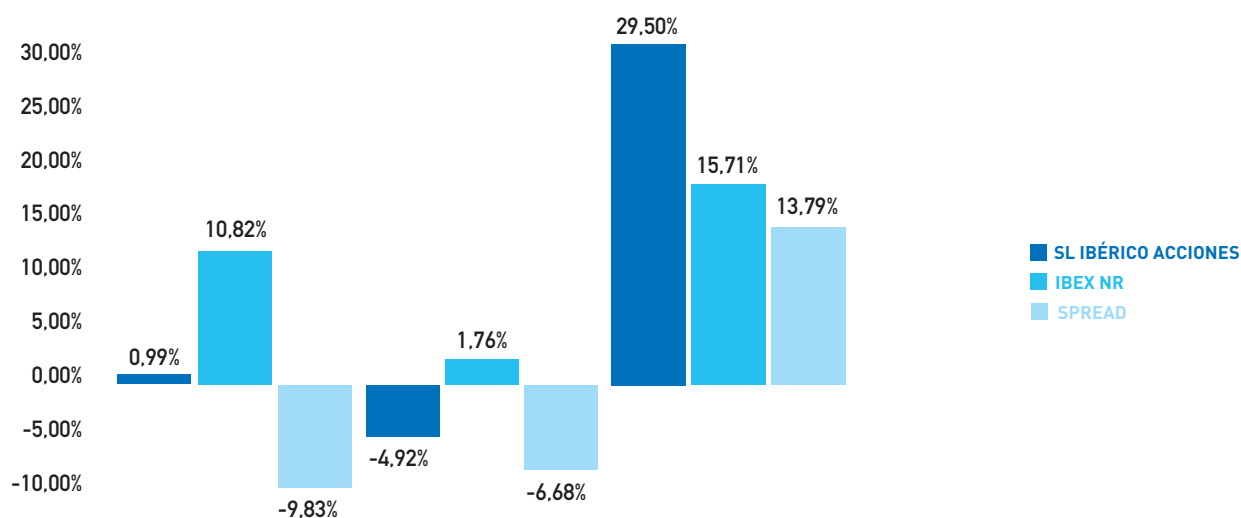
Santalucía Ibérico Acciones ★★★★★

El Fondo ha perdido un 3,71% en el trimestre, frente al índice de referencia que ha ganado un 0,91%. Durante el periodo, las tres compañías que mejor se han comportado en la cartera han sido: Merlin Properties, Cellnex y Lar España. Estas compañías tienen un denominador común: alquilan sus activos, obteniendo una rentabilidad superior al bono español a 10 años. En la parte negativa nos encontramos con Prosegur Cash, que se ha visto muy penalizada por su exposición a Argentina. Ahora bien, valorando el negocio argentino a cero, la compañía sigue infravalorada.

RENTABILIDADES ACUMULADAS

SANTALUCÍA IBÉRICO ACCIONES ★★★★★

	YDT	1 AÑO	3 AÑOS
SL IBÉRICO ACCIONES	0,99 %	-4,92 %	29,50 %
IBEX CON DIVIDENDOS	10,82 %	-1,76 %	15,71 %
DIFERENCIAL	-9,83 %	-6,68 %	13,79 %



PRINCIPALES POSICIONES %

Talgo	7,75 %	Alantra	4,89 %
Técnicas Reunidas	5,52 %	Merlin Properties	4,62 %
Sonae	5,15 %		

santalucía

■ ASSET MANAGEMENT ■

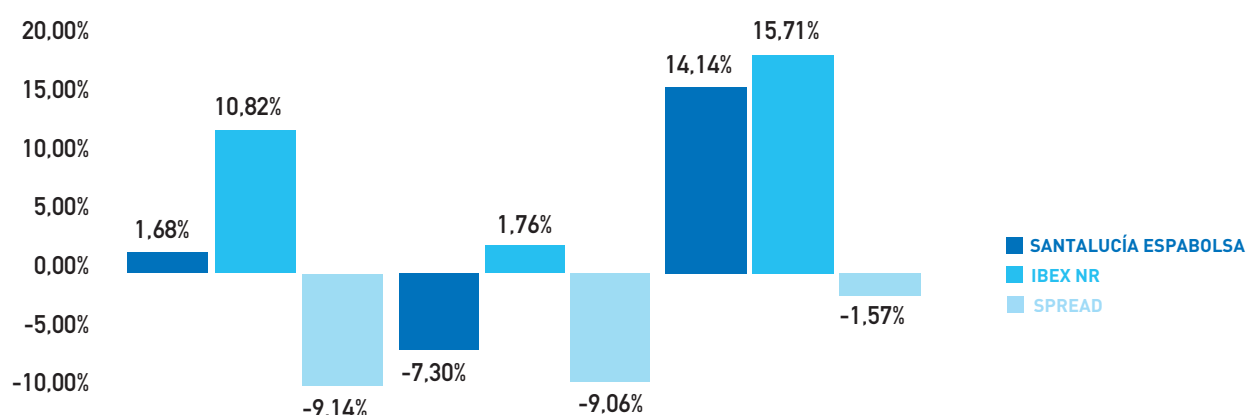
Sabes ahorrar, sabemos invertir.

