



# Exuberancia en el 19, ¿moderación en el 20?

## Altair Finance Asset Management

Tras uno de los peores años para los mercados financieros de las últimas décadas ¿cómo ha reaccionado el mercado en 2019? ¿Qué se puede esperar en el comienzo de la nueva década?

### Resumen ejecutivo

**Año muy positivo para prácticamente todos los activos** en un movimiento opuesto, pero igualmente desproporcionado al vivido en 2018.

- Todo esto se ha visto reflejado en los fondos de la casa que, tras comenzar el año sobreponderados, logran alcanzar rentabilidades muy positivas frente al mercado y competidores.

La relajación de las tensiones comerciales devuelve el optimismo sobre el entorno geopolítico y mejora las expectativas económicas y de mercado.

**La situación macroeconómica es débil, pero no recesiva.** Madurez en el ciclo económico con unas políticas económicas globales cuyo margen de maniobra está cuestionado.

- El alto endeudamiento a nivel mundial (2,5 veces PIB) y la falta de margen en políticas económicas pueden suponer un multiplicador en caso de entrar en un entorno realmente contractivo.
- Un endeudamiento y unas medidas que se han trasladado al mercado financiero más que a la economía real, lo que ha llevado a todos los activos de riesgo a cotizar múltiplos muy exigentes.

**Se espera un mercado volátil de cara a 2020** marcado por precios exigentes e in contextos de **debilidad económica**.

- **Rentabilidades proyectadas poco atractivas** en los principales activos.
- **Oportunidades en la gestión activa vs pasiva** y en estrategias menos direccionales de mercado.

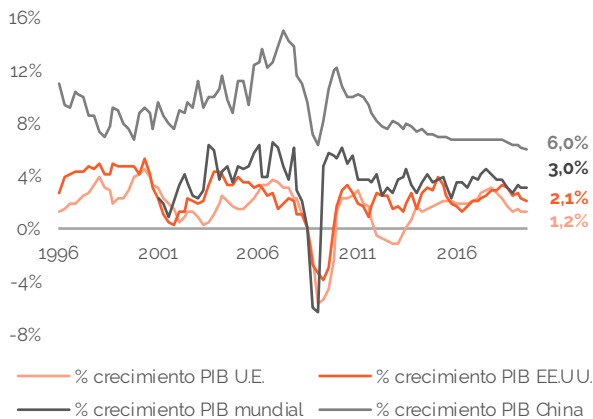


## Coyuntura macroeconómica

Termina el 2019 y la tendencia de desaceleración se mantiene, en línea con la tendencia normal del ciclo.

Tras el pico de crecimiento mundial del 2017 el mundo ha pasado de crecer del 4,6% a tan solo el 3%, a pesar del soporte de las políticas expansivas de las principales regiones económicas.

### Variación del PIB a nivel mundial

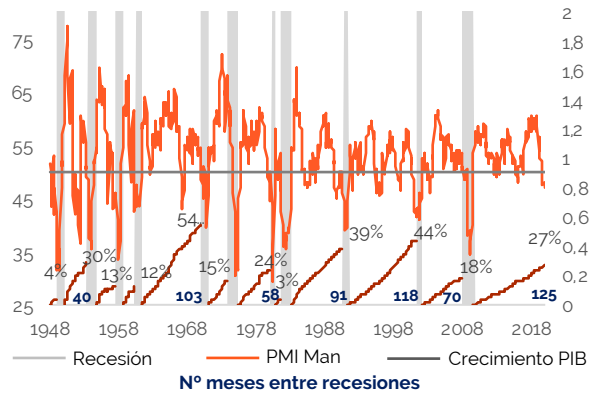


- Divergencia fiscal entre EE. UU. y Europa. Mientras América continúa impulsando su economía aumentando el déficit Europa poco a poco va siendo menos dependiente de estas políticas.
- En materia monetaria destaca el giro hacia la laxitud en tipos y vuelta al QE a nivel mundial, con lo que ya se va consumiendo el escaso margen que había en este terreno.

La relajación de los diferentes conflictos en el ámbito geopolítico, *bretxit* y guerra comercial, apoya la confianza tanto de empresas como de consumidores frenando la caída en picado de las economías desarrolladas.

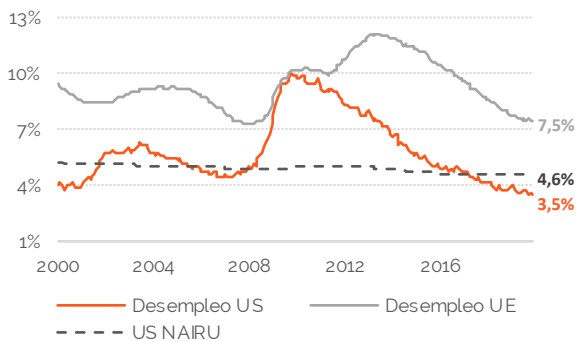
Indicadores macroeconómicos cada vez más débiles dan síntomas de una economía que pierde tracción.

### PMIs y crecimiento en EE. UU.



- PMIs de manufacturas que dan claras muestras de contracción (47,2 EE. UU. 50,2 China 46,3 eurozona) que empiezan a contagiar al sector servicios.
- Un crecimiento estructural cada vez más bajo ha hecho que este no sea el ciclo más boyante en la historia de EE. UU., pero si es el más largo tras 125 meses sin una recesión y con un mercado de trabajo que no ha dado muestras de debilidad.

