

**El impacto del Covid-19 en los fondos de inversión de gestoras españolas**

**Guillermo Martínez Arregui  
Profesor Ignacio Cervera Conte**

# **ÍNDICE**

- 1. Resumen y palabras clave**
- 2. Introducción**
  - a. Contexto**
  - b. Importancia de la investigación**
  - c. Objetivos de la investigación**
  - d. Metodología**
- 3. Marco Teórico**
  - a. Fondos de inversión**
  - b. Definiciones de términos clave**
  - c. Muestra de fondos de inversión analizados**
- 4. Resultados de la investigación**
  - a. Por geografía**
    - i. Global**
    - ii. Europa**
    - iii. Estados Unidos**
    - iv. Países Emergentes**
    - v. Diferencias, similitudes e implicaciones**
  - b. Por sector**
    - i. Tecnológico**
    - ii. Salud**
    - iii. Turismo**
    - iv. Financiero**
    - v. Conclusión**
  - c. Por estilo de inversión**
    - i. Value vs. Growth**
  - d. Comportamiento de los fondos seleccionados**
- 5. Conclusión y reflexión**

## 1. Resumen y Abstract

### RESUMEN.

Este trabajo de investigación analiza el impacto del COVID-19 en los fondos de inversión de renta variable de gestoras españolas. La importancia de esta investigación es estudiar el comportamiento de los fondos de inversión frente a un evento excepcionalmente negativo. Tras analizar el impacto de la pandemia en las diferentes áreas geográficas, los sectores y los estilos de inversión, se concluye que el rendimiento de las carteras y el alfa de los fondos han sido impactados de maneras distintas según estas tres variables. La exposición a zonas como Estados Unidos, sectores como el tecnológico y la inversión en empresas de crecimiento han generado, con carácter general, rendimientos positivos para las carteras. La exposición de las carteras a zonas como Europa, sectores cíclicos, y la inversión en valor han generado, con carácter general, rendimientos pobres o negativos. Esta evidencia se ha alcanzado con una muestra de 5 fondos diferentes que se han definido junto a términos clave de la investigación en un marco teórico. La reflexión final analiza la utilidad de la investigación y define las limitaciones de ésta. Se podría extender el trabajo introduciendo más variables de análisis como la volatilidad o los índices de Sharpe y Treynor.

**Palabras Clave:** COVID-19, fondo de inversión, alfa, rendimiento, estilo de inversión, cartera, inversión en valor.

## **ABSTRACT.**

This research paper analyzes the impact of COVID-19 on investment funds of Spanish asset management companies. The importance of this research is to study the behavior of investment funds in the context of an exceptionally negative event. After analyzing the impact of the pandemic in different geographical areas, sectors and investment styles, it is concluded that the performance of the portfolios and the alpha of funds have been impacted in different ways according to the three variables. Exposure to areas such as the United States, sectors such as technology and investment in growth companies have generally generated positive returns for portfolios. Portfolio exposure to areas such as Europe, cyclical sectors, and value investing have generally generated poor or negative returns for the portfolios. This evidence has been extracted from a sample of 5 different funds which have been defined together with key research terms in a theoretical framework. The final reflection analyzes the usefulness of the research and defines its limitations. The work could be extended by introducing more analysis variables such as volatility or the Sharpe and Treynor indices.

**Keywords:** COVID-19, investment fund, asset management, performance, alpha, portfolio, value investing.

## **2. Introducción**

### **a. Contexto**

El COVID-19 es una enfermedad infecciosa que en 2020 ha protagonizado una crisis sanitaria y económica a nivel mundial. Los gobiernos de los distintos países han llevado a cabo medidas drásticas y urgentes para evitar la propagación del virus. Una de las consecuencias es el impacto total que el virus ha tenido en la economía global, donde total hace referencia a las fuerzas que participan en ella: la oferta y la demanda. Como consecuencia directa de ello, las empresas españolas de la mayoría de los sectores han tenido que reestructurar sus operaciones con el objetivo de sobrevivir a la crisis. Esto no ha evitado el daño económico que ha supuesto la pandemia y así lo han reflejado los informes trimestrales, especialmente en los que hacen referencia al primer y segundo trimestre de 2020. Las gestoras de fondos españolas también han sido víctimas de la situación macroeconómica. Casi cuarenta entraron en pérdidas por la pandemia, una cifra que duplica la del año anterior (Según la CNMV, existen 122 gestoras en España). No obstante, los momentos de crisis también han dejado oportunidades de inversión. Los fondos que las han aprovechado también han recogido sus frutos tras el intento del país de adoptar “la nueva normalidad”.

### **b. Importancia de la investigación**

“Los españoles invierten de manera incorrecta tanto en tipología de productos como en el momento de hacerlo, convirtiendo a España en el país que peor invierte de los cinco grandes países europeos”. Esta frase de 2017 pertenece al estudio realizado por Finabest en colaboración con AFI titulado “*Estudio sobre la Evolución del Ahorro de las Familias Españolas*”, y refleja que España tiene un margen de mejora notable en términos de inversión financiera.

Un 40% de la riqueza del país está distribuida en depósitos bancarios y en efectivo. Un 81% de la renta de los españoles está dedicada a activos no financieros, en los que destaca la propiedad inmobiliaria (del Río, Cuenca, 2018). El capital en fondos de inversión representa un 0.8% de la riqueza de España, según una encuesta económica realizada por la OECD Wealth Distribution Base en noviembre de 2018.

No es de extrañar por lo tanto que la cultura financiera en España esté por debajo de la media si la comparamos con otros países europeos, como afirma el plan de educación financiera

2018-2021 de la CNMV. La cultura financiera son los conocimientos y habilidades de una persona que contribuyen a un bienestar financiero de la misma, definido así para el contexto de esta investigación. Algunos ejemplos pueden ser conocer y diferenciar entre términos como el PIB y el IPC, o entender la importancia de la preservación de capital para evitar la pérdida de valor del mismo.

En España, “el principal producto de inversión ha sido la vivienda propia” (del Río, Cuenca, 2018). No obstante, a medida que el sector financiero del país se ha desarrollado, otras alternativas rentables han surgido, en especial la inversión en fondos de inversión. Además, en el contexto macroeconómico actual, donde los tipos de interés son prácticamente cero y la inflación es muy pequeña, los bienes inmuebles, con carácter general, han dejado de tener revalorizaciones notables.

La importancia de la investigación es la de estudiar la resistencia de los fondos de gestoras españolas ante eventos excepcionales como la pandemia del COVID-19.

### **c. Objetivos de la investigación**

El trabajo de investigación académica se centra en cómo los fondos de inversión han gestionado la crisis mundial y el análisis de los resultados dentro del marco temporal que corresponde al año 2020 y principios de 2021. En concreto, se va a evaluar cómo el tipo de activo gestionado, la política de inversión seguida, los tipos de interés de la situación y el ámbito geográfico de los activos han sido impactados.

El objetivo final del trabajo de investigación es entender qué les ha pasado a los fondos de inversión debido a la crisis mundial generada por la pandemia del COVID-19 atendiendo a la geografía de la renta variable, al diferente impacto sobre los diferentes sectores y a la modalidad de inversión seguida por las gestoras de cada fondo de inversión.

### **d. Metodología**

Para conseguir los objetivos propuestos en el apartado anterior, se recurre a la recogida de datos, que precede al análisis. Este enfoque general de investigación, inductivo, es el adecuado para este trabajo de investigación. Por ejemplo, para explicar las diferencias que existen en los rendimientos de dos fondos distintos, se utiliza el análisis previo del impacto del COVID-19 en la geografía, los sectores y los estilos de inversión.

La investigación utiliza de manera complementaria el análisis cuantitativo y el cualitativo. El primero porque el contenido obtenido lo requiere. Se centra en el análisis del rendimiento de las carteras y el alfa de los distintos fondos. En el contexto macroeconómico,

se analizan los indicadores económicos pertinentes para medir las variables de la prosperidad económica de un país, haciendo referencia a métricas clave como el producto interior bruto (PIB). El análisis cualitativo también es importante para entender la estrategia y la lógica seguida por una gestora de fondos. Esta lógica, está basada en datos numéricos, pero contiene el componente psicológico y humano que hace de la economía y las finanzas una ciencia social.

El impacto sobre los fondos de inversión de este trabajo comprende el período de las dos primeras olas de coronavirus, debido a que sobre éstas existía información completa al inicio de la investigación. Esta etapa es, de forma simplificada, el año 2020. La periodicidad de los datos es anual para los rendimientos de los índices y de los fondos, y es trimestral y semestral para datos puntuales que hayan sido obtenidos de los informes de las gestoras.

En este trabajo, la información utilizada ha sido encontrada a partir de los folletos de los distintos fondos y en los informes que están disponibles en la CNMV y en las diferentes páginas web de las gestoras. Las principales fuentes son, por lo tanto, las propias gestoras. Sin embargo, también se ha hecho uso de bases de datos especializadas en el sector financiero, como Morningstar o Bloomberg. Las bases de datos académicas y distintas herramientas de búsqueda de igual manera aportan información y valor a la investigación. Por último, se ha tenido acceso a los documentos de revistas académicas que trabajan temas pertinentes a la investigación.

Los resultados de la investigación se dividen en cuatro apartados: por geografía, por sector, por modalidad de inversión y el análisis de los fondos seleccionados. Los primeros tres apartados han sido elaborados con el objetivo de ayudar al cuarto. El análisis y las conclusiones del cuarto apartado se apoyarán en el contexto macroeconómico trabajado en los tres apartados previos. Los cuatro apartados se definen previamente en el marco teórico.

El apartado cuarto, sobre el análisis de fondos seleccionados, hace referencia únicamente a dos índices de *performance*: el rendimiento y el alfa. Esta metodología permite analizar los rendimientos de los fondos y el papel del gestor de la cartera. También se utiliza esta metodología con el objetivo de poner un límite a la extensión del trabajo de investigación.

### **3. Marco Teórico**

El motivo de este trabajo es analizar cuál ha sido el impacto de la pandemia causada por el COVID-19 en los fondos de inversión. Este apartado está dedicado a sentar las bases teóricas sobre las que se va a realizar el análisis. En esta investigación se van a estudiar

diferentes variables cualitativas. Un ejemplo de cualitativa es la política de inversión del fondo, para la cual se atiende a su folleto.

Para comenzar, se elabora a continuación un marco dentro del cual se explica el funcionamiento de un fondo de inversión. Posteriormente, un apartado que define los fundamentos teóricos con los que se va a trabajar. El apartado c analiza la muestra de los fondos de inversión seleccionados.

### **a. Fondos de inversión**

Un fondo de inversión es un instrumento financiero formado por un capital aportado por los inversores del mismo, que buscan una rentabilidad acorde con el objetivo del fondo. Los inversores delegan las decisiones a un gestor, que seleccionará los activos en los que se invierte el capital reunido. El capital se invierte en distintos activos, que estarán alineados con los objetivos, el riesgo y otros factores propios del fondo. También existen fondos de cobertura, fondos cotizados y fondos del mercado monetario. Cada uno con unos objetivos distintos, un nivel de riesgo diferente, diferentes sistemas de comisión y una asignación de activos más o menos restringida por la regulación.

### **b. Definiciones de términos clave.**

Dentro de este apartado se establecen definiciones para términos que se presentan a lo largo de todo el trabajo.

#### **I. Renta Variable**

La renta variable engloba los activos financieros que ofrecen rentabilidades inciertas. Esto implica que la inversión en un activo financiero de renta variable no garantiza una rentabilidad ni la recuperación del capital invertido. Un ejemplo son las acciones.

#### **II. Renta fija**

La renta fija constituye un tipo de activo financiero representativo de deuda emitido por una institución pública o privada con el objetivo de obtener financiación. A cambio, promete pagos de cantidades fijas a devolverse en unos plazos. La cantidad de pago depende del tipo de interés del activo, que casi siempre es fijo.

#### **III. De los fondos de inversión**

Cada fondo elabora para los inversores un documento donde se recogen las principales características del fondo. Incluyen datos como el plazo indicativo de la inversión, el objetivo



de la gestión, la política de inversión, el perfil de riesgo y remuneración e información complementaria para los inversores. A continuación, se explica cada término: Los índices de *performance* son las medidas por las cuales se evalúa el desempeño de un fondo de inversión. Estos índices incluyen el índice de Sharpe, la Beta, el índice de Treynor, el Alfa de Jensen y el índice de Modigliani.

Como se ha explicado en la metodología, este trabajo se centra en el impacto del COVID-19 en los fondos de inversión de gestoras españolas en términos del rendimiento del fondo y de su alfa. Según la CNMV, la rentabilidad se calcula dividiendo la diferencia del valor liquidativo final menos el valor liquidativo inicial, entre el valor liquidativo inicial. Finalmente se multiplica el resultado por cien. El alfa es la diferencia entre la rentabilidad de un fondo y la de su índice *benchmark*. Este número puede ser positivo o negativo, y es indicativo sobre la capacidad de generación de valor que tiene su gestor con respecto al *benchmark*. Será negativa siempre que el índice haya obtenido más rentabilidad que la cartera del fondo durante el período correspondiente. Será positiva en casos opuestos. Será cero si la rentabilidad es la misma.

El plazo indicativo de inversión es el tiempo mínimo sobre el cual la gestora advierte será adecuado mantener el dinero y no retirarlo. Define la liquidez del fondo y está alineado con el objetivo y la política de inversión.

El objetivo de la gestión señala la rentabilidad que se busca obtener en el fondo, comparándola con un índice que es elegido por la gestora.

