

Carta Trimestral Magnus International Allocation FI. Tercer Trimestre 2024

Hemos finalizado el tercer trimestre del año con una revalorización acumulada en el año del +8,08%, en el trimestre la cartera se ha revalorizado un 2,71% y un +14,20% en los últimos doce meses. Ha sido un trimestre muy positivo, donde todas las clases de activo han contribuido de forma positiva al fondo

RENTABILIDADES ANUALES

2024	2023	2022	2021
	10,92%	-15,20%	12,71%
8,08%	2020	2019	2018
	7,12%	10,00%	-2,71%

RENTABILIDADES ACUMULADAS

	Acumulado 2024	en 1 mes	en 6 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	en 10 años	desde creación	Valor Liquidativo 30/09/2024
Rentabilidad	8,08%	0,71%	2,21%	14,20%	7,11%			31,35%	
TAE	-	-	-	14,20%	2,31%			4,70%	12,13 €

"Crisis? What Crisis?" (Supertramp 1975)

La resiliencia de este mercado es sorprendente, no hace mucho vi una viñeta sobre como una persona que había estado aislada durante cinco años volvía y, al contarle todo lo que había pasado (o estaba pasando) en el mundo, se frotaba las manos porque tenía posiciones cortas, pues la sorpresa que tenía al observar que desde el inicio de la pandemia una cartera de acciones mundiales ha crecido alrededor de un 70%, en este periodo hemos tenido; crisis del COVID; problemas globales de distribución; inicio de la invasión de Ucrania; crisis económica en China; tensión en Oriente Medio. Eventos que, hoy por hoy, siguen sin resolverse y tampoco existen muchas expectativas de que alguno se resuelva en un futuro inmediato. Sin embargo, las bolsas siguen imparables para desesperación de aquellos que pronostican el colapso financiero venidero.

El protagonismo de este tercer trimestre se centra en China, por fin parece que el gobierno y el PBOC (Banco Central Chino) se han decidido a tomar medidas contundentes, de hecho, muchos han bautizado estas medidas como el "Momento Draghi Chino", rememorando el "Whatever It Takes" de Mario Draghi en el 2012 cuando el Euro estaba en situación límite. Esto ha hecho que el mercado de acciones chino haya sido el protagonista en las últimas semanas de mes, la gran pregunta es si esto será suficiente para revitalizar su economía. Creemos que es algo muy positivo, pero tenemos dudas de que permita el despegue económico definitivo dada la actitud de su gobierno hacia la economía, es una de las incógnitas a despejar en los próximos meses, aunque es un hecho que la valoración de su mercado es muy baja.

Los siete magníficos durante este trimestre se han dado un respiro, lo que tiene toda la lógica, las valoraciones son exigentes en algunos nombres como Nvidia y reflejan unas expectativas de crecimiento muy exigente que necesitan ser digeridas.

Geopolítica aparte, lo más relevante del trimestre es el giro definitivo de los bancos centrales a iniciar un ciclo de bajadas de tipos, primero fue en agosto, luego la FED, vemos como la



inflación ha evolucionado favorablemente y en Europa se cierra Agosto con un +1,8% por debajo por fin de la meta del 2% que parecía inalcanzable, esperamos bajadas adicionales y cuidado a Europa porque la situación económica comienza a ser preocupante y creemos que los tipos en la zona Euro pueden, incluso, bajar más allá de lo previsto.

Mención particular merece la evolución del precio del petróleo ¿Puede un conflicto empujar hacia arriba su precio? ¿Por qué este no ha reaccionado a la situación actual? Varias razones, primero porque el principal factor para que suba su precio es China, y de momento su economía no actúa como catalizador, desde la parte de la oferta en los últimos años el peso de la OPEP se ha visto reducido respecto al que tenía en los años 70, cuando provocó la primera crisis del petróleo, además actualmente tenemos un país como Arabia Saudí que está deseando aumentar su producción y vender más, por lo que estarán encantados de compensar una parte de la oferta de petróleo que pudiera retirarse del mercado debido al conflicto en Oriente Medio, recordar que Irán y Arabia Saudita no son aliados políticos precisamente. Por otro lado, Rusia ha encontrado vías alternativas para seguir vendiendo su petróleo a pesar de las sanciones. Todo esto son buenas noticias para la inflación y al menos en la vertiente económica es un factor de soporte muy importante para los mercados.

En un entorno global de tipos a la baja seguimos creyendo que los mercados pueden ofrecer buenas rentabilidades, si bien el riesgo geopolítico ha aumentado, si los conflictos existentes no se generalizan y el petróleo consigue aguantar y los beneficios empresariales se aceleran como esperamos, el entorno todavía será favorable para los mercados. ¿Riesgos, obvio, cuando no los ha habido?