Santalucía Espabolsa ★★★★★

El Fondo ha perdido un 2,91% en el trimestre, frente al índice de referencia que ha ganado un 0,91%. Durante el periodo, entre las compañías que mejor se han comportado en la cartera tenemos a Ferrovial, Merlin Properties, Lar España e Inditex. Las tres primeras compañías tiene un denominador común: alquilan sus activos, obteniendo una rentabilidad superior al bono español a 10 años. En la parte negativa nos encontramos con Prosegur Cash, que se ha visto muy penalizada por su exposición a Argentina. Ahora bien, valorando el negocio argentino a cero, la compañía sigue infravalorada.

RENTABILIDADES ACUMULADAS SANTALUCÍA ESPABOLSA ★★★★★

	YDT	1 AÑO	3 AÑOS
ESPABOLSA	1,68 %	-7,30 %	14,14 %
IBEX CON DIVIDENDOS	10,82 %	1,76 %	15,71 %
DIFERENCIAL	-9,14 %	-9,06 %	-1,57 %



PRINCIPALES POSICIONES %

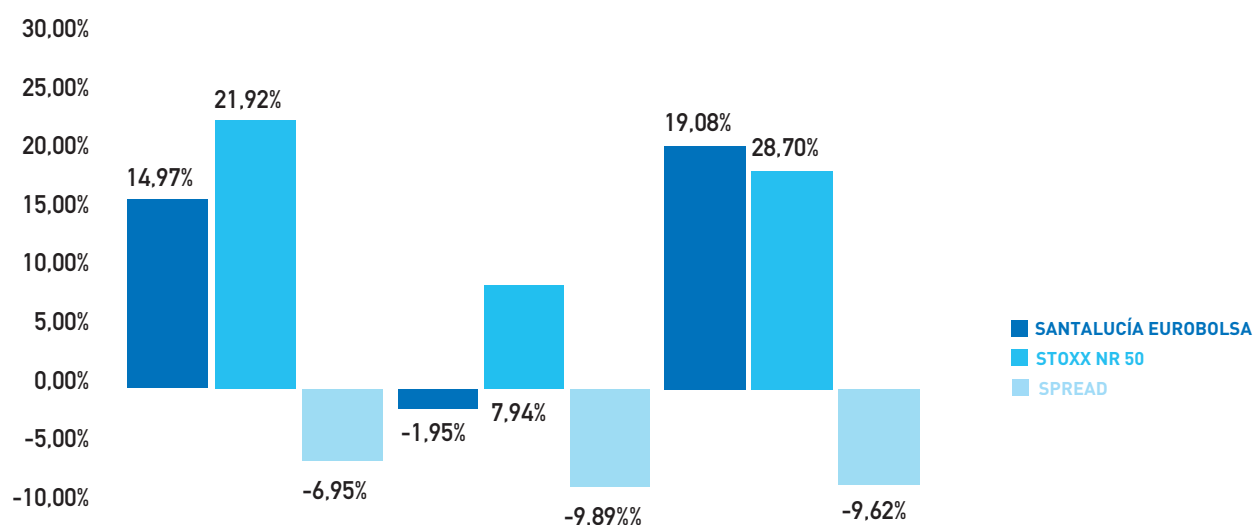
Talgo	7,95 %	Merlin Properties	4,81 %
Sonae	5,52 %	Prosegur Cash	4,41 %
Técnicas Reunidas	5,48 %		

Santalucía Eurobolsa ★★★★★

La cartera en este trimestre ha retrocedido un 1,02% frente al 3,04% que ha ganado nuestro índice de referencia. En estos meses, entre las compañías que más han aportado tenemos al banco italiano Intesa SanPaolo, a la compañía francesa de call-centers Teleperformance, la compañía de infraestructura italiana Vinci, y por último a la farmacéutica francesa Sanofi. Negativamente han destacado la dragadora holandesa Boskalis, el gigante de aviación Airbus y las firmas tecnológicas SAP y Atos.

RENTABILIDADES ACUMULADAS SANTALUCÍA EUROBOLSA ★★★★★

	YDT	1 AÑO	3 AÑOS
SL EUROBOLSA	14,97 %	-1,95 %	19,08 %
EUROSTOXX 50 CON DIVIDENDOS	21,92 %	7,94 %	28,70 %
DIFERENCIAL	-6,95 %	-9,89 %	-9,62 %