La política de inversión define en qué activos se va a invertir el capital y el nivel de exposición máximo que podrá tener cada activo. También se incluye el tipo de filosofía de inversión o técnicas para el análisis de los activos. Por ejemplo, en el folleto del fondo COBAS SELECCIÓN FI, de Cobas Asset Management, se especifica que: “El objetivo de gestión es obtener una rentabilidad satisfactoria y sostenida en el tiempo, aplicando una filosofía de inversión en valor, seleccionando activos infravalorados por el mercado, con alto potencial de revalorización”.

El perfil de riesgo y remuneración advierte sobre el riesgo del fondo. En esta sección del folleto, se explican los distintos riesgos que tiene invertir en activos potencialmente seleccionables. Estos riesgos varían según el objetivo y la rentabilidad de la inversión. La información complementaria del fondo puede incluir advertencias a los inversores sobre la gestión de su capital o sobre el *benchmark*.

El *benchmark* es el índice que los fondos utilizan como referencia para su objetivo de gestión que se ha explicado en el punto de más arriba. Los índices de referencia se utilizan para comparar la evolución del rendimiento del fondo. Lo normal es que un fondo que se expone en

un porcentaje mayoritario a un mercado concreto utilice un índice de performance que recoja la evolución de los principales valores de ese mercado. Por ejemplo, el fondo Renta 4 Multigestión Andrómeda invierte un 93,83% en empresas de Estados Unidos y toma como índice de referencia el S&P 500.

Los folletos también incorporan las clases de participaciones que ofrecen y los gastos y comisiones que conllevan.

#### **IV. Por geografía**

Dentro de la geografía se encuentran distintas regiones económicas con el objetivo de entender las diferencias que puedan surgir a la hora de invertir en una zona o en otra. El análisis geográfico permitirá entender el impacto que ha tenido la pandemia en una cartera según donde se encuentren los activos seleccionados. Se han estudiado las zonas de Europa, Estados Unidos y países emergentes. A esto le precede una contextualización global para entender la situación macroeconómica de manera holística.

#### **V. Por sector**

El apartado que reúne las conclusiones según el sector del mercado es la segunda parte de los resultados de la investigación. Aquí el objetivo es entender cómo el COVID-19 ha afectado a los distintos sectores. Por ejemplo, se entiende que el turismo ha sido un sector muy afectado, y los fondos que hayan tenido gran peso de estas empresas en sus carteras, habrán sufrido un impacto diferente y probablemente más negativo.

#### **VI. Por modalidad de inversión**

La modalidad de inversión es el tipo de filosofía que se aplica a la hora de seleccionar empresas y de analizarlas. La filosofía *value* consiste en comprar aquellas empresas que el analista considere estén cotizando por debajo de su valor intrínseco. Tiene su origen en Benjamin Graham, autor de “*El inversor inteligente*” y otras obras en las que desarrolla esta modalidad de inversión. Ha sido popularizada a nivel mundial por Warren Buffett y Charlie Munger en Berkshire Hathaway. En España, Francisco García Paramés es considerado el catalizador de la inversión en valor. La otra gran modalidad de inversión es la inversión en empresas de crecimiento, en inglés: *growth stocks*. En este caso, se considera a Phil Fisher el principal propulsor de este método de inversión, con su libro “*Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*”. Se trata de invertir en compañías que generan más caja o más ingresos que la compañía media de la industria en la que operan, y por lo tanto, de invertir en las compañías que más crecen.

### c. Muestra de fondos de inversión analizados

En esta investigación se analiza el impacto del COVID-19 en los fondos de inversión de renta variable de gestoras españolas. Para ello se han seleccionado los siguientes fondos:

- Renta 4 Valor Europa.
- Magallanes Iberian Equity
- Renta 4 Multigestión Andrómeda Value Capital
- CI Emergentes
- Cobas Selección FI

Esta muestra de fondos reúne cinco fondos de inversión con diferentes características con el objetivo de observar y analizar el impacto de la pandemia en un espectro de situaciones amplio. En ella se encuentran carteras con distinta composición geográfica y sectorial. También presentan entre sí diferencias en el estilo de inversión. Todas estas propiedades de la muestra son la razón por la que estos fondos han sido seleccionados como muestra para este trabajo.

La periodicidad de los datos referentes a las muestras es anual para la rentabilidad del fondo, para el *benchmark* y para el alfa. En algunos casos se utilizan datos semestrales y trimestrales para mostrar la evolución de las variables durante las dos primeras olas de COVID-19. Estos datos han sido obtenidos principalmente de las páginas web de las distintas gestoras. A continuación, se hace una breve descripción de cada fondo:

- El fondo Renta 4 Valor Europa invierte un mínimo del 60% en renta variable cotizada de la zona euro y un máximo del 40% en renta variable cotizada del resto de Europa y Estados Unidos. El índice de referencia tomado por el fondo es el EURO STOXX 50 *Net Return*.
- Magallanes Iberian Equity es un fondo de autor liderado por Iván Martín Aránguez. Esto implica que un cambio en el gestor conlleva cambios en la política de inversión del fondo. Se invierte en renta variable española y portuguesa. Por lo tanto, utiliza como índice de referencia en un 80% el Ibx 35 *Net Return* y un 20% el PSI 20 *Net Return*.
- El fondo Renta 4 Multigestión Andrómeda puede invertir en renta variable y en renta fija. Para la renta variable, utiliza el análisis fundamental con el objetivo de comprar activos infravalorados por el mercado, atendiendo a empresas de todo tipo de capitalización y mercados de tanto alta como baja liquidez. El fondo invierte más de un 90% del peso en renta variable estadounidense, por ello el índice de referencia para la renta variable es el S&P 500 *Total Return*.

- El fondo CI Emergentes ha sido añadido a la selección con el objetivo de estudiar el impacto del COVID-19 en los mercados financieros de países emergentes. Según MSCI (creador de índices de referencia), son países emergentes: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, República Checa, Grecia, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán, Qatar y Emiratos Árabes Unidos. El fondo toma como referencia el índice MSCI *Emerging Markets*. El objetivo del fondo es obtener una mayor rentabilidad que este índice manteniendo una volatilidad similar a la del mismo.
- El fondo Cobas Selección también es un fondo de autor, que es Francisco García Paramés. El gestor es conocido por su filosofía *value* y aplica este estilo de inversión a la selección de activos para la cartera del fondo. El índice de referencia es el MSCI *Europe Total Return Net*. Sin embargo, la descripción del fondo advierte que el índice se utiliza con fines únicamente informativos o comparativos.

#### **4. Resultados de la investigación**

Con el objetivo de entender el impacto de la pandemia en los fondos de gestoras españolas, se ha llevado a cabo primero un estudio del impacto global macroeconómico de ésta. Es un área de interés ya que, en un contexto macroeconómico sin precedentes, se necesita una explicación que pueda ayudar a entender los rendimientos de las distintas carteras. El impacto del COVID-19 ha afectado tanto al lado de la demanda como el de la oferta y ha obligado a la mayoría de los gobiernos a tomar medidas extremas para frenar los contagios y los daños económicos.

A continuación, se exponen los análisis y resultados de esta investigación. El primer apartado elabora un estudio de la geografía que incluye un análisis global, otro de Europa, otro de Estados Unidos y un tercero sobre países emergentes. El segundo un análisis por sector, que trata el impacto de la pandemia en diferentes sectores económicos. El tercer apartado estudia cómo ha impactado la pandemia al estilo de inversión, en términos de rendimiento. El cuarto apartado analiza uno por uno los fondos seleccionados como muestra para este trabajo de

investigación. Este análisis se elabora apoyándose en las ideas y conclusiones extraídas de los tres apartados previos.

## **a. Por Geografía**

### **i. Global**

En este contexto macroeconómico el objetivo de los gobiernos a nivel mundial es conseguir la inmunidad del grupo para sus países. La compra, distribución y aplicación de las vacunas a la población por parte de los gobiernos se puede considerar por tanto la política económica más importante. En función de este proceso, los países estarán preparados para volver a economías prósperas y ver crecimiento en medidas como el PIB.

Las intervenciones no farmacéuticas han sido adoptadas por los gobiernos de muchos países. Las intervenciones no farmacéuticas son aquellas que tratan las restricciones de movilidad, limitación de horarios comerciales y el resto de las herramientas utilizadas por los gobiernos para ayudar a combatir, en este caso, la pandemia del COVID-19. Éstas han multiplicado, en el corto plazo, el impacto negativo de la pandemia en términos económicos. No obstante, en el largo plazo se desconoce el impacto real de la pandemia en las diferentes economías (Baldwin y Weder di Mauro 2020).

La deuda de los gobiernos subió desde el momento en que la pandemia fue reconocida y declarada emergencia de salud pública por la OMS el 30 enero de 2020. En la zona euro, la deuda de los gobiernos pasó de 10.265.963 millones de euros en el primer trimestre de 2020 a 10.949.754 millones en el segundo trimestre de 2020. Esto supuso una subida del 8,7%, y reflejó una deuda en porcentaje de PIB del 95%. En concreto, el nivel de deuda al final del tercer trimestre en España fue del 114,1% sobre el PIB del país. Esto reflejó una subida de 16,6 puntos básicos comparándolo con el tercer trimestre del año anterior, 2019.

Debido a los eventos económicos de la pasada década, las tasas de interés han llegado a niveles hasta negativos. En Alemania las tasas de interés han fluctuado entre -0,47% y -0,58% en 2020. Más adelante se analizan las implicaciones de esto para los activos que no son de renta fija, pero se asume que despertará el interés de los inversores por los mercados de renta variable.

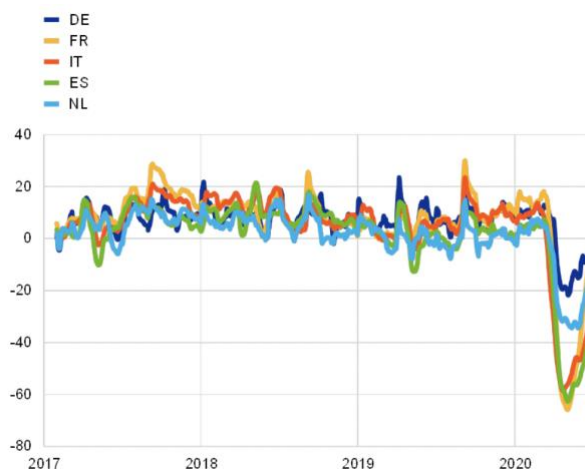
Como consecuencia de que la pandemia sea reciente y no permita un análisis con retrospectiva, se han investigado también indicadores de alta frecuencia para obtener datos. Un

indicador de alta frecuencia es un indicador que proporciona datos sobre una variable con una demora temporal mínima. Estos indicadores contrastan con los principales indicadores económicos que suelen ser publicados mensual o trimestralmente. Los indicadores de alta frecuencia permiten a los responsables de las políticas monetarias y fiscales acceder a datos en tiempo real y con el desafío a todos los niveles que ha supuesto la pandemia del COVID-19, crecen en importancia (Deo, Verulkar y Krishnan 2020). Estos indicadores diarios o semanales por tanto permiten un análisis Top Down actual sin retrasos para este contexto macroeconómico.

## ii. Europa

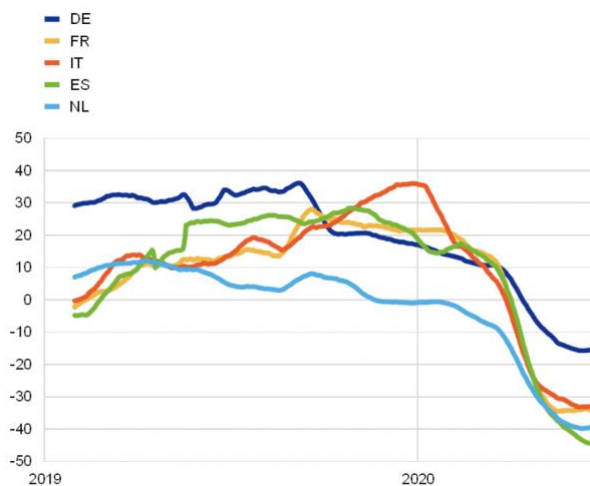
En Europa, los países con mayor número de contagios han sido los que mayores pérdidas económicas han sufrido. Este dato se agranda a medida que analizamos países en los cuales el impacto de la pandemia ha sido mayor, por ejemplo, en España. El primer indicador de alta frecuencia analizado es la tasa de contratación en el mercado laboral europeo:

- Gráfico 1: Tasa de contratación en el mercado laboral europeo con LinkedIn



Fuente: BCE y LinkedIn

- Gráfico 2: Tasa de contratación en el mercado laboral europeo con Indeed

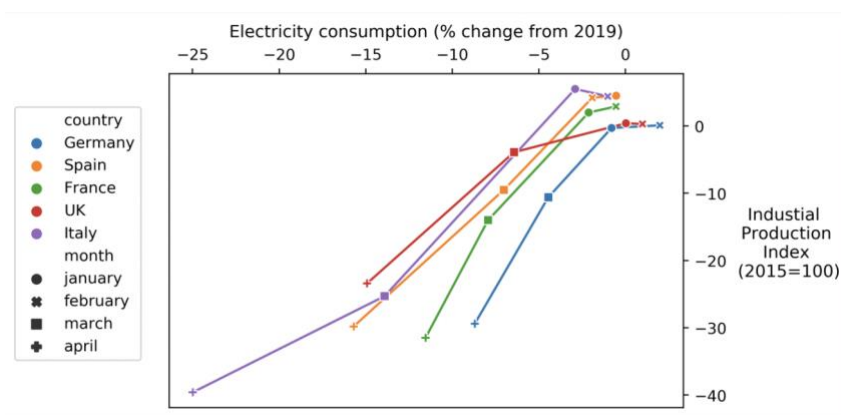


Fuente: BCE e Indeed

Los gráficos 1 y 2 muestran las tasas de contratación en dos portales de empleo distintos, LinkedIn e Indeed. Los diferentes colores siguen a distintos países, marcados en la leyenda a la izquierda del gráfico. Se aprecia un patrón similar para el inicio del año 2020, donde las tasas bajan de manera significativa. En marzo, el incremento interanual era del 11% en España y positivo en la mayoría de los países. Pero en junio este mismo número era del -44,4%, reflejando el impacto del COVID-19 en la economía y en el desempleo. A pesar de ello, existe una recuperación a partir de mayo, en parte debido a la reacción posterior a la conmoción global que se generó al inicio de la pandemia.

