Rothschild & Co
Asset Management

# Carta trimestral Q1 2024 - R-co Valor & R-co Valor Balanced

Yoann Ignatiew
General Partner, Global Equities Portfolio Manager

Charles-Edouard Bilbault
Global Equities Portfolio Manager

Emmanuel Petit
General Partner, Head of Fixed Income

Philippe Lomné
Fixed Income Portfolio Manager
Specialisation: IG Credit IG & Crossover


Los mercados terminaron el trimestre con resultados significativamente positivos para la renta variable internacional. **El MSCI World All Country registró una rentabilidad del +10,7 %[1] durante el periodo mencionado**, impulsado en particular por la esperanza de una inflexión significativa en las políticas de los bancos centrales. Europa y EE. UU. obtuvieron buenos resultados, con un +12,4 % y un +12,9 %, respectivamente[1]. **Sin embargo, empieza a surgir una cierta disparidad económica entre ambas regiones, con el Viejo Continente en una posición más débil.** Las expectativas de crecimiento para 2024 son del +2,1 % para EE. UU.[2] y del +0,9 % para la zona euro[3]. En la misma línea, mientras la inflación parece converger hacia el 2 % en el caso de esta última, se mantiene por encima del 3 % en el país del Tío Sam[1]. **Esto podría acabar creando distorsiones entre las políticas monetarias de ambas regiones.** Por parte china, el Partido sigue teniendo dificultades para convencer a su población y a los inversores extranjeros de su capacidad para mantener una dinámica estructuralmente sólida. Sin embargo, parece haber una cierta inflexión, situándose las cifras de crecimiento por encima de las expectativas, en un +5,3 % en los tres primeros meses del año en términos anuales[1]. El sector industrial impulsó la actividad, y el índice PMI[4] del sector manufacturero de Caixin se situó en 51,1 en marzo, su nivel más alto desde febrero de 2023. En este contexto, el Hang Seng cayó un -0,8 % en el trimestre[1].

## R-co Valor

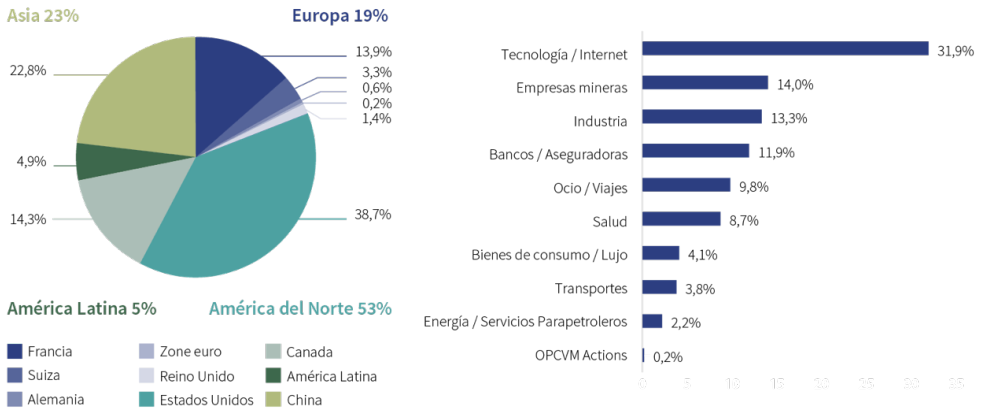
Dentro de R-co Valor, hemos mantenido una exposición relativamente estable a la renta variable desde principios de año, en torno al 68 %[5]. Sin embargo, se llevaron a cabo transacciones, siempre con el objetivo de **reducir el componente más cíclico de la cartera a favor de empresas con un perfil más defensivo.** En este sentido, cedimos completamente nuestras posiciones en el grupo industrial suizo ABB, la aseguradora Manulife y la empresa minera diversificada Teck Resources. Al mismo tiempo, aumentamos nuestra exposición a las empresas mineras auríferas con Newmont. La reciente escalada del precio del oro, que alcanzó un máximo histórico de más de 2.300 dólares la onza, contrasta fuertemente con el decepcionante rendimiento de los valores mineros auríferos. Los costes de extracción de estos últimos han experimentado un aumento, en particular debido al gasto en recursos como el gasóleo, los lubricantes y la maquinaria, así como al incremento de los costes laborales. De esta forma, dicha escalada ha reducido los márgenes de beneficio de los productores de oro. Parte de este movimiento parece estar normalizándose y creemos que nuestros valores auríferos deberían poder recuperar terreno, en un contexto en el que el valor subyacente se mantiene en niveles elevados. Dentro de la minería diversificada, añadimos dos nuevos proyectos de minería cuprífera a nuestra cartera, con NGEx Minerals y Filo Corp. Asimismo, se reforzó la parte más defensiva de la cartera con valores del sector sanitario. Históricamente, las acciones de este sector tienden a obtener una rentabilidad inferior durante los periodos electorales, cuando los inversores anticipan una reforma, para después volver a recuperarse una vez aplicada la política. Sin embargo, hasta la fecha no se ha mencionado ninguna propuesta sanitaria importante en los discursos de campaña. Además, el presidente Joe Biden ya consiguió que se aprobase en 2022 una ley que permite al Gobierno negociar los precios de determinados medicamentos de Medicare. Así pues, aprovechamos la depreciación del sector para reforzarlo, en un contexto estructuralmente favorable, con una población mundial envejecida (en 2050 una de cada seis personas del mundo tendrá 65 años o más) y particularmente innovador (el año pasado, la FDA aprobó la cifra récord de 73 nuevos medicamentos). **En lo que respecta a la tecnología, obtuvimos beneficios limitando los valores de empresas que habían experimentado una fuerte revalorización en los últimos tiempos, como Facebook o Uber,** para reposicionarnos en los de Match Gorup. Consideramos que el mercado de las aplicaciones de citas sigue presentando un gran potencial de crecimiento, tanto en términos de uso como de monetización. Por último, **a principios de año reforzamos nuestras participaciones en valores chinos para limitar su dilución dentro de la cartera.**