PRINCIPALES POSICIONES %

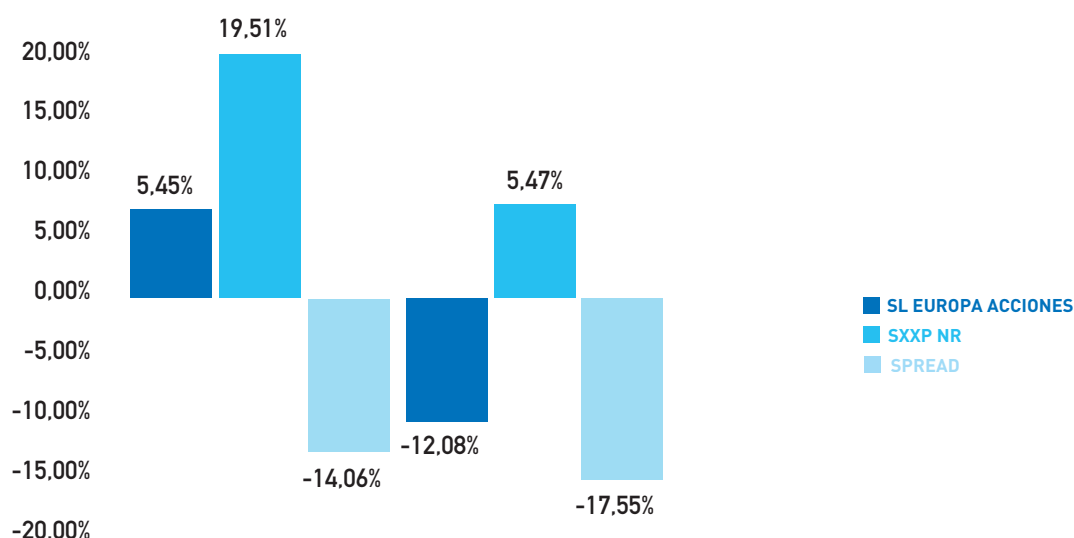
Elis SA	5,68 %	ENI Spa	4,05 %
IMCD	4,59 %	Danieli	3,81 %
Airbus	4,33 %		

Santalucía Europa Acciones

La cartera en este trimestre cedió un 2,74%, frente al 2,62% de ganancia de nuestro índice de referencia. En el trimestre tenemos a dos compañías italianas entre las que más han aportado al fondo. El banco italiano Intesa SanPaolo, y el mayorista de productos electrónicos Esprinet. En el lado opuesto tenemos a la firma de gestión de efectivo Prosegur Cash, y al distribuidor de productos químicos holandés IMCD.

RENTABILIDADES ACUMULADAS SANTALUCÍA EUROPA ACCIONES

	YDT	1 AÑO	1/8/17
SL EUROPA ACCIONES	5,45 %	-12,08%	-9,54 %
STOXX 600 CON DIVIDENDOS	19,51%	5,47 %	6,57%
DIFERENCIAL	-14,06 %	-17,55 %	-16,11 %



PRINCIPALES POSICIONES %

Intesa Sanpaolo	6,44 %	Cerved Group	5,60 %
Daniel & Co	6,32 %	Prosegur Cash	5,08 %
Elis	6,30 %		

4.2. Análisis de nuestras carteras

Estrategia Ibérica

Santalucía Ibérico Acciones

○ Incorporaciones (+)

ENCE
UNICAJA
GESTAMP
CORTICEIRA AMORIM

○ Incrementos (↑)

CAIXABANK
BEFESA
GALP
NAVIGATOR

Disminuciones (↓)

CELLNEX

Santalucía Espabolsa

○ Incorporaciones (+)

UNICAJA
CORTICEIRA AMORIM
GESTAMP

○ Incrementos (↑)

CAIXABANK
BEFESA

Estrategia Europea

Santalucía Europa Acciones

○ Incorporaciones (+)

INDRA

○ Incrementos (↑)

LOGISTA

STABILUS

BEFESA

FREEPORT MCMORAN

○ Disminuciones (↓)

CARREFOUR

IMCD

INTERCONTINENTAL HOTEL GROUP

Santalucía Europa Acciones

○ Incorporaciones (+)

INDRA

○ Incrementos (↑)

LOGISTA

STABILUS

BEFESA

○ Disminuciones (↓)

AIRBUS

CARREFOUR

APPLUS

INTERCONTINENTAL HOTEL GROUP

EURONEXT

IMCD

SAP

TELEPERFORMANCE

○ Salidas (→)

VIVENDI

4.3. Comentario de empresas

AIRBUS (↓)

Reducimos ligeramente exposición al gigante de la aviación europeo por valoración. Airbus junto con Boeing conforman un duopolio en el diseño, fabricación y venta de aviones comerciales. La compañía europea es la líder indiscutible en la categoría de aviones pequeños, de un pasillo. Actualmente el 44% de las ventas totales del grupo Airbus provienen de esta categoría, en la que tiene una cartera de pedidos que es igual a 8,5 años de su producción. Destacaríamos aquí los nuevos modelos de la familia A320 y A321.

En aviones grandes -de más de un pasillo- donde encontraríamos los A350 y A330, Airbus se encuentra con una demanda débil y con un competidor presionando precios a la baja. **Estimamos que, en los próximos 5 años, esta empresa generará caja por importe de cerca del 30% de su capitalización bursátil: €30 mil millones.** Consideramos que Airbus se encuentra en el mismo punto que Boeing hace un lustro, cuando la caja empezó a crecer fuertemente, siendo posible que ésta sea devuelta al accionista en el futuro.