En la carta del anterior trimestre comentábamos que los tipos y la inflación habían sido definitivamente anclados, este trimestre ya podemos afirmar que las economías desarrolladas han iniciado un ciclo de bajada de tipos, el BCE el Bank of England y la Reserva Federal ya han hecho sus primeras bajadas.

Por otro lado, Japón va a la suya, el Bank of Japan, después de décadas deflacionarias, ha visto un repunte de la inflación y ha comenzado a subir tipos lo que ha provocado varios sustos muy importantes en agosto septiembre. Históricamente los inversores japoneses pedían prestado para invertir en activos de riesgo, los famosos "Carry Trades", al subir los tipos los inversores o bien se han visto forzados a cancelar estos préstamos o bien han valorado que el binomio rentabilidad riesgo no compensa, por tanto hemos visto una salida masiva de activos de riesgo (principalmente acciones de los EE.UU.) para amortizar los préstamos. Esta operativa se lleva haciendo desde hace décadas, por tanto es un movimiento que mueve fuertes cantidades de dinero que provocaron fuertes movimientos en los mercados financieros.

Durante este trimestre hemos pasado del *hard landing* al *soft landing* al *no landing* y vuelta al *soft landing*, cada cambio de escenario esperado ha provocado fuertes cambios en las rentabilidades de los Bonos, llegando el 10 años norteamericano al 3,7% y el alemán a cotizar por debajo del 2%.

ANÁLISIS DE LA CARTERA

La reducción de tipos en todos los tramos de las curvas en EUR y USD han hecho que durante este trimestre la parte de renta fija de la cartera haya tenido una importante contribución a la rentabilidad de la cartera, la posición mas positiva ha sido la inversión en Bonos de Inflación del tesoro norteamericano con vencimiento 2052. Los bonos de inflación son sensibles a los tipos de interés reales (interés nominal menos inflación), el ciclo de bajadas ha provocado



igualmente, una fuerte caída en tipos reales, además esta posición nos sirve como cobertura ante una recesión económica o incluso crisis geopolítica donde los bancos centrales tuvieran que intervenir mas agresivamente de lo esperado y colocar los tipos reales a cero.

Durante estos meses hemos ido invirtiendo en bonos mas largos con vencimientos 2028 y 2029, estos bonos también se han revalorizado de manera importante debido a este destensionamiento de las curvas.

A nivel táctico, hay que destacar la revalorización de la bolsa china nos ha proporcionado una rentabilidad importante, tenemos exposición a través de ETF. Los anuncios de nuevos estímulos económicos han disparado a finales de mes la cotización de esos mercados, sin embargo, hay que seguir de cerca ya que el mercado tampoco se confía demasiado en la contundencia de esas medidas, el gobierno chino ha hecho mucho daño estos últimos años y no existe confianza, a pesar que las valoraciones de esos mercados están a mínimos históricos.

Las mayores contribuciones de este trimestre han sido Fortinet (nueva entrada durante este trimestre), KKR y MSCI. Por el contrario, dentro de las peores de este trimestre están Novo Nordisk, ASML y Alphabet.

Novo Nordisk

Ha tenido un trimestre de recogida de beneficios después de presentar unas cuentas en agosto algo por debajo de las expectativas y por haber obtenido unos resultados en su píldora contra la obesidad poco alentadores.

ASML

ASML sigue navegando entre aguas turbulentas debido a la geopolítica, esta situación mantiene la compañía con una fuerte infravaloración, tenemos un precio objetivo de 1.100 euros, lo que supone un descuento de más de un 40% por debajo del objetivo. Su absoluto liderazgo único es la que, precisamente, ocasiona que sea víctima de geopolítica y de prohibición de que pueda exportar a China con toda libertad. Su valoración es muy atractiva y una situación de absoluto liderazgo.

Fortinet (Nueva entrada)

Fue adquirida en el mes de Julio, y durante este trimestre se ha convertido en la mejor posición del fondo tanto en rentabilidad absoluta como en contribución neta a la cartera. Nos obsesiona encontrar precios *value* en compañías de crecimiento y eso no siempre pasa y menos en empresas de gran capitalización, sin embargo, llevábamos tiempo observando como en el sector de ciberseguridad, las acciones de Palo Alto (ya vendida en el anterior trimestre) y de CrowdStrike disparaban sus valoraciones mientras que Fortinet se quedaba atrás con un *Free Cash Flow Yield* por encima del 4%, rango que valoramos como atractivo entre empresas de crecimiento. Tenemos por norma invertir en empresas con balances sólidos, Fortinet presenta deuda neta negativa y ha experimentado un fuerte incremento de margen operativo en apenas cinco años del 13% al 26%. A cierre de septiembre esta posición nos ha reportado una ganancia cercana al 30%.