**El fondo ganó un 7,6 % en los tres primeros meses del año[5]** (clase C). La sanidad fue el peor contribuyente durante el periodo de referencia, por los motivos anteriormente expuestos. El sector tecnológico, el principal del fondo, fue el que más contribuyó positivamente, liderado por Meta, que registró una rentabilidad del +37 % en febrero[1]. La mayor parte del movimiento alcista se produjo el 2 de febrero, el día después de que la empresa publicara sus resultados y anunciara unos beneficios netos de 39.000 millones de dólares en 2023, acompañados de la introducción de un dividendo por primera vez. Uber, el segundo mayor contribuyente, registró un beneficio neto positivo de 1.900 millones de

dólares el año pasado, lo que demuestra la capacidad del grupo para seguir generando un crecimiento sólido y rentable.

**Nuestra exposición a renta variable (68 %) es históricamente baja; en los últimos 10 años ha sido del 83 % por término medio[5].** La concentración de los flujos en determinadas zonas o sectores, las tensiones geopolíticas y electorales, la disminución de la liquidez inducida por la reducción del tamaño del balance de los bancos centrales y el creciente endeudamiento de los Estados son otros elementos que nos empujan a mantener una prudencia relativa. Seguimos manteniendo la disciplina en nuestra gestión y aprovechamos este momento de calma para obtener beneficios y constituir «reservas». Además, **la parte «Mercado monetario y asimilados» del fondo no debe verse como una opción por defecto.** Las letras del Tesoro francés con vencimiento inferior a 1 año ofrecen una rentabilidad media del 3,75 % tras una década de resultados negativos, y la naturaleza flexible del fondo nos permite posicionarnos en esta clase de activos, a la espera de una oportunidad para retomar los valores de renta variable.