APPLUS (↓)

Reducimos ligeramente posición en esta compañía posicionada en el sector de la inspección, los ensayos y la certificación. La rebaja de exposición a esta empresa se debe exclusivamente a valoración.

Tenemos en cartera esta empresa desde hace varios años. Con una fuerte exposición al sector "oil & gas", se vio muy penalizada por la caída de la actividad en ese sector en el pasado. Una vez revitalizada esta industria, los márgenes de la compañía han ido mejorando. Además, en el segmento de ITVs, la renovación de la concesión en Irlanda da tranquilidad operativa a Applus. **Estimamos que la compañía tiene aún recorrido.**

BEFESA (↑)

Aumentamos ligeramente la posición en Befesa. La empresa recicladora de zinc presentó unos resultados en línea con lo que había esperar en el nuevo entorno del precio de las materias primas. El aumento de capacidad en la planta de reciclaje de Turquía supondrá un incremento del 70% del volumen tratado. Los movimientos en la acción, causados por la volatilidad temporal del mercado, ofrecieron una oportunidad de entrada que se aprovechó para aumentar ligeramente la posición. **La compañía, con su actual capitalización bursátil y generación de caja estimada para 2020, se encuentra a un FCF yield superior al 7%.**

CAIXABANK (↑)

Se ha doblado la posición en Caixabank. Durante el periodo estival, el mercado siguió descontando una bajada de tipos por parte del Banco Central Europeo y castigando por lo tanto las cotizaciones de los bancos. En el caso de Caixabank, el mercado ha llegado a descontar unas caídas del beneficio neto cercanas al doble dígito para los próximos años. **Caixabank será capaz de generar un beneficio neto de al menos 1.700 millones de euros**, lo que supone retornos sobre su patrimonio cercanos al doble dígito. Se ha aprovechado el nerviosismo mostrado por el mercado ante decisiones judiciales para aumentar posición a 0,6x valor en libros y por debajo de 7x beneficios.

CARREFOUR (↓)

Hemos **reducido ligeramente nuestra exposición** a la compañía de supermercados francesa **por valoración**. Desde que entramos en esta empresa el año pasado, hemos presenciado cómo el equipo de gestión ha ido implementando las medidas de reestructuración que anunció al incorporarse a la compañía. Entre éstas se incluyen: aumento de recorte de opex; reducción de SKUs y centralización de compras y alianzas; mejor asignación del capex, recortándolo; salida de negocios no rentables; e incremento de la marca blanca. En un par de años, **estas medidas deberían aumentar el resultado operativo hasta los €2.800 millones, situándose la valoración de Carrefour en 10x PER**.

CELLNEX (↓)

Cellnex es la mayor compañía independiente de infraestructura de torres en Europa. Opera en España, Italia, Francia, Países Bajos, Suiza y Reino Unido; y controla la única red de transmisión de radio y televisión nacional independiente de España.

Consideramos que Cellnex es una compañía magníficamente gestionada que ha sabido aprovechar las oportunidades que han ofrecido las compañías de telecomunicaciones para mejorar su modelo de negocio pasando de ser un "real estate player", con torres en alquiler a través de acuerdos de arrendamiento, a ser un proveedor de soluciones a través de acuerdos de servicios, lo que le ha permitido aumentar la visibilidad de su crecimiento orgánico.

Se ha reducido la posición en la compañía únicamente por valoración. Tras haber incrementado su valor en un 140% desde precios de compra, hemos recogido ganancias. Dicho esto, consideramos que el mercado refleja en gran parte la calidad de la compañía, así como su potencial crecimiento orgánico e inorgánico, permitiendo un nivel de revaloración inferior a lo que solemos exigir a una compañía.

CORTICEIRA AMORIM (+)

La empresa portuguesa Corticeira Amorim es el principal productor mundial de corcho. Disfruta de una ventaja competitiva natural ya que el alcornoque solo crece en países del Mediterráneo y el Atlántico como Portugal, España, Italia, Marruecos y Túnez. Corticeira Amorim compra el 25% de la producción de corcho mundial.

Entre el comienzo del estudio de la compañía y la primera compra han pasado más de dos años hasta que ha vuelto a un precio que se pudiese considerar realmente atractivo. La caída se ha debido a dos situaciones que consideramos temporales: en primer lugar, a una cosecha anormalmente elevada de corcho, que ha supuesto un incremento de oferta y presión en precios; en segundo lugar, el holding familiar Investmark realizó una colocación del 3,46% del capital. La familia continúa manteniendo más del 70% del capital a través de distintos vehículos de inversión. Consideramos que el mercado está siendo demasiado pesimista con los márgenes esperados, y **que la compañía será capaz de generar un flujo de caja libre de por lo menos 85 millones de euros.**

ENCE (+)

ENCE es uno de los principales productores de pulpa de fibra corta, con cerca de 950.000 toneladas de capacidad instalada a través de sus plantas de Navia y Pontevedra. Además, tiene una capacidad instalada para la generación de energía renovable de 332 MW, de los cuales 50 MW corresponden a generación termo-solar, 13 MW a cogeneración con gas natural y 269 MW a generación con biomasa.