El segundo indicador de alta frecuencia analizado es el consumo de electricidad:

- Gráfico 3: Consumo de electricidad en términos interanuales en países europeos



Fuente: Bruegel.com

El gráfico 3 describe el cambio porcentual con respecto al año 2019 del consumo de electricidad en los países de la leyenda de la izquierda de la imagen. El eje de la derecha describe también el cambio de la producción industrial en los diferentes países. Cada símbolo representa un mes y el pasaje de tiempo ocurre de derecha a izquierda. Se ve que son todos datos negativos de los países europeos, coincidiendo con el tiempo desde que se declaró la pandemia hasta la aprobación de restricciones sanitarias extremas como las cuarentenas. Es importante señalar que son datos ajustados a la situación climática, ya que la electricidad por sí sola no tiene suficiente poder explicativo en este caso. Por ejemplo, la baja temperatura de un lugar puede sesgar los datos de la electricidad como variable analizada. Los países que subieron de nuevo los niveles de consumo de electricidad fueron aquellos que pusieron medidas más restrictivas desde el principio (López Prol 2020).

Los mercados financieros europeos también han reflejado la crisis de la pandemia. El principal índice europeo es el EURO STOXX 50. Este índice recoge la evolución de 50 de las principales empresas de la zona euro. Es un índice que se caracteriza por la capitalización bursátil de sus valores. Esto significa que algunos valores tendrán mayor peso que otros. No obstante, el peso máximo es del 10%. El sector financiero es el que más peso tiene en este índice.

- Gráfico 4: Evolución del índice EURO STOXX 50



Fuente: [macrotrends.net](https://www.macrotrends.net)

La evolución del principal índice europeo se recoge en el gráfico 4. El rendimiento en 2020 fue de un -5,8%. Comenzó el año en 3773,37 y acabó en 3552,64, perdiendo 220,73 puntos. Otro índice que recoge valores europeos es el índice *MSCI Europe Index*:



- Gráfico 5: Evolución del índice MSCI Europe durante los últimos 15 años:

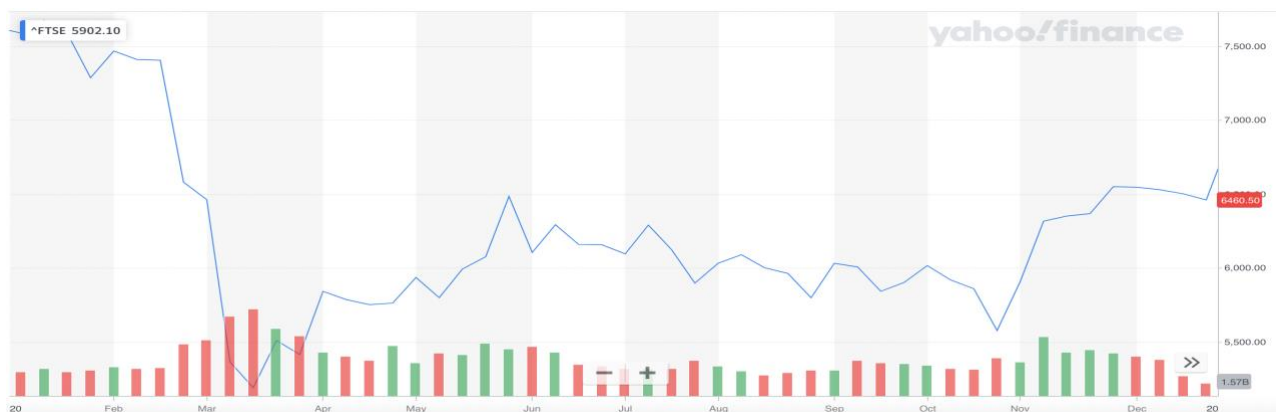


Fuente: msci.com

Este índice incluye 15 países diferentes: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y Reino Unido. Los países con mayor peso son el Reino Unido con un 22,95% y Francia con un 17,78%. Al igual que ocurre en el EURO STOXX 50, el sector financiero es el que más peso tiene, en este caso con un 16,52%. Se compone de 432 valores diferentes. En 2020 ha tenido una rentabilidad anualizada del -5,38%.

Respecto a los índices individuales de los países, el impacto de la pandemia también ha sido muy notable. Por ejemplo, el FTSE 100, de Reino Unido, presentó en 2020 la siguiente evolución:

- Gráfico 6: Evolución del FTSE 100 en 2020



Fuente: Yahoo Finance

La bajada comenzó en marzo, cuando los participantes del mercado comenzaron a vender sus activos provocando una caída del 32,36% en el primer trimestre de 2020. A pesar de la recuperación a finales de año provocada por el anuncio de la vacuna de Pfizer y Moderna, el índice perdió un 14,85%.

De manera similar, el DAX alemán bajó de 13339,1 a 8458,86. Esta caída del 36,59% del principal índice alemán en el primer trimestre de 2020 se observa en el Gráfico 7. El DAX consiste en 30 compañías alemanas que cotizan en la bolsa de valores de Frankfurt y son un catalizador clave de la economía de Alemania. No obstante, y de manera parecida a la evolución de la tasa de contratación de Alemania vista en los gráficos 1 y 2, el potente impacto de la pandemia no ha dejado el principal índice alemán con rendimiento negativo en 2020:

- Gráfico 7: Evolución del DAX 30 durante el año 2020.



Fuente: tradingview.com

El DAX 30 ha finalizado 2020 con una evolución del 3,78% que durante 2021 ha seguido subiendo a pesar de que el COVID-19 sigue presente.

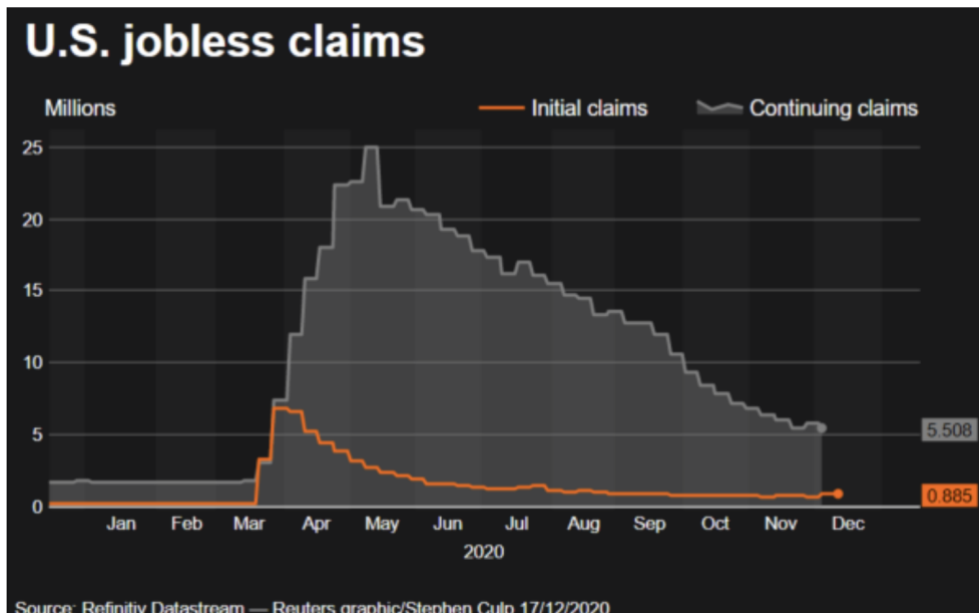
Según el comportamiento de los dos índices generales analizados para Europa y los índices individuales, se puede afirmar que los mercados bursátiles en esta región han tenido rendimientos negativos durante el periodo de la pandemia. A pesar de la gran recuperación a partir de abril de 2020 y del anuncio de la vacuna en noviembre de 2020, los principales valores europeos se han visto perjudicados como resultado de la crisis del COVID-19.

La conclusión sobre el impacto del COVID-19 en Europa en términos macroeconómicos y de mercados bursátiles es que a pesar del golpe inicial, las medidas adoptadas por los gobiernos de la región han conseguido minimizar el parón de la actividad económica en el año 2020. No obstante, con carácter general, los mercados bursátiles y principales valores europeos han sufrido pérdidas y han presentado evoluciones negativas.

### iii. Estados Unidos

En Europa se ha comentado que los países más afectados económicamente han sido los que han visto un mayor número de contagios. De manera similar, Estados Unidos, presente en la mayoría de las carteras de los fondos seleccionados para esta investigación, ha sufrido un impacto más grande en aquellos estados y zonas que son más pobres. (Chen, Igan, Pierri y F.Presbitero 2020). El indicador económico analizado sobre Estados Unidos son las solicitudes de desempleo del país a lo largo de 2020:

- Gráfico 8: Evolución de las solicitudes de desempleo en Estados Unidos en 2020



Fuente: Reuters

La bajada del crecimiento económico ha llevado a la mayoría de los estados y zonas económicas a entrar en fases de recesión. El frenazo de la actividad económica se traduce en empresas cerradas y puestos de trabajo desaparecidos. El impacto fue máximo en marzo debido a la incertidumbre de una situación como esta pandemia. Por lo tanto, en varios países como Estados Unidos las peticiones de subsidio por desempleo subieron (gráfico 8). Para entender el contexto, este dato en la crisis financiera de 2007-2009 alcanzó su punto límite en 665.000, mientras que en

el punto más alto de marzo de 2020 se situaba en 6,867 millones (Mutikani, 2020). Esto influye en las predicciones del PIB de, en este caso EE. UU., que a su vez es un indicador frecuentemente utilizado por inversores institucionales e individuales. Se ven por tanto afectados los mercados de renta variable y renta fija para empresas que tengan negocio en los países afectados, que a su vez forman parte de las carteras que han sido seleccionadas para este trabajo.

No obstante, los principales índices bursátiles americanos han tenido evoluciones positivas en 2020. Se observa, a continuación, los índices S&P 500 y NASDAQ 100.

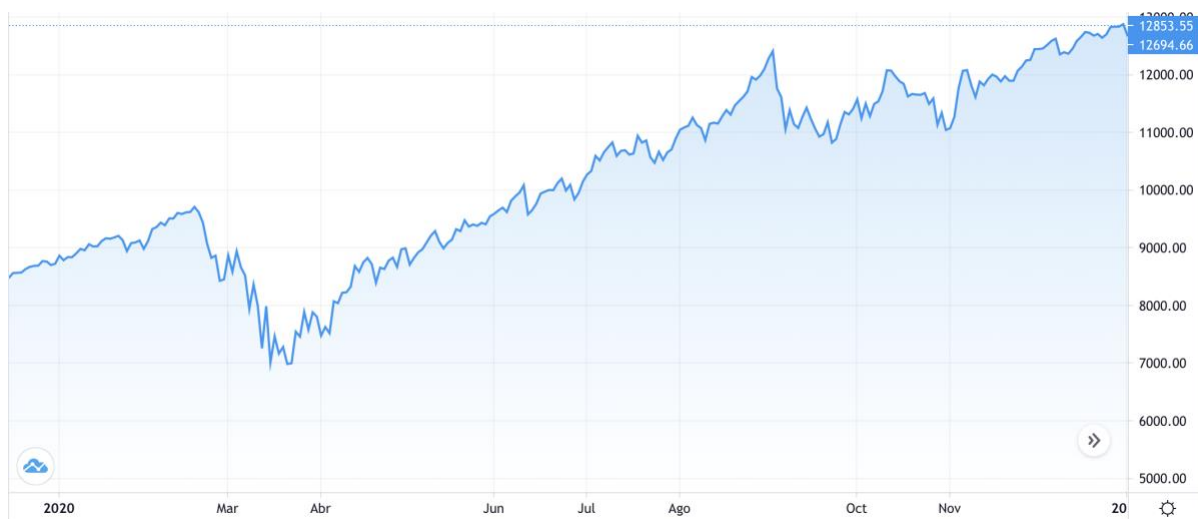
- Gráfico 9: Evolución del índice S&P 500 en 2020



Fuente: tradingview.com

El S&P 500 está compuesto por las 500 empresas más representativas de la bolsa de Nueva York. Este índice tiene una importancia superlativa al estar en el nicho financiero más importante del planeta, Wall Street. Como se observa en el gráfico 9, el S&P 500 ha tenido una evolución positiva del 16,22% en 2020. A pesar de hundirse en marzo, los valores de este índice han disfrutado de una recuperación a partir del mes de abril que ha sido una constante hasta 2021.