R-co Valor: desglose geográfico y temático de la cartera

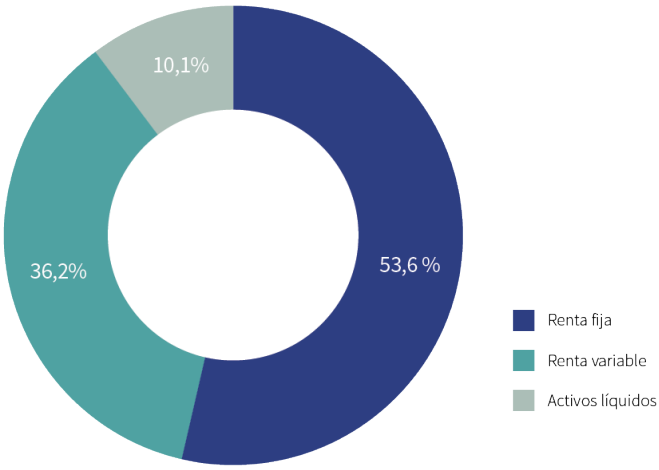



Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

## R-co Valor Balanced

A finales de marzo, **el R-co Valor Balanced estaba expuesto en un 37 % a renta variable y en un 54 % a renta fija,** mientras que el resto estaba invertido en instrumentos del mercado monetario y similares[5]. **El fondo ganó un +4,5 % en el trimestre[5].** En términos de contribución, los valores de renta variable fueron los que más contribuyeron a la rentabilidad, impulsados en particular por los valores tecnológicos. Los valores de renta fija también prestaron una ligera contribución positiva, a pesar de que la subida de los tipos ha afectado a la rentabilidad de los bonos de grado de inversión desde principios de año.

R-co Valor Balanced: desglose por clases de activos

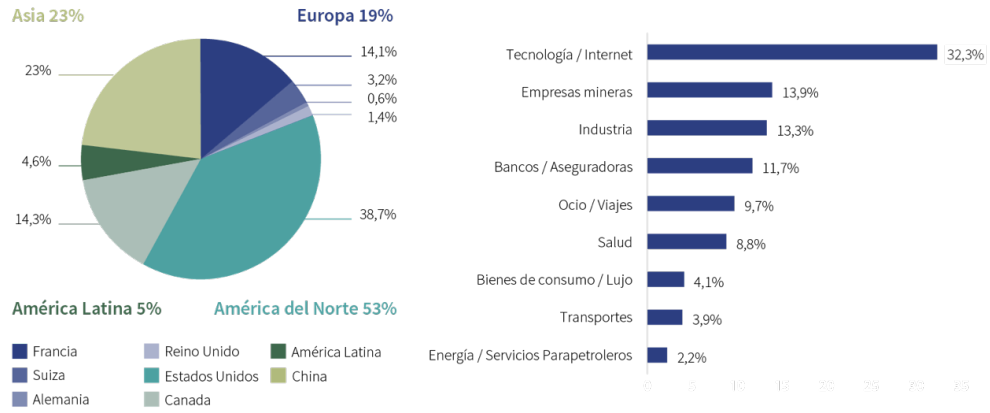



Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

## Exposición a la renta variable

El componente de renta variable de R-co Valor Balanced replica el de R-co Valor. Los movimientos realizados y el posicionamiento son los mismos.

R-co Valor Balanced: desglose geográfico y temático del componente de renta variable




Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.

## Exposición a la renta fija

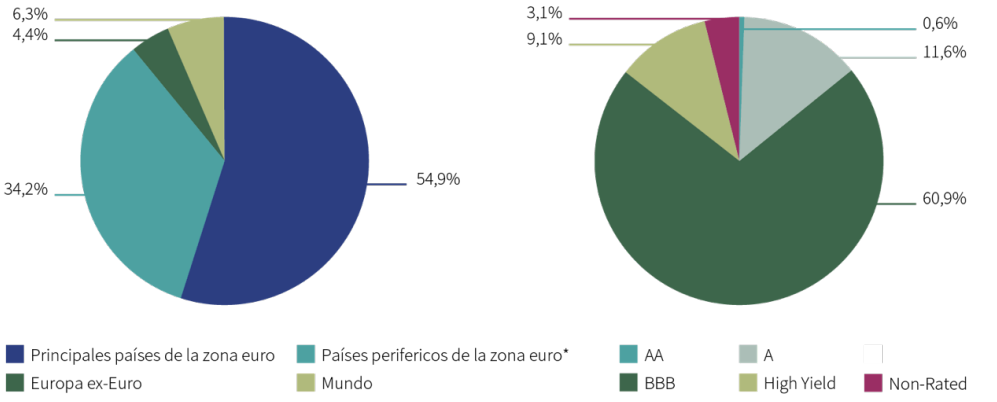
Los tipos del bono estadounidense y alemán a 10 años subieron 27 puntos básicos (pb), hasta el 4,2 %, y 23 pb hasta el 2,3 %, respectivamente[1]. A la luz de las últimas cifras de inflación, los bancos centrales —y en particular la Reserva Federal— reiteraron su intención de no precipitar la relajación de las condiciones de financiación. En cuanto a la renta fija corporativa, el segmento *Investment Grade* registró una rentabilidad trimestral

del +0,4 %, mientras que el *High Yield*[7] subió un 1,7 %[1]. **El mercado primario se mostró activo durante el primer trimestre: los emisores aprovecharon la oportunidad que supuso la bajada de los tipos a finales de 2023 para refinanciar sus deudas, mientras que los inversores mostraron un gran apetito,** confirmando la disponibilidad de un volumen de liquidez importante listo para usar en el mercado. En el segmento *Investment Grade*, los inversores mostraron un interés considerable, lo que redujo las primas de emisión, impulsadas también por la falta de oportunidades en el mercado secundario.