La división de Pulpa de eucalipto (BHKP), que puede llegar a representar 2/3 del EBITDA cuando el precio de la pulpa se encuentra en niveles normales, se caracteriza por su carácter cíclico y depende de los precios globales de la pulpa basados en USD. El suministro de madera de eucalipto se realiza en España, comprando a productor mayorista y minorista. El negocio de generación de energía representa 1/3 del EBITDA aproximadamente, siendo la biomasa el principal componente a partir del cual se genera la energía. **La compañía tiene como objetivo alcanzar los 150 millones de EBITDA en 2023**, lo que le permite cubrir los costes fijos de la compañía y no depender de las fluctuaciones de precios de BHKP, reduciendo la ciclicidad. Adicionalmente, la compañía dispone de sinergias entre ambas divisiones ya que la biomasa utilizada para la generación se obtiene a partir de los residuos resultantes del tratado de la pulpa. ENCE cuenta en total con 7 plantas en funcionamiento y 2 más que entrarán en funcionamiento para 2020, todas ellas en territorio español. La debilidad del precio de la pulpa y la incertidumbre del futuro de la planta de Pontevedra, han penalizado la cotización de la compañía. Esto nos ha dado la oportunidad de entrar en una compañía cíclica, infravalorada normalizando precios y márgenes.

EURONEXT (↓)

Euronext es la compañía que opera las bolsas de Francia, Holanda, Bélgica, Portugal e Irlanda además del sistema de compensación y liquidación Euroclear. La compañía, basándose en las ventajas de la industria y de su modelo de negocio, **obtiene unos márgenes EBITDA y unos retornos sobre su capital empleado superiores al 55%**. Euronext ha sabido aprovechar la demanda de compañías por ser listadas y el crecimiento de volúmenes desde el final de la crisis financiera. **El modelo de negocio permite una generación de caja muy sólida** para seguir reinvertiendo a doble dígito y se ha aprovechado para crecer tanto orgánicamente como de manera inorgánica. Durante los últimos dos años se ha hecho con las bolsas de Dublín y Oslo.

Si bien creemos que la compañía seguirá mostrando una gran solidez operativa, **hemos creído conveniente reducir ligeramente la posición tras el gran comportamiento que ha mostrado.**

FREEMPORT MCMORAN (↑)

Hemos seguido aumentando nuestro peso en Freeport. Aunque el mercado ahora esté focalizado en la guerra comercial y en el enfriamiento de la economía en general, el mercado físico de cobre está en tensión. Hay que señalar que las disminuciones de grados en la industria en general hacen que el mercado previsiblemente estará más tensionado en el futuro. Este conjunto de factores nos hace ser **muy positivos con el potencial de revalorización de Freeport en el medio-largo plazo.**

GALP (↑)

GALP es una petrolera portuguesa integrada. Sus principales activos productivos se encuentran en Brasil, Mozambique y Angola. **La producción petrolera de la compañía lleva años creciendo a buen ritmo.**

Durante el tercer trimestre del año, el precio del crudo ha sufrido una caída de alrededor del 10%, lo que se ha visto reflejado en los valores cuyo negocio depende de este precio. En consecuencia, hemos seguido revisando nuestra tesis de inversión en la compañía y la industria del crudo, **y seguimos convencidos que el precio normalizado del petróleo debe estar en niveles superiores a los actuales** para cubrir costes y mantener la oferta. GALP debe generar un beneficio por acción de 1,50€ en el año 2021, por lo que, incluyendo el dividendo que pagará durante el periodo, esperamos una TIR aproximada del 15,0%.

GESTAMP (+)

Iniciamos posición en Gestamp, compañía fundada en 1997 por la familia Riberas, actualmente su mayor accionista. Esta empresa se dedica al diseño, desarrollo y fabricación de componentes metálicos para el automóvil. Gestamp es el **proveedor líder en piezas metálicas para carrocerías**, y está entre los tres primeros fabricantes de piezas para chasis. Además, es un jugador relevante en mecanismos y motores eléctricos utilizados en la apertura de puertas, maletero y capó.

Destaca en la tecnología “hot stamping”, con más de 100 plantas en el mundo. Esta tecnología es el motor de crecimiento de la compañía. El “hot stamping” es una tecnología reciente que, aunque se desarrolló en los años 70, no comenzó a ser utilizada hasta mitad de los años 80. Gestamp entró en este negocio a principios de la década del 2000, desarrollando una planta y posteriormente comprando varias compañías del sector SSAB -Hard Tech y ThyssenKrupp Metalforming- y creciendo orgánicamente.

La tesis de inversión en esta compañía se centra en la generación de caja. Gestamp ha hecho un esfuerzo financiero muy alto invirtiendo en plantas nuevas que ha provocado una inexistente generación de caja y un fuerte crecimiento de su endeudamiento. Tras años de super-crecimiento esperamos que Gestamp reduzca la apertura de plantas, liberando caja y mejore los márgenes consecuencia de menos “ramp up” de nuevas fábricas, que impactará positivamente en la generación de caja.