- Gráfico 10: Evolución del índice Nasdaq 100



Fuente: tradingview.com

El índice Nasdaq 100 recoge los precios de valores que cotizan en la bolsa de valores del Nasdaq. Sus componentes son 100 empresas no financieras dedicadas al sector tecnológico y a industrias de innovación, tanto de hardware como de software. El Nasdaq 100 ha tenido una evolución histórica en 2020. Tras el revés de marzo, patrón que se repite en la mayoría de los índices de mercados financieros a nivel global, comenzó un mercado alcista en favor de las empresas tecnológicas, biotecnológicas, de comunicaciones y de otras industrias similares. En 2020 el Nasdaq 100 ha tenido un rendimiento del 46,56%.

La fuerte recuperación de los mercados de valores en Estados Unidos no ha sido casualidad. El país tomó medidas para contrarrestar el impacto de la pandemia y los valores americanos las han disfrutado. La reserva federal bajó las tasas de interés, una política monetaria que ha ayudado a empresas americanas de todos los tamaños. El gobierno del país también facilitó casi medio billón de dólares en préstamos a pequeños negocios. Otro motivo por el cual el factor Estados Unidos será importante a la hora de entender el rendimiento de una cartera de los fondos seleccionados es la presencia de los *Big 5* en el S&P 500. Estos valores son Amazon, Alphabet, Facebook, Netflix y Microsoft. Entre los 5 llegaron a sumar un 23% de composición del índice. Si el sector que mejor ha salido parado es el tecnológico, se ha reflejado en los principales índices americanos y ello ha contribuido a las expectativas optimistas de los inversores, tanto institucionales como particulares (Banerji 2020). Todos estos factores han provocado un mercado alcista en los índices americanos durante la segunda parte de 2020.

#### iv. Países Emergentes

El Fondo Monetario Internacional afirma que la pandemia del COVID-19 ha tenido y tendrá un efecto más severo en países emergentes, así como en países en vías de desarrollo. El impacto del coronavirus en las bolsas de valores de países emergentes ha sido negativo y significativo desde el inicio del mes de marzo hasta el 10 de abril de 2020. Los mercados asiáticos han sido los más afectados y el impacto más reducido, en términos de países emergentes, ha sido en países europeos como Polonia, República Checa o Rusia. El impacto negativo también ha sido menor en países donde los gobiernos han tomado medidas restrictivas contra la pandemia desde el principio y en países donde se han puesto en marcha estímulos y otras medidas de incentivos económicos (Topcu, Gulal, 2020).

En China, por ejemplo, el COVID-19 ha afectado más negativamente a valores de sectores tradicionales, pero también han surgido oportunidades. Como se ha mencionado en el caso de Estados Unidos, en particular sobre el índice Nasdaq 100 y las empresas de educación, tecnología e innovación (incluyendo el sector de la salud), parte del mercado chino también ha obtenido la confianza del inversor a pesar de la crisis del COVID-19.

- Gráfico 11: En azul oscuro, la evolución del índice MSCI Países Emergentes en dólares americanos desde febrero de 2006 hasta febrero de 2021.

#### CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (USD) (FEB 2006 – FEB 2021)



Fuente: MSCI

El índice MSCI Países Emergentes recoge la evolución de 1381 empresas cotizadas de países emergentes. En 2020, tuvo un rendimiento anualizado del 18,31%. Esto se debe a su composición, tanto sectorial como geográfica. Un 21% del índice está compuesto por empresas del sector tecnológico y casi un 40% de peso del índice es de China. Como se verá más adelante, el sector

tecnológico ha sido uno de los grandes beneficiados por la pandemia. Además, China ha tenido una recuperación notable a pesar del impacto inicial como se ha comentado anteriormente.

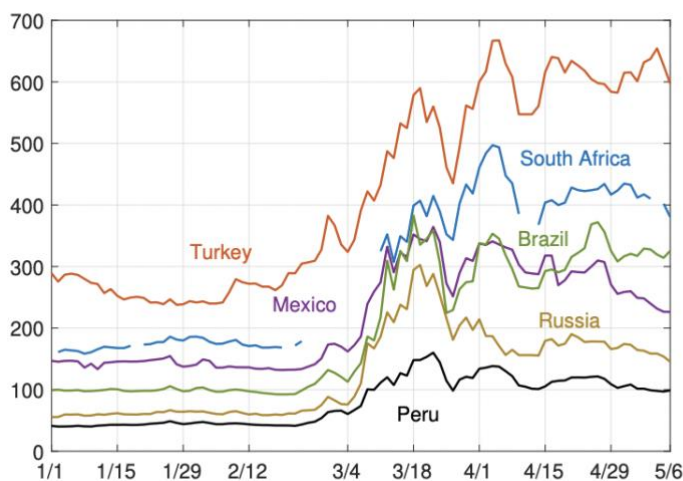
No obstante, no en todos los países emergentes se espera una recuperación tan inmediata como en los sectores beneficiados. Los números de producción y consumo han bajado drásticamente. Durante el primer semestre de 2020, Perú ha perdido el 30% de su PIB y la India ha perdido más del 25%. En el caso de países como Colombia, Marruecos o Malasia, las pérdidas superan el 15% del PIB (Wolf, 2020).

Una de las mayores dificultades para estos países se encuentra en la solución. El problema yace en la dificultad de sus monedas para mantener el tipo de cambio sin ser devaluadas en el caso de que los bancos centrales bajen los tipos de interés y como consecuencia haya períodos de inflación. En términos de políticas fiscales, los gobiernos tienen poco margen de maniobra al saber que si la deuda sube, los inversores pueden pensar que el país no tendrá la capacidad de pagarla. Por ejemplo, según el Fondo Monetario Internacional, la India ha dejado sus tipos de interés al 4%, y México tan sólo aumentará el gasto público en un 0,7% de su PIB.

También está el problema de los precios de las materias primas. Entre febrero y marzo de 2020, el índice FMCPI (*Free Market Commodity Price Index*) tuvo un rendimiento del -20,4%. Es un dato relevante, pues es la bajada mensual más grande del índice en su historia. Esto ha perjudicado a las Balanzas de Pagos de múltiples países emergentes, en especial, a aquellos que exportan grandes cantidades de materias primas.

El mayor problema de los países emergentes es la deuda externa y la facilidad para tener problemas de repago de deuda. La mayoría de los países que pertenecen a este grupo han visto como la diferencia de rendimiento de los bonos soberanos se agranda:

- Gráfico 12: Diferencia de rendimiento de los CDS de algunos países emergentes.



Fuente: nber.org

El gráfico 12 muestra el rendimiento en las permutas de incumplimiento crediticio de Turquía, Sudáfrica, México, Brasil, Rusia y Perú desde enero hasta mayo de 2020. Se observa en todos los casos una subida drástica del rendimiento de estos derivados ya que la calidad de los países en términos de riesgo crediticio se ha hundido. Esto es una consecuencia lógica de una crisis que ha afectado negativamente a factores muy importantes en las economías de estos países emergentes. Rusia, por ejemplo, es un país que exporta petróleo. Esta materia prima genera unos ingresos al país del 36% de su PIB. Se ha comentado antes la bajada de precio que han tenido las materias primas a nivel global en el mes de marzo de 2020. Por tanto, es lógico que su riesgo crediticio haya aumentado en el mismo período. En el caso de Turquía, que ya tenía una calidad crediticia muy baja, el rendimiento de estos derivados se ha disparado, al ser una economía de la que más del 50% de su PIB en 2019 procede de servicios como el turismo. Países como Brasil o México son similares.

En resumen, los países emergentes han sufrido en mayor medida el impacto de la pandemia del COVID-19. Esto ha sido especialmente notable durante el mes de marzo de 2020 y en parte también abril. Las consecuencias a largo plazo están por ver, pero varias fuentes como la Oficina Nacional de Investigación Económica estadounidense, la Reserva Federal o empresas financieras como *Pictet Asset Management* afirman que habrá problemas para recuperar niveles económicos pre-pandemia. Una de ellas es el coste de la deuda para muchos de estos países, como ya hemos visto con ejemplos como Turquía o Brasil. Además, al empeorar la calidad crediticia de los países emergentes la recuperación económica será más costosa, y en países dependientes de los sectores más afectados como el turismo o las materias primas puede significar la quiebra. Esta última ya se ha visto en el caso de Ecuador y Argentina.

#### v. **Diferencias, similitudes e implicaciones**

Las tres regiones económicas analizadas han sido Europa, Estados Unidos y países emergentes. El objeto de estudio de éstas es entender el impacto del COVID-19 sobre ellas para poder utilizarlo como referencia y como herramienta explicativa de los rendimientos de los fondos de inversión de las gestoras españolas.

Como se ha analizado y explicado, la pandemia ha tenido un impacto mundial. Los países peor parados han sido los países emergentes y en vías de desarrollo. En el caso de Europa y Estados Unidos, las peores zonas han sido las que han tenido mayor número de contagios y han tomado menos restricciones o restricciones más tardías.

Las bolsas de valores de Europa han sufrido un impacto negativo (-5,78% en Eurostoxx) a pesar de la recuperación en el segundo semestre de 2020 y el posterior anuncio de la vacuna contra la enfermedad. En cambio, en Estados Unidos, los índices muestran que la recuperación ha contrarrestado por completo el impacto inicial de la pandemia, apoyada por el mercado alcista de



las partes más beneficiadas del mercado por la situación generada por el virus. En el caso de los países emergentes, ha habido diferentes reacciones en las bolsas, pero la mayoría de las economías han sufrido y lo siguen haciendo.

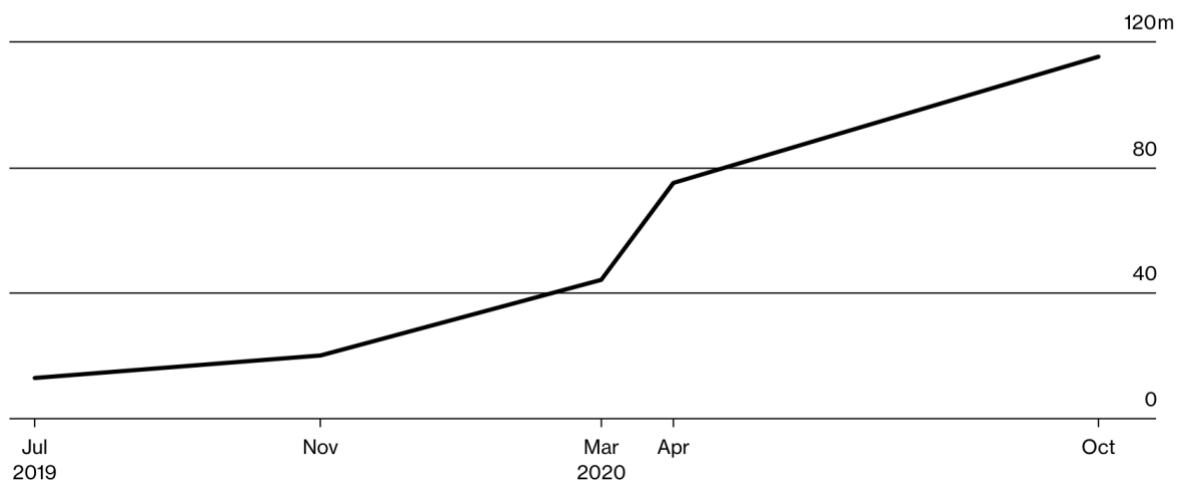
## b. Por sector

### i. Tecnológico

El sector tecnológico ha sido uno de los grandes beneficiados por la situación generada por la pandemia. Los confinamientos y los cierres de las fronteras han llevado a las personas a hacer vida en casa. Esto ha impulsado a las compañías tanto de *hardware* como de *software*, al haber una demanda mucho mayor para sus productos. Los ejemplos más claros de esto son los servicios *cloud* de Zoom o el *software* de Microsoft: Microsoft Teams, que han permitido a las empresas llevar a cabo la digitalización del trabajo. En el caso de Zoom, su rendimiento en bolsa en 2020 ha sido del 378,3%. Microsoft por su parte ha tenido un rendimiento del 37,89%. Estos dos ejemplos son tan sólo una muestra de la evolución que ha tenido el sector tecnológico durante la pandemia. A continuación, se observa un ejemplo de *Microsoft Teams*:

- Gráfico 13: Usuarios del servicio *Microsoft Teams* desde julio de 2019 hasta octubre de 2020.

Daily Average Users of Microsoft Teams



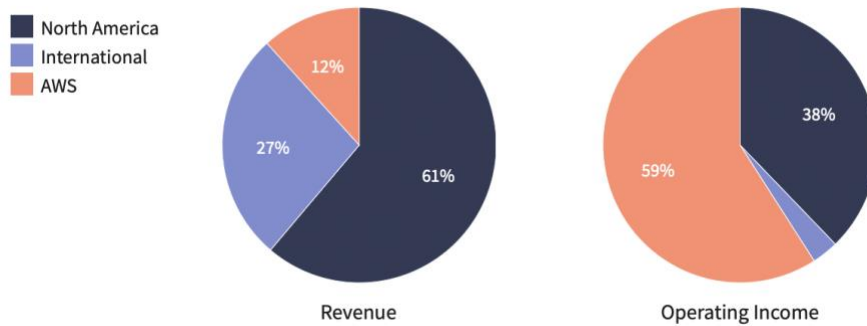
Fuente: Microsoft

Esta subida de demanda se ha traducido en un aumento de ingresos para compañías como Microsoft. El importe neto de la cifra de negocios subió un 13,65% con respecto a 2019, subiendo desde \$125.813 millones hasta \$143.015 millones. El principal catalizador de esto ha sido la subida de la demanda para sus servicios. Otro ejemplo de subida notable de ingresos en 2020 del sector de tecnología es Amazon, aunque también viene dada por su negocio de venta en línea. Como

resultado, los ingresos en 2020 han subido un 37,62% con respecto a 2019, desde \$280.522 hasta \$386.064 millones.

