



Carta Anual

Con 2019 ya en el retrovisor podemos decir que el mercado ha tenido un comportamiento excepcional en todas las categorías de activos: bonos corporativos, deuda, divisas como la libra y el dólar, y por su puesto las bolsas, donde destacamos el +29% del SP500 que le ha llevado a su mejor registro desde 2013.

Haciendo un análisis retrospectivo, el escenario ha sido perfecto para disfrutar de una “caza de rentabilidad”. El mundo se desacelera, pero sigue creciendo por encima del 3% y con ausencia estructural de inflación. Y mientras, los bancos centrales han mantenido unas políticas de enfoque preventivo que empiezan a ser difícilmente justificables en un entorno expansivo, pero muy bien recibidas por el mercado.

Si bien hemos vivido varios momentos de tensión que podrían haber lastrado la confianza, el cambio de rumbo de la FED -Reserva Federal- acomodando las condiciones financieras en -0,75% respecto a la expectativa de +0,75% que había hace un año, ha sido decisivo para tranquilizar a los agentes económicos y crear un clima propenso para la asunción de riesgos.

El esfuerzo de las instituciones monetarias es a estas alturas innegable. Son más de 40 bancos centrales los que han recortado tipos de interés en total más de 60 veces este año, un auténtico récord que nos deja como nota negativa una deuda global que asciende a 250 trillones de \$ y que representa el 2,4 vs el 2,1 sobre PIB que teníamos en 2007, y de la cual 17 trillones cotizan con rentabilidad negativa.

Estas cifras avivan el debate sobre la eficacia de estas políticas ZIRP -zero interest rate policies- y los “efectos colaterales” de mantener las mismas en el tiempo. El impacto en la economía desde estos niveles está cuestionado, la munición parece limitada y la fragilidad del balance del mundo va en aumento. Por su parte, son los mercados los que en el corto plazo están disfrutando de esta “nueva normalidad” -tipos ultra bajos- al tiempo que salimos airosos de una recesión que parecía inminente y que ya no lo parece tanto.

Hay que destacar que, a pesar del buen comportamiento de mercado, ha sido un año de grandes dificultades económicas. Las manufacturas se han mantenido en contracción y aunque finalmente no se ha producido el contagio a servicios, las dudas de que pueda pasar no se han disipado para 2020. También hemos presenciado una importante pérdida de dinamismo en sectores como automoción, bancos o energía que ha lastrado el comportamiento de aquellas economías con menor participación en el motor tecnológico.

Alemania e Italia son dos de los países afectados que rozaron la recesión en el primer semestre. Por su parte, destacamos de forma positiva la robustez del consumo interno americano, la capacidad de China de seguir en tasas cercanas al 6% y la buena evolución de países como la India, que han funcionado de contrapeso y han afianzado un contexto global positivo.

En el lado negativo destaca Argentina con caídas en sus bonos del -40% y su moneda del



-20% encaminándose a su noveno proceso de quiebra. Los países emergentes siguen aportando al crecimiento global, pero los conflictos sociales y políticos como los vividos en Chile y Bolivia entre otros, y el enorme endeudamiento dificultan la estabilidad y la inversión.

Las sensaciones son mixtas. El mercado de trabajo parece exhausto y las valoraciones de los activos más propios de una fase madura del ciclo económico. Sin embargo, no hay síntomas de euforia en los consumidores y se mantiene políticas de estímulo más propias de un periodo de recuperación.

Las empresas tienen el listón muy alto para no decepcionar y justificar las altas expectativas ya recogidas en los precios. Este es el verdadero reto para que sigamos viendo un buen comportamiento de las bolsas: la brecha entre fundamentales y precios.

Por el lado de los estímulos, en 2020 perderemos el factor sorpresa de los bancos centrales tan decisivo el año pasado y por la parte fiscal no esperamos grandes novedades salvo que el deterioro sorprendiera a la baja. El escenario más probable es de recuperación moderada en los indicadores económicos y en consecuencia un repunte de las tasas de interés de forma progresiva que pueda provocar volatilidad en las cotizaciones.

El Riksbank podría ser el canario en la mina al desmarcarse y eliminar los tipos negativos que ha mantenido en los últimos 5 años por miedo a los desequilibrios que estos pueden ocasionar. Por otro lado, Christine Lagarde coge el relevo del Banco Central Europeo y tendrá que enfrentarse a la crisis de los intermediarios bancarios y a la urgente necesidad de reducir la dependencia de las políticas monetarias en un momento clave de dependencia absoluta.

La obtención de rentabilidad sin escalar las dosis de riesgo es todo un arte en estos tiempos que corren e intentaremos estar a la altura

El mercado, por tanto, tendrá que lidiar con una actitud mucho más pasiva de las instituciones incluso a la contra en países donde hemos visto tasas negativas, y encajarlo en un escenario de “retorno a los fundamentales”, donde el crecimiento de beneficios será el principal catalizador.

El contexto es neutral y el dinero fácil de ganar ya se ha ganado en 2019, por tanto, preparémonos para un año más complejo y lleno de oportunidades donde creemos firmemente que la gestión activa y selectiva en estrategias y valores podrá destacar.

En Altair acogemos con los brazos abiertos el reto de enfrentarnos a un mercado distorsionado por la “represión financiera”. La obtención de rentabilidad sin escalar la dosis de riesgo es todo un arte en estos tiempos que corren e intentaremos estar a la altura, como siempre, con flexibilidad, paciencia y dedicación, tanto en la gestión como en una comunicación transparente.

Equipo de gestión

Altair Finance Asset Management