IMCD (↓)

Rebajamos peso de este distribuidor holandés de productos químicos especiales. Esta compañía es lo que se denomina un “compounder”. Año tras año su rentabilidad se sitúa por encima de su coste de capital, e invierte la caja generada aumentando el valor de la compañía. **Entró en cartera en el año 2017 y, tras haber doblado, la valoración se ha ajustado**, por lo que consideramos que es el momento de invertir los beneficios en otra compañía.

INDRA (+)

Entra en cartera Indra, cuyo FCF yield es cercano al 9%, aprovechando el castigo sufrido tras el anuncio de compra de la unidad de Rolls Royce ITP -que finalmente no se ha llevado a cabo-, y la abultada y esperada salida de caja en el primer semestre. Indra es una compañía de IT que opera en varios verticales, teniendo en alguno de ellos una cartera de productos propios como en defensa y seguridad, transporte aéreo, etc. Concretamente, la empresa tiene dos segmentos: Transporte y Defensa, y Minsait. El primer segmento se caracteriza por mayores márgenes, mientras que en el segundo es donde reside la oportunidad de mejora en esta compañía, al tener unos márgenes bajos. Actualmente su cartera de pedidos es 1,4x sus ventas que, junto con nuevos contratos, implica un crecimiento futuro cierto. Los márgenes de su división IT deben mejorar, situándose por encima del 6%. **Indra es una compañía que debería generar en torno a €180 millones de caja.**

INTERCONTINENTAL HOTEL GROUP (↓)

Intercontinental Hotel Group es una de las mayores compañías hoteleras del mundo. **Opera 12 marcas en diferentes segmentos**, aunque especializándose en los segmentos medio y de lujo a través de sus marcas más importantes: Holiday Inn, Crowne Plaza e InterContinental.

Su modelo de negocio, completamente “asset light”, le permite crecer sin emplear capital, vía contratos de franquicia y de gestión. El crecimiento de la compañía para los próximos años está garantizado, con más de 270.000 habitaciones adicionales ya firmadas que pasarán a formar parte del grupo, permitiendo alcanzar una generación de caja de al menos \$650 millones en 2021.

A pesar de que mantenemos la convicción en las perspectivas futuras de la compañía, hemos reducido ligeramente la posición por el buen comportamiento mostrado por un valor que cotiza a un múltiplo más exigente que la media de la cartera.

LOGISTA (↑)

Hemos aumentado la posición del fondo en esta empresa en la que estamos invertidos desde hace años. Logista es una compañía logística con un cuasi monopolio en la distribución de tabaco en España, Francia, Italia y Portugal. Además, distribuye otros productos a tiendas de conveniencia.

La tesis de inversión en esta compañía es simple: **empresa infravalorada, con una rentabilidad sobre el capital empleado muy alta y sostenida en el tiempo, consecuencia de las barreras de entrada en su negocio central**, la distribución de tabaco. Logista presenta crecimiento en sus ingresos, tiene una visibilidad considerable al transportar un producto que tiene cautivo a sus consumidores, lo que le inmuniza del ciclo económico. Por último, al ser un modelo de negocio “asset light”, con unos buenos márgenes, la generación de caja de la compañía es excelente.

NAVIGATOR (↑)

Navigator es una empresa industrial productora de papel y tisú. Es propietaria de 120.000 hectáreas de eucalipto, lo que le permite disfrutar de una integración vertical que ha sabido explotar para convertirse en la compañía líder de producción de papel en la península ibérica. Tiene una cuota de mercado del 20% en Europa, que llega al 50% en los segmentos más premium del papel.

Navigator disfruta de una ventaja competitiva que tiene su raíz en la integración vertical, la eficiencia de sus máquinas de producción de papel y en su escala, que le permite ser un productor de bajo coste y vender el exceso de pulpa de celulosa a otros productores.

La compañía tiene cuatro plantas en Portugal: Cacia (350.000 toneladas de pulpa de celulosa y producción de tisú), Figueira da Foz (fábrica integrada que produce 570.000 toneladas de pulpa y 790.000 toneladas de papel), Vila Velha de Ródão (60.000 toneladas de tisú) y Setúbal (planta integrada con una producción de 550.000 toneladas de pulpa y la producción de papel más eficiente del mundo, con capacidad de producción de 775.000 toneladas con una sola máquina).

Durante el tercer trimestre del año, **hemos aprovechado el impacto de las fuertes caídas generales del mercado y la continuación de los bajos precios de la pulpa para seguir incrementando nuestra posición en esta compañía.** Estimamos que, con márgenes EBITDA del 25%, logrará un flujo de caja superior a los 200 millones de euros. Teniendo esto en cuenta, esperamos una revalorización superior al 30% en el medio plazo mientras continuamos percibiendo los altos rendimientos por dividendo.