En el componente de renta variable del fondo, los movimientos son los mismos que los realizados en el fondo R-co Valor (tal como se explica en detalle más arriba en el presente documento). Dentro de la cartera de renta fija del fondo, estamos obteniendo beneficios con valores de beta alta, híbridos o AT1. En cuanto a las compras, participamos en emisiones en el mercado primario, principalmente del segmento de *Investment Grade*. **En términos generales, seguimos priorizando las empresas con bajo nivel de endeudamiento y la capacidad para mantener unos flujos de caja elevados. Seguimos manteniendo la cautela en cuanto a la parte de valores empresariales con peor calificación.** Además, conservamos nuestra cobertura a través de CDS[8] en el Main, correspondiente a aproximadamente el 20 % de nuestro componente de renta fija[5].

La sensibilidad del componente de renta fija a finales de marzo se situaba en 3,7; y la rentabilidad, en el 4,5 %[1].

R-co Valor Balanced: desglose geográfico y por calificación del componente de renta fija




Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
*Otros países de la zona euro, Italia y España.

ISIN : FR0011253624

| Rentabilidad histórica | Desde el inicio de 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 5 años | Volatilidad 1 año |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| R-co Valor C EUR | 7,5% | 13,0% | -8,1% | 12,7% | 6,7% | 46,7% | 9,4% |

Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
Las cifras citadas se refieren a años anteriores. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo.
El cálculo de las rentabilidades ofrecidas tiene en cuenta la totalidad de gastos y comisiones.

ISIN : FR0013367265

| Rentabilidad histórica | Desde el inicio de 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 5 años | Volatilidad 1 año |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| R-co Valor Balanced C EUR | 4,5% | 11,3% | -11,8% | 6,7% | 5,0% | 22,0% | 5,7% |

Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024.
Las cifras citadas se refieren a años anteriores. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los resultados futuros y no son constantes a lo largo del tiempo.
El cálculo de las rentabilidades ofrecidas tiene en cuenta la totalidad de gastos y comisiones.

## *Más información sobre los fondos*

R-co Valor

R-co Valor Balanced

## *Consulte este documento en nuestro sitio web*

(1) Fuente: Bloomberg, Eurostoxx y S&P500, 28/03/2024
(2) Fuente: FMI
(3) Índice de gestores de compras, indicador que refleja la confianza de los gestores de compras en un sector de actividad. Por encima de 50, indica una expansión de la actividad, por debajo de 50, una contracción.
(4) Fuente: Rothschild & Co Asset Management, 28/03/2024 Las asignaciones y repartos geográficos y sectoriales no son inamovibles y pueden cambiar con el tiempo, dentro de los límites del folleto del Fondo. Las cifras indicadas se refieren a los últimos meses. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de la rentabilidad futura y no es constante en el tiempo. Rentabilidad calculada en euros y neta de dividendos reinvertidos. La información contenida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento fiscal, una recomendación o un consejo de inversión por parte de Rothschild & Co Asset Management.
(5) Títulos de deuda emitidos por empresas o gobiernos calificados entre AAA y BBB- por Standard & Poor's.
(6) Los bonos de alto rendimiento son emitidos por empresas o gobiernos con un alto riesgo crediticio. Su calificación financiera es inferior a BBB- en la escala de Standard & Poor's.
(7) Los Credit Default Swaps (CDS) son derivados utilizados para asegurarse contra el riesgo de impago de la deuda pública o de las empresas. Esta cobertura se aplica a la parte cruzada de la cartera, es decir, a los títulos calificados entre BB y BBB en la escala de Standard & Poor's.
(8) Índice Investment Grade

## France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

## Suiza

Equitas SA
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

## Alemania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

## Bélgica – Países Bajos – Luxemburgo

Avenue Louise 166
1050 Bruxelles
+32 2 627 77 30

## Italia

Via Santa Radegonda 8
Milano 20121
+39 02 7244 31

## España

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31