KKR & Co.

Las gestoras de activos privados nos gustan especialmente, tienen activos estables lo que asegura durante muchos años una fuerte generación de cash recurrente, además los clientes



de KKR es un club privado de muy difícil acceso que está acaparado por *Endowments*, *Grandes Fondos de Pensiones* y *Fondos Soberanos*, capital perpetuo que reinvierten en cada nuevo

programa que emiten. La rentabilidad histórica de los programas de KKR es de las mejores del mercado y proporciona año a año un fuerte incremento en sus comisiones de éxito.

Apollo Global Management, Inc. (Nueva entrada)

Hemos comprado *Apollo* por razones muy similares a KKR, ambas acciones en cartera nos dan acceso a las mejores gestoras de *private equity*, las rentabilidades de *Apollo* son la mejores dentro del amplio abanico de activos privados. Al mismo tiempo hemos vendido toda la posición que teníamos en *Brookfield* y *Brookfield Asset Management*. Aunque el comportamiento de *Brookfield* ha sido muy bueno queda lejos de los obtenidos por KKR y *Apollo* que tienen una estructura organizativa más clara a la hora de poderlas valorar.

Una de las razones para invertir en KKR y en *Apollo* es que son uno de los canales clave para canalizar la fuerte inversión en *Capex* que se espera para la próxima década, inversión que en el *Investor's Day* del 2024 de *Apollo*, han estimado que va a llegar a los 90 Trillones de dólares. Para poner en perspectiva esta cantidad, hay que recordar que el PIB de los EE.UU. es de 25,44 Trillones de dólares, Japón 4,2 y España 1,4

Posicionamientos tácticos

Mantenemos sobreexposición en renta variable, los beneficios de las compañías están al inicio de un ciclo al alza, después de una cierta recesión de beneficios a lo largo del 2022 y 2023. Creemos que los BPA agregados del S&P500 pueden situarse en 285\$ y con un PER algo superior a 20x favorecido por un período de bajadas de tipos nos marca un primer objetivo del S&P500 de 5800 y podemos verlo en 6000 a lo largo del año 2025.

Perspectivas

Tal como ya hemos comentado, estamos en pleno ciclo de bajadas de tipos y creemos que el recorrido para los bonos del tesoro norteamericanos de mayor duración comienza a estar más limitado, además su economía está mostrando una gran fortaleza que podría hacer que las bajadas o al menos el ritmo de estas, sean más reducidas, de ser así el recorrido de bonos largos queda más limitado. Esta circunstancia sería positiva para el dólar frente al euro y nos haría movernos a duraciones más cercanas, todavía mantenemos en cartera bonos a 20 años y TIPS de inflación a 30 años.

En la zona euro nos preocupa el parón de actividad industrial, las compañías de automóviles lo están pasando mal y vemos como Volkswagen amenaza por cerrar plantas en Alemania. No nos extrañaría que el BCE bajara tipos en los próximos meses con mayor contundencia a la esperada, lo que a su vez favorecería un posicionamiento a favor del USD frente al EUR ya que habría una ampliación de diferenciales de tipos favorable al USD.

Si analizamos la cartera desde comienzo de año, *Nvidia*, *Meta* y *Broadcom* siguen liderando las posiciones con mayor rentabilidad y con KKR que este trimestre se ha añadido en este grupo, las tres primeras han tenido este trimestre un comportamiento volátil, la presentación de resultados de *Nvidia* presentó algunas dudas sobre las expectativas de crecimiento, después contrarrestadas por su CEO afirmando que a partir del 2025 veremos resultados palpables por la venta de sus nuevos chips con arquitectura Blackwell, de los que Jen-Hsun



Huang afirmó que la demanda de estos sobrepasa su capacidad de fabricación, mostrando un fuerte optimismo. Invertimos en *Nvidia* en el 2020, la capacidad de la compañía de ser tan solo un suministrador de tarjetas gráficas para *gamers* a lo que se ha convertido hoy en día es espectacular, creemos que vale la pena esperar a ver los resultados y que aún es pronto para vender la posición, aunque llevemos una rentabilidad cercana al 800%. Sus beneficios han crecido en similar proporción y la capacidad ingente de recursos de cash que pueden destinar a I+D nos antoja improbable que a corto plazo alguien le quite el liderazgo, se habla mucho de AMD, pero quitarle el pastel lo vemos difícil, pero deberemos de seguir esta lucha, quizás se añada alguien más. En Tecnología nunca puedes dar por hecho un liderazgo, siempre hay que recordar lo que le pasó a Nokia en el nacimiento de los *Smartphone*.