Sin embargo, Amazon tiene dos líneas de negocio. Una es *Amazon Web Services* (AWS) y la otra línea que es de venta de productos en línea.

- Imagen 1: Comparación de ventas e ingresos de explotación de AWS y comercio en 2020.

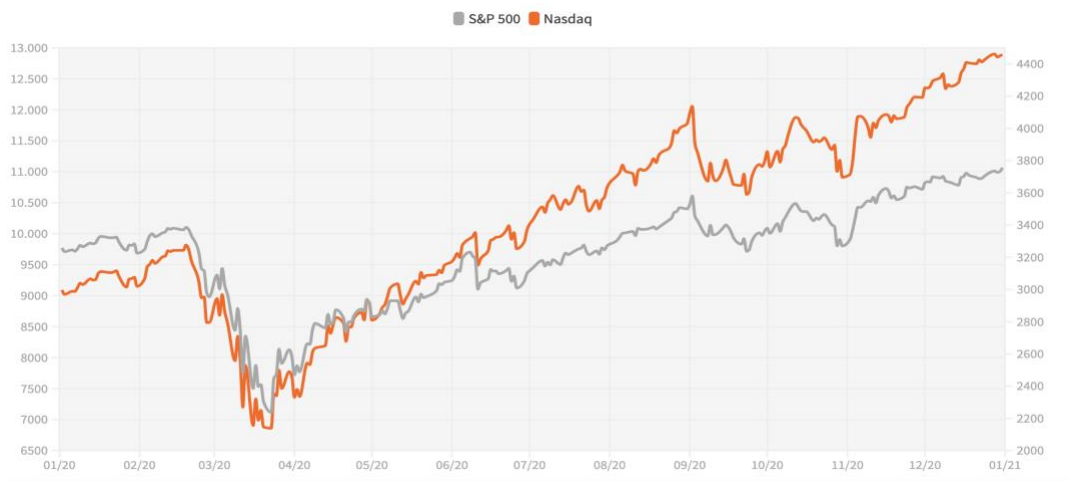


Fuente: Investopedia

En la Imagen 1 se observa en el gráfico circular de la izquierda que los ingresos de Amazon vienen en un 12% de su línea de negocio de servicios *cloud*. El resto es el resultado de su línea de negocio de *retail online*. A partir de aquí podemos deducir que, a pesar de que la mayor parte de sus beneficios los obtiene de los servicios *cloud*, es una empresa de venta minorista en Internet y no tanto una empresa del sector tecnológico. La conclusión es que la explicación para su crecimiento en 2020 está ligada al crecimiento del sector del *eCommerce* como resultado del impacto de la pandemia del COVID-19 y las consecuencias sanitarias de ésta. El *eCommerce* creció a nivel global en 2020 un 27,6% con respecto a 2019, subiendo de 3.354 mil millones de dólares a 4280 mil millones. En Estados Unidos, esta cifra fue del 44%. Como principal actor mundial del negocio *eCommerce*, Amazon ha visto su negocio de venta online crecer un 39,7%, mientras que AWS creció un 28,6%. (Datos extraídos del Terminal Bloomberg).

No obstante, ha sido el sector tecnológico el que ha superado al resto de sectores:

- Gráfico 14: Comparación de la evolución del índice S&P500 y el Nasdaq en 2020.



Fuente: ING

En el gráfico 14 se observa cómo el Nasdaq ha superado el rendimiento del S&P 500 mes tras mes durante 2020. No obstante, en el mes de noviembre se anunció la primera vacuna efectiva contra el COVID-19 y la posibilidad de una vuelta a la normalidad hizo que bajara el índice de manera coyuntural.

Otro índice del sector tecnológico es el *MSCI World Info Tech*, que recoge la evolución de empresas dedicadas al sector de tecnologías de la información de 23 países diferentes.

- Gráfico 15: Evolución del *MSCI World Info Tech* desde febrero de 2006 hasta febrero de 2021.

**CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE – NET RETURNS (USD)  
(FEB 2006 – FEB 2021)**



Fuente: MSCI

Este índice está compuesto por 186 valores diferentes. Sin embargo, un 85,67% son estadounidenses. Como se ha analizado en el apartado anterior, Estados Unidos ha disfrutado de mercados alcistas durante 2020 con la excepción de la bajada del mes de marzo. Apple (AAPL) y Microsoft (MSFT) tienen un peso del 18,2% y 14,66% del índice respectivamente. AAPL en 2020

ha subido un 78,44% y MSFT un 37,89%. Se ha afirmado que el principal motivo por el que estas compañías han superado en rendimiento al resto de sectores es la consecuencia del COVID-19 sobre el cambio de hábitos en la rutina de la mayoría de las personas del planeta. El índice del gráfico 15 ha tenido en 2020 una rentabilidad anualizada del 43,78%. Es muy superior a los otros dos índices que aparecen en el mismo gráfico. Se observa que, a pesar de la bajada inicial de marzo de 2020, los inversores empezaron a apostar fuerte por las tecnológicas al entender que este sector iba a ser uno de los beneficiados por la situación.

Todos estos factores como son el teletrabajo, el eCommerce, la digitalización de las empresas y la nueva demanda por servicios cloud, por software y hardware han hecho que estos valores hayan disfrutado de subidas en sus cifras de negocios y de un mercado alcista.

Pero también hay otro motivo como es el de las valoraciones de estas compañías. Las valoraciones de estas compañías estuvieron en 2020 en máximos históricos al coincidir con tasas de interés en mínimos históricos.

- Gráfico 16: Rentabilidad del bono del tesoro americano a 10 años.



Fuente: ycharts

Como se observa en el gráfico 16, durante 2020 la rentabilidad del bono americano registró mínimos durante varios meses seguidos. Este dato es relevante, pues a la hora de calcular el coste medio ponderado de capital o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) se utiliza este número para calcular el precio de la deuda. También se utiliza el WACC como tasa de descuento en el modelo de valoración de flujos de caja descontados. Por lo tanto, este factor, que, por supuesto comparten el resto de los sectores económicos, también ha contribuido a que los inversores hayan estado preparados para pagar precios más altos por valores tecnológicos, que a su vez estaban siendo beneficiados por condiciones externas a las compañías.

Las empresas tecnológicas han visto su auge impulsadas por la pandemia del COVID-19 durante 2020. Esto ha sido tanto por factores relacionados directamente con ellas, como el aumento de ingresos, y factores relacionados indirectamente como las valoraciones de éstas. El catalizador principal de este mercado alcista en el sector tecnológico ha sido Estados Unidos.

Por lo tanto, con respecto al análisis de los fondos seleccionados en el último apartado de la investigación, podemos esperar que aquellas carteras que tengan mucho peso en el sector de tecnologías de la información hayan disfrutado de rendimientos superiores al resto de carteras. En particular, aquellas expuestas a empresas tecnológicas estadounidenses.

## ii. Salud

Según Bloomberg, el sector de la salud incluye compañías cotizadas que atienden a diferentes servicios de la industria del cuidado de la salud. Esto también incluye compañías biotecnológicas, farmacéuticas, aseguradores de servicios de la salud, y empresas que gestionan hospitales y clínicas.

Con carácter general, los valores del sector de la salud no han obtenido rendimientos extraordinarios durante 2020, aunque sí positivos. Ha habido excepciones, como en el mes de marzo, cuando este sector de cuidado de la salud y dispositivos médicos ha obtenido rendimientos del 25,58% (Mazur, Dang, Vega, 2020).

- Gráfico 17: Evolución del índice MSCI *World Health Care* desde febrero de 2006 hasta febrero de 2021.



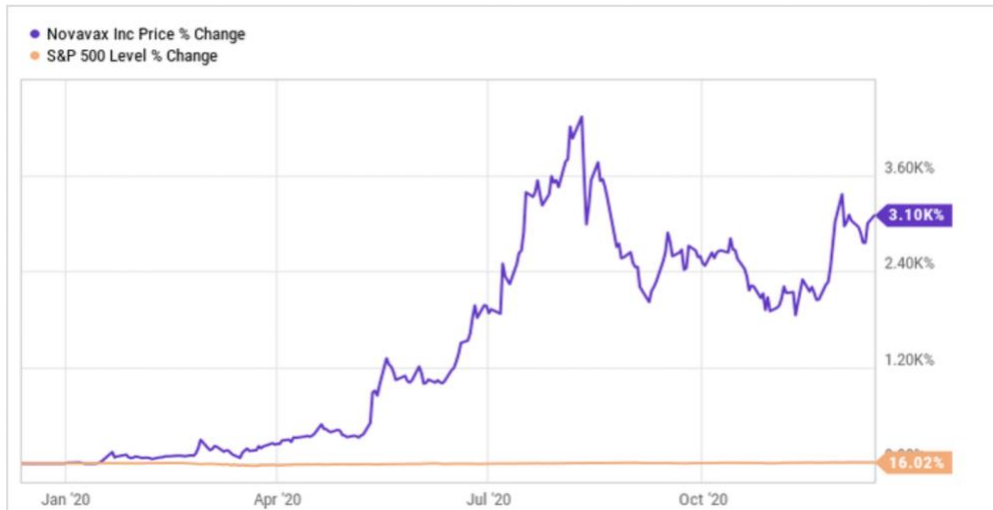
Fuente: MSCI

El índice MSCI *World Health Care* está compuesto por 158 empresas de la industria de cuidados de la salud en 23 países desarrollados distintos. Un 70,17% del peso del índice viene de empresas estadounidenses y el porcentaje restante está dividido entre el resto de los países.

En el gráfico 17 se observa la comparativa del índice MSCI *World Health Care* con otros dos índices que no tienen por objetivo centrarse en un sector en particular. El rendimiento anualizado del MSCI *World Health Care* en 2020 fue del 14,1%. Este rendimiento es menor al del MSCI *World* que tuvo un 16,5%, y también es menor al del índice MSCI ACWI, que tuvo un rendimiento del 16,82%.

Sin embargo, la carrera por la vacuna del COVID-19 ha atraído a los inversores y varios valores han disfrutado de rendimientos extraordinarios. Ha habido oportunidades extraordinarias en este sector como resultado de esta carrera. La compañía que más se ha revalorizado durante 2020 ha sido Novavax, que ha pasado de tener una capitalización de mercado de 128,76 millones de dólares al inicio de 2020 a terminar el año en 7,656 mil millones de dólares.

- Gráfico 18: Comparativa de cambio porcentual de precio de Novavax y el índice S&P500 durante 2020.



Fuente: ycharts

Novavax es una empresa de cuidado de la salud que se centra en el desarrollo de vacunas. En 2020 anunció que había obtenido datos positivos en la fase 3 de su vacuna contra el COVID-19 (Carmichael, 2020). Otro ejemplo para destacar es el de Moderna. Moderna inició el 2020 con una capitalización de mercado de 6 mil millones de dólares y lo acabó con 61 mil millones. Esta revalorización es, principalmente, fruto del lanzamiento al mercado de su vacuna contra el COVID-19.

Al igual que ha habido oportunidades brillantes, también ha habido valores del sector de cuidados de la salud que han perdido gran parte de su valor. El caso más extremo es el de NextCure Inc. Esta empresa biotecnológica se dedica a la investigación de desarrollo de medicamentos contra el cáncer y otras enfermedades relacionadas con la restauración del sistema inmunológico. La caída del 80,9% de las acciones de este valor es la otra cara de la moneda en lo que a oportunidades del sector de cuidados de la salud respecta.

El sector de la salud tuvo menor rendimiento que el del mercado en 2020. Sin embargo, a raíz de la crisis sanitaria mundial, surgieron oportunidades de inversión en empresas que estaban centradas en el desarrollo de vacunas, en especial contra el COVID-19. Estas excepciones han tenido revalorizaciones excelentes, y si alguna gestora española las ha tenido en su cartera desde el

inicio de 2020, habrá obtenido resultados excelentes. Pero, con carácter general, haber invertido en el sector de la salud en el año 2020 no habrá ayudado a los fondos de inversión a superar al mercado.

### iii. Turismo, entretenimiento y viajes

Esta pandemia es lo que Nassim Taleb definió como *Cisne Negro*. Según el ensayista libanés, un cisne negro es un evento impredecible que va más allá de lo que normalmente se espera de una situación y tiene consecuencias potencialmente graves. Y es que esto es precisamente lo que ha sido el evento del COVID-19, en especial para sectores como lo son el turismo, el entretenimiento y los viajes. El sector del turismo ha sido el peor parado, incluyendo empresas de aerolíneas, hoteles, empresas relacionadas con estos negocios y otras como agencias de viajes. El sector de los hoteles ha visto sus ingresos reducidos cuatro veces más que las dos crisis anteriores juntas. (Borko, Geerts, Wang 2020)

Según la organización mundial del turismo, se espera que el turismo internacional haya bajado hasta un 70% en el año 2020, a niveles de hace 30 años. El sector de turismo y de viajes ha sido de los más impactados por la pandemia del COVID-19 debido a factores como la baja demanda de estos servicios y las restricciones impuestas por gobiernos a escala global. Las pérdidas potenciales como resultado de este cambio de paradigma se estiman en 2 billones de dólares en PIB global, un 2% del total del PIB de 2019.

Las compañías cotizadas de los sectores de turismo, entretenimiento y viajes han visto cómo sus capitalizaciones de mercado han bajado de manera masiva. Algunas, como Walt Disney, “sólo” perdieron un 31% gracias a sus diversificadas fuentes de ingresos. No fue así el caso de algunas compañías de cruceros, como *Norwegian Cruise Line*, que perdió un 72% de su capitalización de mercado, o *Royal Caribbean Cruises*, con una pérdida del 68%.