SAP (↓)

Seguimos bajando peso en esta compañía, el motivo es la valoración. En abril, la empresa actualizó sus objetivos siendo lo más destacado el propósito de mejorar 500 bps el margen operativo no-IFRS. Para lograrlo planean ser más eficientes en la gestión de su cartera de productos, mejorando eficiencias desde el punto de vista operativo. Sabedores de las ventajas competitivas de esta compañía, y de su actual ciclo de productos, **pensamos que es prudente ir disminuyendo la exposición a los múltiplos a los que cotiza.**

STALIBUS (↑)

Aumentamos exposición a esta compañía alemana líder en el diseño, fabricación y venta de amortiguadores de gas tanto para el sector del automóvil como para el sector industrial.

Stabilus tiene una cuota de mercado global en amortiguadores de gas superior al 70%, y de un 30% en Powerise (motor eléctrico utilizado en la apertura del maletero y del capó). La compañía ha visto sus ventas ralentizarse al caer las ventas de sus clientes, fabricantes de coches. La producción de coches se redujo en el año 2018, siendo su caída superior en el año en curso. Para 2020 se espera que las ventas de coches a nivel mundial sigan planas, en torno a 90 millones de coches.

La tesis de inversión en esta compañía se centra en adquirir una empresa cíclica, con un fuerte castigo en valoración, al estar actualmente en la peor fase del ciclo la industria del automóvil del coche, con altas barreras de entrada, buena rentabilidad sobre el capital empleado y generación de caja brillante. Típica compañía objeto de deseo por parte del Private Equity.

TELEPERFORMANCE (↓)

Teleperformance es un líder de mercado en el outsourcing de procesos. Específicamente **es la compañía número 1 en soluciones telefónicas (call centres)**. La compañía ha tenido un gran comportamiento, apoyado en un sólido crecimiento en ventas, expansión de su margen operativo y mejora de su flujo de caja. Esperamos que Teleperformance sea capaz de generar 500 millones de euros de flujo de caja de manera recurrente. Las perspectivas de la compañía siguen siendo igual de sólidas que en el pasado. Sin embargo, y **dado el gran comportamiento que ha mostrado la acción en los últimos años y tras un retorno del 40% en 2019 hemos decidido reducir nuestra posición en la compañía.**

UNICAJA (+)

Hemos iniciado una posición en Unicaja. Unicaja es el sexto banco más grande de España, con cuotas de mercado superiores al 15% en Andalucía y en Castilla y León. La cartera crediticia de Unicaja está predominantemente compuesta por créditos hipotecarios sanos, que le han permitido mantener unos niveles de solvencia superiores a los de sus comparables. El entorno de tipos de interés no es favorable para el sector ni para la misma Unicaja. Sin embargo, mantiene capacidad para mejorar los costes de sus pasivos durante los próximos años. Por otro lado, existe un gran potencial de mejora de eficiencia bien por asignar recursos de manera más productiva o bien vía un plan de recorte de costes.

Los vaivenes del mercado nos han dado la oportunidad de comprar a un múltiplo sobre su valor en libros que consideramos debería ser suelo. El banco cotiza con un valor de mercado de 1.100 millones de euros. Consideramos que generará un beneficio de 150 millones de euros en el peor de los casos y mantiene unas plusvalías latentes de 800 millones de euros en su cartera.

VIVENDI (→)

Salimos totalmente de este conglomerado francés de medios. Es el propietario de Universal - música, Canal Plus (televisión), Havas (agencia de publicidad), Editis (editorial y accionista relevante en Mediaset y Telecom Italia). **La salida de esta compañía está justificada por su valoración.** Considerando uno a uno sus activos, estimamos que el valor del equity de la compañía estaría cerca de los €30 mil millones, valoración que ha alcanzado este trimestre la compañía. Desde un punto de vista de generación de caja, tenemos una valoración más ajustada, **tendría un FCF yield del 3%, ratio que consideramos de salida.**

05

Renta Fija



5.1. Comentario sobre coyuntura de mercados

Durante el tercer trimestre han persistido las incertidumbres sobre la sostenibilidad del ciclo expansivo de la economía global. Las **medidas proteccionistas están impactando negativamente en los proyectos de inversión** en infraestructura y capacidad productiva **y en las expectativas de crecimiento** a futuro a nivel global. Adicionalmente, la incertidumbre sobre el Brexit penaliza el sentimiento sobre la situación económica en Europa.

En este contexto, las expectativas de inflación se han desacelerado a nivel global, permitiendo a los **bancos centrales** reaccionar **reactivando políticas monetarias expansivas** con recortes de tipos e incluso con la reactivación del programa de compras de bonos por parte del Banco Central Europeo. Estas medidas expansivas continúan soportando los mercados de renta fija, especialmente la corporativa.