Estas dudas que hemos comentado se han trasladado al sector y también han pesado en *Broadcom*, en el caso de *Meta* este trimestre ha sido normal y su subida ha sido “tan solo” de un terrestre +13%.

Este trimestre hemos visto que el liderazgo del mercado ya no ha venido dado por las *siete magníficas*, creemos que es muy positivo que otros sectores comiencen a marcar el *tempo* del mercado, esta rotación no viene dada de la casualidad, mientras los crecimientos de beneficios empresariales en estos dos últimos años ha venido liderado por las siete y por el importante catalizador de *Nvidia* y la IA, ahora se espera que el resto de sectores también vuelvan a crecer en beneficios empresariales, la bolsa global “*ex siete magníficos*” ha vivido una recesión de beneficios empresariales que ahora se espera que vuelvan a brillar.

Un ciclo de tipos a la baja, un petróleo bajo, las fuertes inversiones de capex para la próxima década deberían de darnos un escenario positivo para los mercados, especialmente en los EE.UU. donde creemos que no habrá recesión económica. En Europa la actividad industrial es muy preocupante y vemos como las acciones de los fabricantes de coches caen a plomo, la demanda China cae y la incertidumbre del consumidor sobre coche eléctrico o de combustión hace que muchas compras se aplacen por no tenerlo demasiado claro.

Por desgracia, no podemos olvidarnos de la geopolítica, en el momento de redactar esta carta estamos pendientes de represalias de Israel a Irán, un conflicto a gran escala puede provocar un fuerte incremento del petróleo y hacer descarrilar este proceso desinflacionario. Otro riesgo en el horizonte es una recuperación de la economía China, su debilidad ha sido una buena noticia para luchar contra la inflación, son los principales consumidores de commodities y de petróleo, sin ellos es difícil que sus precios suban. Una recuperación económica de China, por un lado, sería buena noticia para el crecimiento del PIB mundial pero por otro lado podría poner en dificultades la lucha contra la inflación de los países occidentales vía precios de energía y de materiales.

Optimista de cara a esta última mitad de año, pero los riesgos geopolíticos han aumentado de forma muy importante, en esta última parte del año hemos realizado coberturas de cola comprando opciones de venta sobre el S&P500 que protegerían el 80% de la cartera de renta variable ante caídas superiores al 15% en los mercados, creemos que en el momento actual era prudente mantener esta cobertura que tiene un coste para la cartera de un 0,25%.



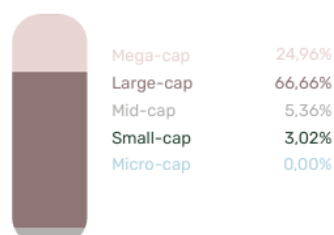
Principales magnitudes

EXPOSICIÓN DE RIESGOS SOBRE PATRIMONIO

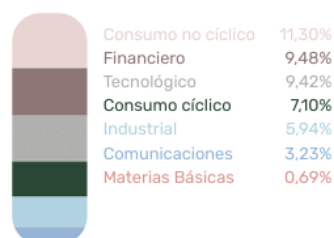
	Exposición Neta	Inversión Directa	Inversión IIC	Inversión Derivados
Renta Variable	64,89%	47,18%	4,63%	13,08%
Renta Fija	31,47%	31,47%	0,00%	0,00%
Inversión Alternativa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

ANÁLISIS RENTA VARIABLE

Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Sector

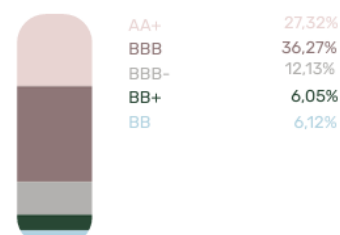


DIEZ MAYORES POSICIONES EN RENTA VARIABLE

KKR & CO LP
MSCI INC
META PLATFORMS INC-CLASS A
UNITEDHEALTH GROUP
BROADCOM LTD
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC
VISA INC CLASS A SHARES
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B
INTUITIVE SURGICAL INC
LEONARDO SPA

ANÁLISIS RENTA FIJA

Distribución por Ráting



Distribución por Duración



Riesgo de divisa distinta a euro sobre patrimonio

Dólar USA	38,90%	Franco Suizo	2,65%	Remimbi Chino	1,89%	Varias	1,81%	Corona Danesa	0,34%
-----------	--------	--------------	-------	---------------	-------	--------	-------	---------------	-------