Respecto a las aerolíneas, podemos observar la caída del precio de sus acciones durante el mes de marzo en la siguiente tabla:

- Tabla 1: Comparativa del precio de las acciones de aerolíneas americanas entre febrero y marzo de 2020:

Company	Ticker	Feb 19 2020 Share Price	Mar 24 2020 Share Price
Delta Air Lines	NYSE:DAL	\$58.5	\$26.9
United Airlines	NASDAQ:UAL	\$79.4	\$33
American Airlines	NASDAQ:AAL	\$28.3	\$13.9
Southwest Airlines	NYSE:LUV	\$56.89	\$37.7
Alaska Air Group	NYSE:ALK	\$65.2	\$28.9
Air Canada (in CAD)	TSX:AC	\$45.3	\$15.1

Fuente: visualcapitalist

Desde el 19 de febrero hasta el 24 de marzo de 2020, se estima una pérdida en términos de capitalización de mercado de 332 mil millones de dólares para los sectores *BEACH* (Reservas, entretenimiento, eventos en vivo, aerolíneas, cruceros y casinos, hoteles y resorts).

El sector hotelero también ha visto como la demanda y por lo tanto los ingresos por sus productos y servicios han bajado. Esto ha ocurrido a nivel global:

- Gráfico 19: Diferencia interanual de ingresos por habitación de hotel con respecto a 2019.

The slowdown in demand for hotel rooms is evident in revenue declines.



Fuente: str.com

En el gráfico de arriba se observa la bajada de ingresos por habitación de hotel en comparación con el año 2019. De nuevo se observa que el impacto ha sido global y negativo, especialmente en sectores cíclicos como la hostelería.

De manera similar, los sectores de consumo discrecional se han visto negativamente afectados, como observamos en el siguiente gráfico:



- Gráfico 20: Evolución del índice MSCI *World Consumer Services* desde febrero de 2006 hasta febrero de 2021.



Fuente: MSCI

El índice MSCI *World Consumer Services* se compone de 37 compañías del sector de consumo discrecional de 23 países desarrollados. El 54,41% del índice está compuesto por restaurantes, el 23,87% por casinos y juegos, el 16,23% por hoteles, resorts y líneas de cruceros y el 5,49% restante pertenece a instalaciones de ocio. En 2020 ha tenido un rendimiento anualizado del 2,39%. Este rendimiento es muy inferior a los otros dos índices del gráfico y encuentra su explicación en el evento de la pandemia del COVID-19.

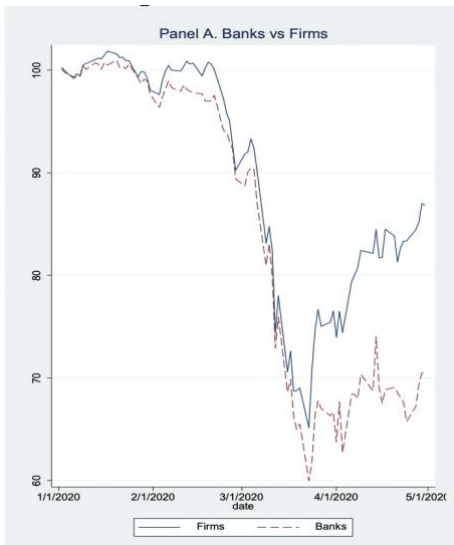
Aquellos fondos cuyas carteras tuviesen una participación mayor en estos sectores habrán visto que la recuperación no ha sido la misma que en el resto de los sectores y el impacto habrá condicionado el rendimiento de las mismas.

#### iv. Financiero

El sector financiero a nivel global ha visto múltiples ayudas por parte de los gobiernos y bancos centrales. Algunos gobiernos han proporcionado líneas de crédito a empresas, han dado garantías de responsabilidad a los bancos y también han reducido las reservas de capital requeridas por la regulación ( Demirguc-Kunt, Pedraza, Ruiz-Ortega 2020). Los bancos centrales, por su parte, han tratado de aliviar las repercusiones financieras de la epidemia.

Los resultados del estudio del Banco Mundial sobre el rendimiento del sector bancario durante la crisis del COVID-19 muestran que los bancos que han tenido reservas de capital más bajas han sido los que han sufrido peores bajadas de precio de sus acciones, en especial en el mes de marzo de 2020. También afirma que los bancos con exposición al sector del petróleo han visto los precios de sus acciones bajar de manera exacerbada.

- Gráfico 21: Comparativa del precio en bolsa de valores del sector bancario y del resto de compañías.



Fuente: Banco Mundial

El gráfico 21 es una muestra del bajo rendimiento del sector bancario comparado con el resto del mercado. Este bajo rendimiento se explica entre otros factores por el deterioro de los activos de los balances de los bancos, al haber una crisis mundial, el riesgo de los préstamos subió y la probabilidad de quiebra hizo lo propio. Además, las medidas contracíclicas de reservas de capital fueron percibidas por el mercado como un mayor riesgo para los bancos, y por lo tanto contribuyeron a la bajada de precios de sus valores (Demirguc-Kunt, Pedraza, Ruiz-Ortega 2020).

- Gráfico 22: Evolución del índice MSCI *World Financials* desde febrero de 2006 hasta febrero de 2021.



Fuente: MSCI

El índice MSCI *World Financials* recoge la evolución de 232 empresas del sector financiero de 23 países desarrollados diferentes. En este índice se incluyen compañías bancarias (44,51%), aseguradoras (23,32%), empresas que trabajan en los mercados de capital (21,96%) y varias industrias adicionales con peso relativamente bajo en el índice. El 52,44% del peso viene de Estados Unidos y el resto se reparte entre países como Canadá (8,55%), Reino Unido (6,31%), Japón (5,08%), Australia (5,51%) y otros (22,11%). Ha tenido un rendimiento anual negativo del -2,84% en 2020. Este rendimiento refleja también todos los factores comentados previamente sobre el deterioro de los activos de estas compañías y el aumento de los riesgos.

El sector financiero en 2020 ha sido uno de los principales afectados negativamente por la pandemia del COVID-19. A pesar del repunte causado por el anuncio de la vacuna en noviembre, este sector ha visto rendimientos muy por debajo del mercado. Esto implica que los fondos que hayan mantenido estos valores en cartera habrán sufrido pérdidas que a su vez habrán condicionado su rendimiento.

## **v. Conclusión**

La pandemia del COVID-19 ha tenido un impacto muy diferente en los distintos sectores económicos analizados. Ha traído ventajas a sectores como el eCommerce y como el tecnológico, debido a las consecuencias de las crisis sanitarias, las medidas de seguridad y distancia tomadas por los ciudadanos y la subida en la demanda de productos de digitalización de empresas, venta en línea y teletrabajo. No obstante, estas ventajas no las han podido disfrutar sectores que han sido muy dañados por las restricciones impuestas por múltiples gobiernos a nivel mundial. Estas restricciones han influido en sectores como el del turismo, transporte y empresas relacionadas con consumo discrecional y ocio. Otros sectores como el financiero han visto cómo sus activos se han deteriorado debido a estar expuestos a sectores influenciados negativamente por la pandemia. Por lo tanto, han sufrido mercados bajistas han tenido los rendimientos más bajos del mercado, llegando a rendimientos negativos en 2020.

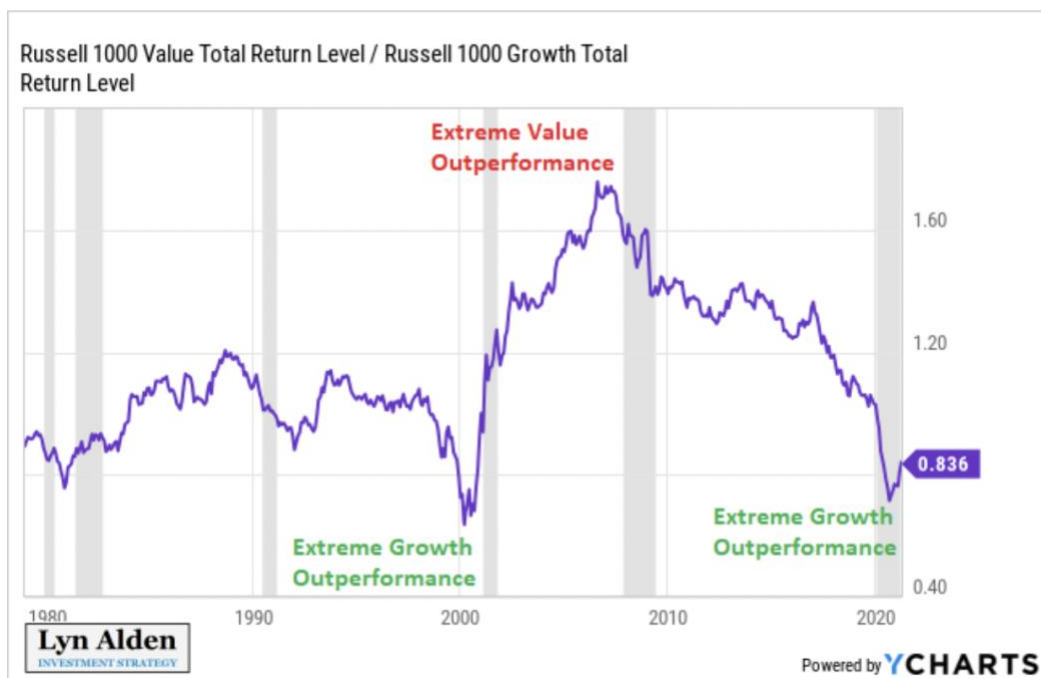
### **c. Por estilo de inversión**

#### **i. Value vs. Growth**

La asignación de activos en una cartera de renta variable puede hacerse mediante una serie de principios conocidos como modalidad de inversión. En esta investigación se estudia cómo el estilo de inversión ha podido ser impactado por el COVID-19, desde el punto de vista de fondos de inversión de gestoras españolas. Se diferencian, pues, dos estilos que son la inversión en valor y la inversión en empresas de crecimiento (value y *growth*). La inversión en valor suele estar

relacionada con sectores más bien defensivos, donde existen más oportunidades para aplicar esta filosofía de inversión. Los sectores defensivos son aquellos que mantienen niveles de actividad constantes sin importar la fase de ciclo económico. Son ejemplos de sectores defensivos el sector financiero, el industrial, los cuidados de la salud y otros como las materias primas y la energía. En cambio, la inversión en empresas de crecimiento consiste en invertir en sectores más cíclicos, donde es más probable encontrar compañías con múltiplos, beneficios y precios más altos que en el resto de la industria.

- Gráfico 23: Índice Russell 1000 *Value* Retorno Total / Índice Russell Crecimiento desde 1980 hasta enero 2021.



Fuente: Ycharts, Lyn Alden

Los índices Russell 1000 *Value* y Russell 1000 *Growth* se componen de las 1000 empresas cotizadas de mayor capitalización de Estados Unidos. El índice *value* se compone principalmente de sectores defensivos y el índice *growth* se compone principalmente de sectores cíclicos.

En el gráfico 23 se observa la proporción entre el índice Russell 1000 *Value* y el índice Russell 1000 *Growth*. Como explica Lyn Alden, cuanto mayor sea la proporción (la curva morada), los valores *value* estarán teniendo mejor rendimiento que los valores *growth*. Durante la década de 2010 la economía estadounidense ha ido de menos a más. Por ello vemos en el gráfico cómo la curva avanza hacia abajo durante esta etapa. Los valores de crecimiento han superado a los valores *value*. Durante la primera mitad de 2020 (en gris) el gráfico muestra una fuerte bajada, mostrando la superioridad de estos valores. No obstante, a partir de septiembre los valores *value* han tenido mejor rendimiento.

Esta evolución debería verse reflejada en el análisis del rendimiento de los fondos. En los fondos *value*, como el fondo Cobas Selección FI, se verá la evolución positiva que comenzó en septiembre de 2020 en los retornos de la cartera. No obstante, esto sólo ha ocurrido durante los últimos meses, no sólo del año, sino de la década, como se observaba en el gráfico 23.

#### d. Comportamiento de los fondos seleccionados.

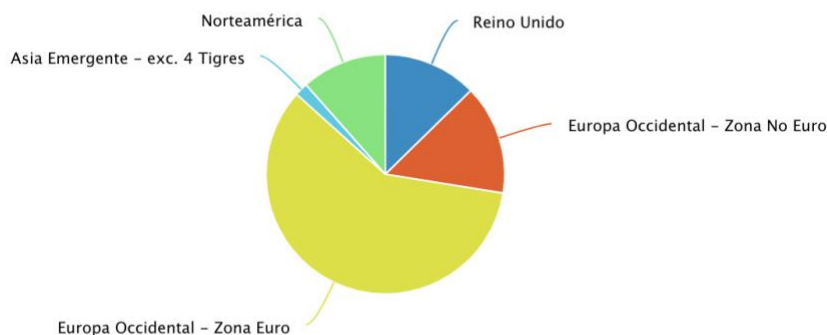
- **Renta 4 Valor Europa**

El fondo Renta 4 Valor Europa ha obtenido en 2020 una rentabilidad del -0,02%. Su índice de referencia o *benchmark*, que es el EUROSTOXX 50 NET return, ha tenido una evolución del -5,8%.