Principales visiones implementadas en los fondos:

Los principales posicionamientos del fondo a cierre de trimestre son:

- ✓ **Cautos en Duración:** mantenemos la duración en las bandas bajas de los mandatos con objeto de mitigar el riesgo de tipo de interés en las carteras. La exposición a los tramos largos de las curvas es muy reducida, especialmente en soberanos.
- ✓ **Sobreponderación de crédito frente a soberanos:** seguimos viendo más valor en la deuda corporativa que en la gubernamental, por el valor relativo que ofrecen sus diferenciales.
- ✓ **Sobreponderación de periferia frente a core:** las rentabilidades que ofrecen los países periféricos ofrecen mayor valor relativo que la de los países centrales europeos. Mantenemos la sobreponderación de España e Italia frente a Alemania.
- ✓ **Infraponderación en Reino Unido:** como consecuencia de las incertidumbres sobre el Brexit y el impacto que pudiera tener en la economía y emisores británicos, mantenemos una reducida exposición a Reino Unido e Irlanda.
- ✓ **Sobreponderar Tesoros USA frente a Alemania:** el diferencial que ofrece el Tesoro Americano a largo plazo sigue siendo atractivo frente a Alemania, por lo que esperamos que siga convergiendo.
- ✓ **Sobreponderación del sector financiero frente al no financiero:** la regulación bancaria ha conseguido balances más robustos, líquidos y equilibrados, reduciendo la probabilidad de default de los emisores bancarios. Además, los bonos bancarios ofrecen una mayor gama de productos, permitiendo diversificar por país y por grado de subordinación de los instrumentos en función de cada emisor: senior preferred, senior non preferred, Tier 2 o AT1.
- ✓ **Posiciones reducidas de liquidez:** como consecuencia del coste de la liquidez hemos reducido las posiciones de cash en los fondos a la zona del 2%.

5.2. Gama de Fondos de Renta Fija

Santalucía Renta Fija 0-2

- En el tercer trimestre del año, el fondo se ha beneficiado del buen comportamiento de los bonos corporativos, ya que se encuentran sobreponderados en esta clase de activo. **Los diferenciales de crédito han vuelto a estrechar** en el trimestre, favorecidos por las políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales, especialmente tras el anuncio de que el BCE, además de bajar de nuevo el tipo del depósito hasta el -0,50%, reanudará a partir de noviembre su programa de compras de activos por 20.000 millones de euros mensuales, lo que sigue presionando a la baja las rentabilidades ofrecidas por los bonos a corto plazo.
- Durante el trimestre **incrementamos la exposición a deuda pública italiana en plazos cortos** aprovechando la ampliación de primas de riesgo que habían experimentado. A finales de trimestre hemos realizado parte de los beneficios en estos plazos cortos italianos. Continuamos infraponderados en bonos alemanes y sobreponderados en bonos periféricos, especialmente españoles.
- **Mantenemos diversificación en el sector financiero**, donde hemos conservado las posiciones en bancos españoles y hemos reducido algo sectores más expuestos a la guerra comercial, especialmente automóvil en plazos más largos. Seguimos aprovechando oportunidades de inversión en plazos cortos como pagarés, titulizaciones, FRN o emisiones a medida, que permitan al fondo estar invertido a rentabilidades positivas.

Santalucía Renta Fija/ Santalucía Fija Dinámica

- **El tercer trimestre ha venido marcado por el soporte que los bancos centrales** siguen aportando a los mercados de renta fija ante la ausencia de presiones inflacionistas. **Los Fondos se han beneficiado del estrechamiento de los diferenciales de crédito**, ya que han mantenido sobreponderación al crédito corporativo durante el trimestre. **Los tipos de interés continúan anclados en niveles muy bajos** ante la ausencia de inflación por la incertidumbre generada por la guerra comercial y el Brexit.
- Durante el trimestre **hemos abierto una posición larga de Tesoro Americano frente al Bund alemán a 10 años**, que ha aportado valor añadido, ya que dicho diferencial se ha estrechado. Mantenemos la posición ya que esperamos estrechamientos adicionales. **Hemos incrementado la posición en toda la curva de deuda pública italiana**, realizando beneficios en los tramos cortos tras el significativo estrechamiento de diferenciales. **Seguimos manteniendo exposición a periferia**, especialmente a España, tanto en deuda soberana y autonómica, como corporativa y financiera.

Los bonos periféricos, principalmente bancos, se benefician del estrechamiento que han tenido las primas de riesgo, en particular, la española. Los fondos continúan en bandas bajas de duración, con objeto de reducir el riesgo de tipo de interés de las carteras. Continuamos con una reducida exposición a países más expuestos al Brexit, como Reino Unido e Irlanda, y en sectores más expuestos a una guerra comercial como autos o retailers, solo mantenemos plazos cortos. Sectorialmente, seguimos favoreciendo el sector financiero, tanto en senior como en subordinado, donde vemos oportunidades de mejora crediticia, así como la periferia europea (España y Italia). Hemos tomado posiciones en híbridos corporativos, AT1, titulizaciones y bonos subordinados bancarios de emisores de alta calidad crediticia.

santalucía

■ ■ ASSET MANAGEMENT ■ ■

Sabes ahorrar, sabemos invertir.

www.santaluciaam.es

———— SÍGUENOS EN ————



El presente documento ha sido preparado exclusivamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra o venta de valores ni de realización de operación financiera alguna. Este informe tiene carácter confidencial, quedando prohibida su distribución, reproducción o publicación sin el permiso previo de **SANTA LUCÍA ASSET MANAGEMENT, SGIIC, SAU.**