El alfa del fondo es de un 5,78%. En términos relativos este fondo no ha tenido un rendimiento negativo, pero en términos absolutos una inversión de 1000 euros se habría convertido en 980. Para entender estos resultados y entender el impacto del COVID-19 sobre la cartera de este fondo, se muestra a continuación el desglose por regiones y después el desglose por sectores de la cartera.

- Gráfico 24: Desglose por regiones de la cartera del fondo Renta 4 Valor Europa según el último informe publicado para 2020.

##### DESGLOSE POR REGIONES



En el gráfico 24 se observa que un 86,6% del fondo está invertido en valores europeos y valores en el Reino Unido (12,7%). El 13,4% restante se destina a valores norteamericanos (11,6%) y a valores asiáticos (1,8%). Según el análisis que se ha realizado en el apartado 3 ii) de esta

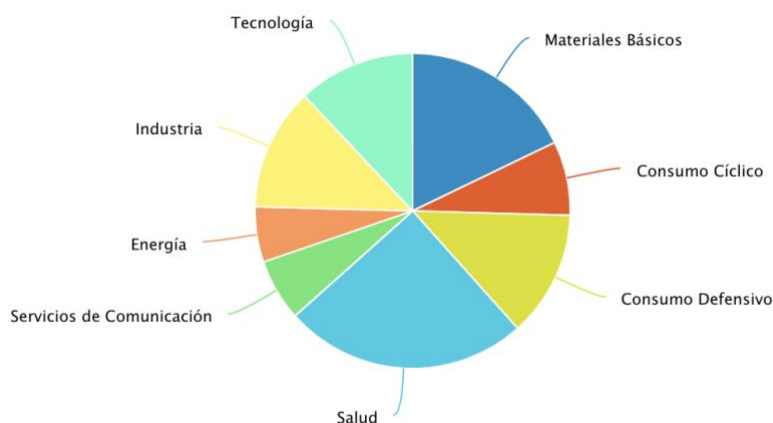
investigación, se podría esperar que una cartera que asigna un 86,6% a valores europeos haya tenido rendimientos negativos. En efecto, esto es lo que ha ocurrido.

Sin embargo, el alfa del fondo muestra que, al haber asignado patrimonio a activos como la bolsa asiática y la bolsa americana, el fondo ha tenido mejores rendimientos que el índice EURO STOXX 50. En el segundo informe semestral del fondo, la gestora afirma que estas regiones (Asia y Estados Unidos) han sido las responsables de la recuperación del rendimiento de la cartera en el segundo semestre de 2020. Es algo que podíamos prever si observamos por una parte el desglose por regiones y por otra el análisis por geografía realizado en el apartado 3a de este trabajo.

Del análisis por sectores obtenemos las siguientes conclusiones:

- Gráfico 25: Desglose por sectores de la cartera del fondo Renta 4 Valor Europa en el último informe de 2020.

#### DESGLOSE POR SECTORES



Fuente: Renta 4

En este gráfico circular las inversiones están más diversificadas en términos de sectores. La mayor concentración está en el sector de la salud, con un 25,01%. En el análisis por sectores del apartado 3b, se ha concluido que el sector de la salud ha tenido peor rendimiento que la bolsa en general. Las bolsas europeas no han abrazado tanto los estímulos como las americanas y las expectativas para la evolución de sus principales valores son muy dispares comparadas con empresas como Microsoft. Esto ha sido por el impacto del COVID-19, que a pesar de la potente diversificación de la cartera de Renta 4 Valor Europa y de su alfa, no le ha permitido obtener rendimientos positivos.

Este fondo está gestionado por Javier Galán, que, como se definió arriba, combina empresas de crecimiento (como las del sector tecnológico) con la filosofía *value*. La segunda, que incluye

empresas infravaloradas y por tanto este año de sectores cíclicos, arrastró el rendimiento de la cartera en el primer semestre del año, como ya se ha destacado en el apartado c. Pero, en el segundo semestre el impacto de la pandemia en el sector de crecimiento tecnológico, hizo que la cartera se revalorizara un 12,13%, dejando la rentabilidad en el -0,02% para 2020. Valores como ASML son los responsables de la recuperación, con un rendimiento en 2020 del casi 64%. Como se ha afirmado anteriormente, los valores de sectores cíclicos, que son los más afectados por la crisis del coronavirus, han impedido un rendimiento positivo de la cartera. Por ejemplo, Airbus SE, con una caída del 31,5% a causa de las restricciones impuestas por los gobiernos durante el año. Al final, el fondo ha conseguido obtener mejor rendimiento que el *benchmark* con una volatilidad también menor, del 32,36% frente al 36,74% de Eurostoxx 50.

En conclusión, este fondo ha tenido un rendimiento negativo del -0,02%. No obstante, sería lógico haber esperado un peor rendimiento de la cartera si observamos el alto peso de valores europeos y valores *value* en ella. Pero la realidad es que diversificar las regiones y el estilo de inversión le ha permitido obtener mejores rendimientos que su índice de referencia. La recuperación de las bolsas asiáticas y americanas, y la mejora de las empresas *value* han sido los catalizadores del alfa del fondo.

- **Magallanes Iberian Equity**

El fondo Magallanes Iberian Equity ha tenido un rendimiento anual negativo del -11,83% en el 2020. Su índice de referencia, un 80% del Ibx 35 *Net Return* y un 20% el PSI 20 *Net Return*, obtuvo un -21,27% en el primer semestre y un 12,95% en el segundo semestre, haciendo un rendimiento negativo anualizado del -11,07%.

El primer comentario del análisis de este fondo se centra en las regiones (Portugal y España) de los activos gestionados. La segunda parte hace referencia a los sectores y al estilo elegidos por Iván Martín para la asignación de activos con el patrimonio del fondo.

En el análisis europeo del apartado 3a ii), se destacaba que los mercados más afectados de los países europeos han sido los que mayor número de contagios han sufrido. España ha sido de los países más afectados por número de casos a nivel mundial durante gran parte de 2020. Al tener un 74,4% del peso de la cartera invertido en renta variable española es lógico que este fondo haya tenido rendimientos negativos durante el período analizado.

Este fondo es un fondo de autor. Iván Martín lidera la gestión de esta cartera y a pesar de los buenos resultados acumulados previos a 2020, el alfa del año ha sido negativa, del -0,76%. La filosofía de Magallanes y de Iván Martín es la inversión en valor. Como se ha concluido en el

apartado de *value* vs. *growth*, las empresas que se encuentran en sectores del estilo *value* han sufrido durante las dos primeras olas de coronavirus. Precisamente, en la cartera del Magallanes Iberian Equity tienen mayor peso sectores como la energía, materiales básicos, el sector industrial y/o aseguradoras.

Es lógico, por lo tanto, que veamos un rendimiento negativo de esta cartera como resultado directo del impacto del COVID-19. El primer impacto negativo es en contra de la región, en particular en contra de España, país en el cual la cartera asigna un 74,4% del patrimonio del fondo. El país ha sufrido un gran número de contagios y restricciones, que a su vez ha hecho que los valores pertenecientes a él hayan salido peor parados. El segundo impacto negativo es sobre los activos seleccionados por Iván Martín para formar la cartera. Al pertenecer, en su mayoría, a sectores defensivos y no tanto a cíclicos, han tenido caídas más grandes y recuperaciones menos notables a lo largo del año. Por último, el tercer impacto negativo ha sido sobre la filosofía de inversión de la gestora y del gestor. Las empresas *value* han sufrido mayores correcciones, especialmente durante la primera ola del coronavirus. Sin embargo, es importante hacer la siguiente reflexión. La inversión en valor se centra en el largo plazo. Es por esta razón por la que el fondo coloca un plazo indicativo de inversión superior a 5 años. Lo justo sería juzgar la rentabilidad de la cartera en ese plazo. La cartera, desde su creación en 2015, lleva una rentabilidad acumulada aproximada del 38%. Esta cifra es muy superior, por ejemplo, al rendimiento del Ibex 35 en el mismo período, que es del -23,7%.

- **Renta 4 Multigestión Andrómeda Value Capital**

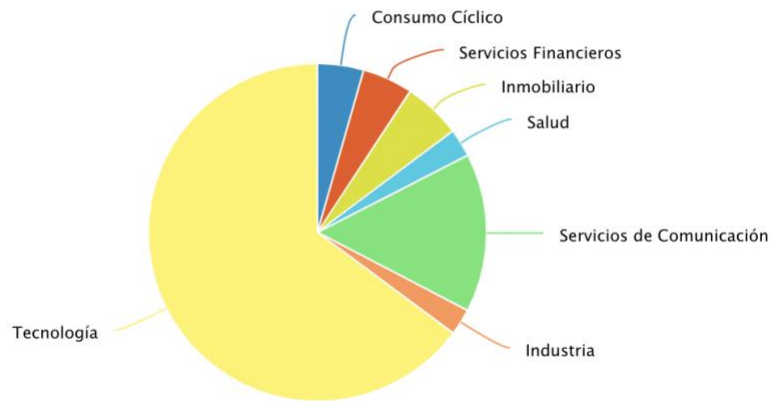
El fondo Renta 4 Multigestión Andromeda Value Capital obtuvo en 2020 una rentabilidad del 36,23%, muy superior al 23,41% del año anterior y todavía más si se compara con el 5,35% de 2018. Como hemos comprobado en la sección de Estados Unidos, el S&P, su índice de referencia, obtuvo en 2020 un 16,14%.

De tal manera que el fondo obtuvo un alfa del 20,09%. El excelente rendimiento de la cartera del fondo tiene su explicación en el siguiente desglose por sectores:



- Gráfico 26: Desglose por sectores de la cartera del fondo Renta 4 Multigestión Andrómeda Value Capital en el último informe de 2020.

#### DESGLOSE POR SECTORES



Fuente: r4

El gráfico circular muestra que el mayor porcentaje de las inversiones financieras de la cartera están dedicadas a la tecnología y la comunicación. En concreto, un 64,83% está asignado a tecnología y un 15,19% a comunicación. Esto explica una gran parte del alpha del fondo. La principal región de la cartera es Estados Unidos, que recoge un 93,83% de las inversiones del fondo en renta variable. Este último dato es relevante, ya que, hemos visto que la recuperación bursátil estadounidense ha superado la del resto de continentes.

Como se ha visto en el análisis macroeconómico por sectores, el sector que mejor evolución ha tenido ha sido el de la tecnología, y en este caso se confirma la utilidad de tal análisis como herramienta explicativa. El impacto del COVID-19 en esta cartera de inversión ha sido positivo, ya que se ha visto beneficiada por circunstancias macroeconómicas que han impulsado los principales valores que recoge la cartera. Un ejemplo de valor que tiene la cartera con un peso notable es la empresa americana Microsoft, de la cual el fondo posee unas 3700 acciones, según el segundo informe semestral de 2020 de renta 4. Este valor empezó 2020 en \$160 la acción y acabó el año en \$226 la acción. Esto se traduce en un rendimiento del 41,25% en tan sólo un año.

El fondo establece en su política de inversión que emplea técnicas de análisis fundamental y pondrá énfasis en la inversión en valor a la hora de seleccionar activos de renta variable. Es difícil entender por qué entonces toma decisiones como la de invertir tanto en sectores como el tecnológico y la comunicación con valoraciones tan altas (en máximos históricos). En el segundo informe semestral de 2020, la gestora afirmó que es previsible que siga invirtiendo “en empresas de calidad y crecimiento defensivo, bien gestionadas, inmersas en megatendencias, sólidas desde un punto de

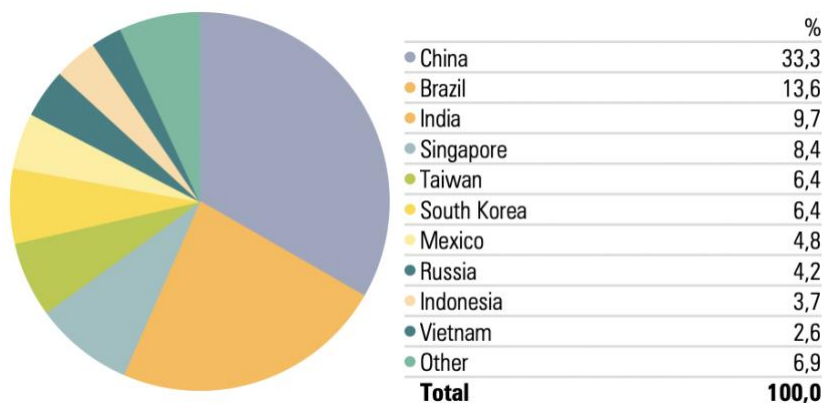
vista financiero, con elevada generación de caja y retornos sobre el capital empleados interesantes, que actualmente presentan valoraciones razonables...”. Todas estas características, excepto “presentan valoraciones razonables” son parte de la filosofía de inversión *growth stocks*.

A pesar de todo, el impacto del COVID-19 sobre el fondo Renta 4 Multigestión Andrómeda Value Capital no ha supuesto una bajada del rendimiento de la cartera. Ha ocurrido lo contrario, al beneficiarse indirectamente de la pandemia las empresas de los sectores tecnológicos y de comunicación. Al tener más de un 80% de las inversiones de renta variable en estos sectores y en particular en Estados Unidos, el fondo ha obtenido una rentabilidad del 36,23% y un alfa del 20,09%.

- **CI Emergentes**

La rentabilidad anual del fondo CI Emergentes en 2020 ha sido del 30,06%, la mejor cifra que ha obtenido la cartera en los últimos 5 años. Como se ha mencionado anteriormente en el análisis geográfico, la rentabilidad del índice MSCI *Emerging Markets*, su índice de referencia ha sido del 18,31% anual en 2020. Esto resulta en un alfa positivo del fondo del 11,75%. El valor añadido del gestor con respecto al índice de referencia es muy alto y por lo tanto podemos decir que este fondo ha tenido un gran éxito en 2020.

- Gráfico 27: Distribución por países del fondo CI Emergentes a febrero de 2021.



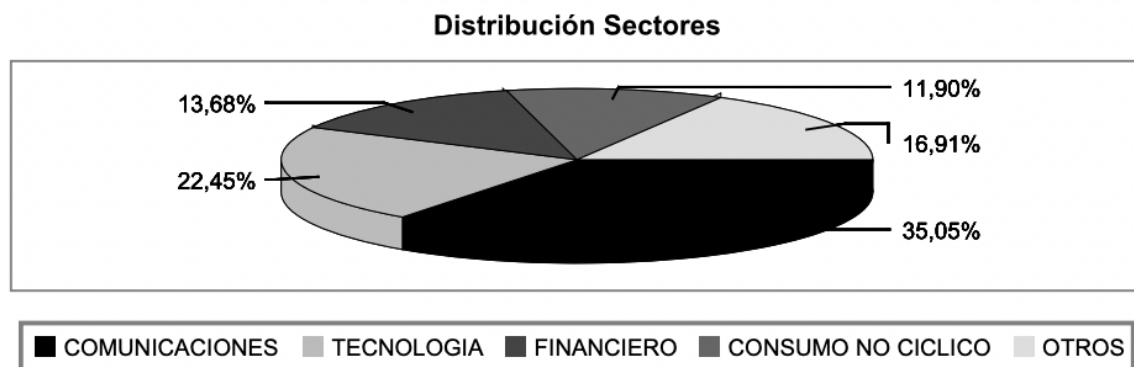
Fuente: CI

La distribución geográfica de los activos del fondo a febrero de 2021 era la que se observa en el gráfico 27. En este caso la utilizamos como aproximación para la distribución real de la cartera durante 2020 al ser los datos más próximos que se han podido obtener.

Un tercio de la distribución de activos ha sido asignada a China, país del que anteriormente se ha comentado que ha tenido una recuperación económica notable. Este es el primer catalizador del positivo rendimiento que ha tenido la cartera en el 2020. El segundo país con mayor ponderación de la cartera es Brasil con un 13,6%. El índice bursátil brasileño de referencia,

Bovespa, tuvo un rendimiento del 1,11% en 2020. Sin embargo, llegó a perder hasta un 43,12% de su valor inicial en 2020 pero la recuperación causada por el descubrimiento de la vacuna y las elecciones estadounidenses hicieron que el índice volviera a un 1,11% más de su valor inicial en el año.

- Gráfico 28: Distribución por sectores del fondo CI Emergentes en el segundo informe semestral de 2020.



Fuente: CI

La asignación de activos en términos de sectores ha consistido en 2020 en sobre ponderar sectores de comunicación, consumo y tecnología. Estos sectores han sido muy beneficiados durante el año marcado por la pandemia y como consecuencia directa de ello el fondo ha obtenido una rentabilidad del 30,06%. A pesar de que el sector financiero haya tenido un peso del 13,68% en la cartera durante el año, siendo el sector más perjudicado como hemos visto en el análisis por sectores, la infraponderación de otros sectores como el energético y otros *value* como los materiales básicos han conseguido reducir el impacto negativo en el rendimiento del fondo.

Sobre este fondo es necesario también analizar su volatilidad. A pesar de que este trabajo de investigación reduce su análisis a las variables rentabilidad y alfa, el objetivo explícito del fondo CI Emergentes es superar el índice de referencia con niveles de volatilidad similares. El fondo informó en su segundo informe semestral que el CI Emergentes ha sido superior en términos de volatilidad que el MSCI *Emerging Markets*, con una diferencia del 2,89%.

En conclusión, está gestora ha aportado valor a la inversión en países emergentes. Así lo argumenta su alfa del 11,75%. Este alfa viene explicada por la sobreexposición de los activos de la cartera a países que se han recuperado del impacto económico con éxito, como China, y a la asignación de activos a sectores que se han visto beneficiados por los impactos económicos de la pandemia, como el de tecnología y el de comunicación. También es cierto que el fondo ha

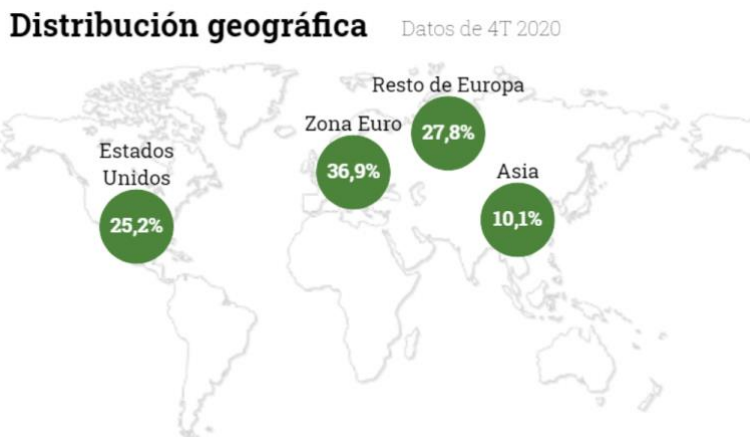
conseguido obtener el 11,75% de alfa con una volatilidad extra del 2,89% con respecto al índice de referencia MSCI *Emerging Markets*.

- **Cobas Selección FI**

El fondo Cobas Selección FI, gestionado por Francisco García Paramés, obtuvo una rentabilidad del -22,81% en 2020. Su índice de referencia, el MSCI *Europe Return*, tuvo un rendimiento del -3,32%. Por lo tanto, el alfa del fondo es -19,49%. Es una cifra muy negativa y tiene su explicación en la filosofía de inversión aplicada para la selección de activos, que es la filosofía *value*.

Como se ha explicado en el apartado de *Por estilo de Inversión*, las acciones *value* han tenido un rendimiento malo durante la mayor parte de 2020. El fondo tuvo revalorizaciones trimestrales negativas hasta el cuarto trimestre del año, coincidiendo con lo esperado tras el análisis del gráfico 23. El cuarto trimestre en el fondo supuso una revalorización del 27,5%.

- Gráfico 29: Distribución geográfica de los activos del fondo Cobas Selección FI



Fuente: Cobas

De la distribución geográfica es difícil extraer una conclusión que explique el negativo rendimiento de la cartera en 2020. No obstante, el tener un 64,7% en Europa, sí es una posibilidad que parte de la importante caída en rentabilidad de la cartera haya sido debido a esta distribución geográfica, ya que como se ha mencionado en el análisis macroeconómico, los índices bursátiles europeos tuvieron rendimientos negativos.

- Gráfico 30: Distribución por sectores de los activos del fondo Cobas Selección FI



Fuente: Cobas

En la distribución por sectores de la cartera vemos cómo Paramés ha elegido sectores defensivos como el consumo básico, sectores relacionados con la energía y maquinaria y automóviles. En estos sectores es donde se encuentra el mayor número de oportunidades para la inversión en valor y es lógico que hayan sido escogidos por el gestor. Sin embargo, durante 2020 sectores como el de transporte o el petróleo han tenido rendimientos negativos, como se comentó en el análisis por sector más arriba.

En conclusión, este fondo ha sido el peor parado para 2020 a pesar de su gran recuperación en el cuarto trimestre. Con una rentabilidad negativa del 22,81% y un alfa del -19,49% la cartera ha visto cómo la crisis del COVID-19 ha impactado sobre su rendimiento de mala manera. Pero es importante saber que los analistas financieros y los mercados en 2021 ya están descontando que está habiendo una rotación hacia sectores defensivos y el fondo ha comenzado ya el año con altas rentabilidades (29,37% en los primeros 5 meses). Como se mencionó en el Renta 4 Valor Europa, es más justo juzgar el rendimiento de este tipo de carteras por su comportamiento en el largo plazo.

## 6) Conclusión y Reflexión

Este trabajo de investigación tenía un objetivo: analizar el impacto del COVID-19 en los fondos de inversión de gestoras españolas. Para ello se ha elaborado una muestra de 5 fondos de inversión españoles distintos con el fin de tener distintas variables que hayan podido afectar al impacto de la crisis. Después, se ha analizado el impacto que ha tenido el COVID-19 en tres distintas regiones geográficas: Estados Unidos, Europa y Países Emergentes. También se ha realizado un análisis sectorial estudiando el impacto en el sector tecnológico, en el sector salud, en

el turístico y en el financiero. Finalmente se ha evaluado la influencia de la pandemia sobre las diferentes filosofías de inversión: *growth* vs. *value*. El análisis geográfico, el sectorial y la comparación entre las dos modalidades de inversión ha servido como referencia para explicar el impacto del COVID-19 en los fondos de inversión de gestoras españolas, atendiendo a la rentabilidad y al alfa de las carteras.

La conclusión ha sido que la exposición de las carteras a Estados Unidos y a sectores como el tecnológico ha tenido un impacto positivo sobre el rendimiento de las mismas. Sin embargo, aquellas carteras que tenían valores europeos y de sectores como el financiero o el turismo, han tenido, con carácter general, rentabilidades pobres o negativas. Respecto a la filosofía de inversión, la filosofía *growth* ha tenido un mayor éxito durante la mayor parte del año 2020.

La investigación tiene límites. Se ha centrado en el estudio de las variables rentabilidad y alfa. El fin de esta idea era limitar la extensión del trabajo. Un paso posterior a este estudio sería incorporar el análisis de los índices sharpe y treynor. Este tipo de dato sería interesante, especialmente para un fondo como CI Emergentes que se centra en obtener mejor rentabilidad cuidando su volatilidad.

Por otra parte, también sería interesante incorporar al binomio de rentabilidad y riesgo, la variable ISR (Inversión Socialmente Responsable). De esta manera se estudiaría también cómo se están aplicando los criterios de gestión responsable a la selección de activos para las carteras ya que hoy en día el impacto social y medioambiental se valora cada vez más entre la comunidad inversora.

## 7) Bibliografía

Alden, L. (2021). April 2021 Newsletter: Seeking Equilibrium. Obtenido el 11 de abril 2021, de <https://www.lynalden.com/april-2021-newsletter/>

Baldwin, Richard y Beatrice Weder di Mauro, 2020, Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes, *CEPR Press*.  
<https://voxeu.org/content/mitigating-covid-economic-crisis-act-fast-and-do-whatever-it-takes>

Del Río, A y Cuenca, J. (2018) *LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO EN 2018*.  
<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/19/T3/descargar/Fich/be1903-art22.pdf>

Demirguc-Kunt A, Pedraza A, Ruiz-Ortega C. Banking Sector Performance During the COVID-19 Crisis. World Bank Policy Research Working Paper 9363.  
<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=812098025088066091098067018076024073028046081079003023109068009101119088100123123123011103048032010120111005068092029002012105005076093039011098066079116023021089113041007003088092006106096114120104101086005099026068097000089124018004003090110085064098&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Finanbest. (2017). Estudio sobre la evolución del ahorro de familias españolas.  
<https://www.finanbest.com/wp-content/uploads/2017/06/Informe-FINANBEST-Ahorro-Familias-Espa%C3%B1olas-MAYO-2017.pdf>

López Prol, Javier (2020). Impacto de las medidas del COVID-19 en el consumo de electricidad en los países europeos más afectados y en los estados de Estados Unidos. *iScience*.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2589004220308312>

Mazur M, Dang M, Vega M, (2021). *COVID-19 and the march 2020 stock market crash: Evidence from S&P1500*. Finance Research Letters. Volume 38. ISSN 1544-6123,  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>.

Mutikani, Lucía (2021, 1 abril) Rise in U.S. weekly jobless claims belies improving labor market conditions. Reuters. <https://www.reuters.com/article/us-usa-economy-idUSKBN2BO5G5>

Sahil Deo, Pooja Verulkar and Sanjana Krishnan, "Fast Data for Faster Decision-making: The Utility of High-frequency Economic Indicators," *ORF Issue Brief No. 372*, June 2020, Observer Research Foundation.  
<https://www.orfonline.org/research/fast-data-for-faster-decision-making-the-utility-of-high-frequency-economic-indicators-68258/>

Seth Borko, Wouter Geerts, Haixia Wang, septiembre 2020. "The travel industry turned upside down". Skift Research, Mckinsey & Company.  
<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/travel%20logistics%20and%20infrastructure/our%20insights/the%20travel%20industry%20turned%20upside%20down%20insights%20analysis%20and%20actions%20for%20travel%20executives/the-travel-industry-turned-upside-down-insights-analysis-and-actions-for-travel-executives.pdf>

Sophia Chen, Deniz Igan, Nicola Pierri, and Andrea F. Presbitero, 2020, "Tracking the Economic Impact of COVID-19 and Mitigation Policies in Europe and the United States," IMF Working Paper.  
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/10/Tracking-the-Economic-Impact-of-COVID-19-and-Mitigation-Policies-in-Europe-and-the-United-49553>

Plan de Educación Financiera 2018-2021 ( 2018). Banco de España. CNMV.  
[https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanEducacion/PlanEducacion18\\_21.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanEducacion/PlanEducacion18_21.pdf)

Topcu, M. y Serkan, O. (2020). *The impact of COVID-19 on emerging stock markets*. Finance Research Letters, Volume 36. ISSN 1544-6123,  
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101691>.

Wolf, M. (2020). *Emerging Markets Outlook*.  
<https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/emerging-market-economies-coronavirus-pandemic.html>