### Mercado de trabajo en EE. UU. y Europa



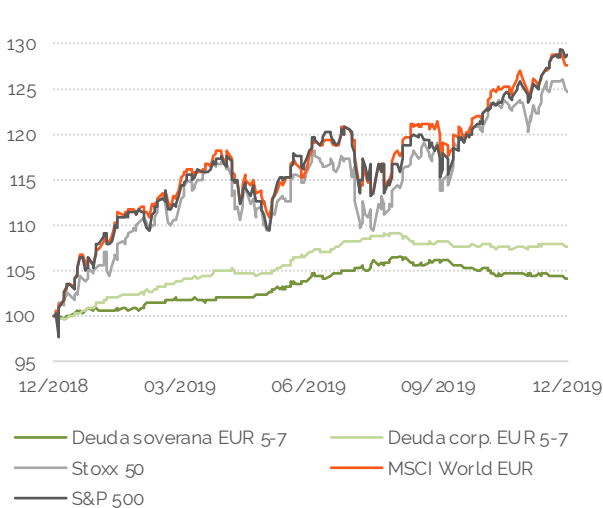
- Este mercado de trabajo (desempleo) está claramente por debajo de su nivel estructural, restando potencial de mejora. Es un indicador de madurez económica.



## Los mercados en el 2019

Un 2018 negativo y la vuelta a la complacencia de los Bancos Centrales han llevado a los mercados a nuevos máximos con rentabilidades positivas en prácticamente todos los activos.

### Evolución de las principales categorías de activos en el 2019



La renta variable, aunque con volatilidad, ha mantenido la tendencia alcista todo el periodo, mientras que la renta fija cae desde agosto.

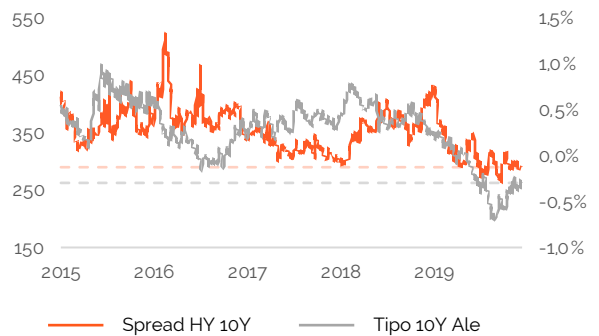
### Renta Fija

Proporcionalmente este mercado fue el más castigado el año pasado, y tras ese castigo hemos visto una recuperación, asimismo desproporcionada, especialmente en la parte de crédito.

El cambio de mensaje de Powell en diciembre marcó un antes y un después en la renta fija. La posibilidad de la vuelta a las bajadas de tipos (y posterior materialización

con 3 bajadas) supuso un cambio radical frente a la expectativa de 3 subidas para este año. Todo sustentado por el movimiento paralelo del BCE.

### Spread de crédito HY a 10 años VS Tipo alemán a 10 años



- Esta diferencia entre expectativa y realidad llevó Bund a un tipo real del -2%, y a la curva americana a invertirse por primera vez desde 2007.

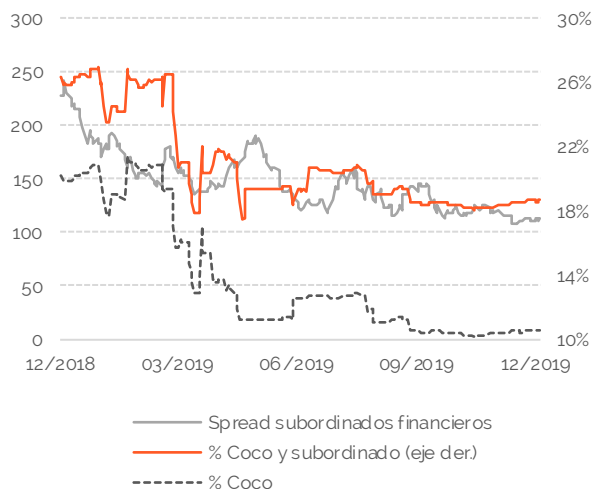
En crédito el movimiento ha sido similar. Los spreads han caído con fuerza hasta marcar mínimos históricos.

La vuelta a la complacencia de la política monetaria produjo un movimiento especialmente pronunciado (al alza) durante la primera mitad del año. A partir de ese punto la deuda soberana ha corregido levemente, mientras los diferenciales de crédito se han mantenido estables.

En Altair en los fondos mixtos y puros de renta fija se acompañó este movimiento, reduciendo la exposición a crédito y duración en el segundo semestre de forma progresiva.



### Posicionamiento de Altair Patrimonio II en CoCos y sub. VS spread de sub. financieros.



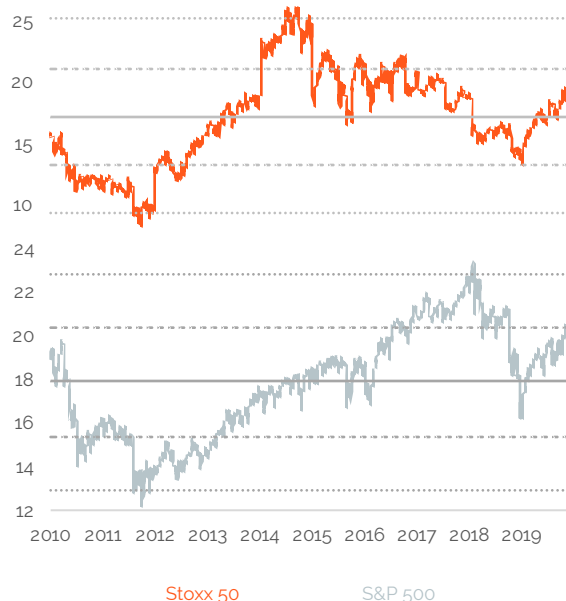
- Un ejemplo es la exposición a CoCos y deuda subordinada en Altair Patrimonio II. El fondo comenzó el año con una posición cercana al 27% en esta categoría, pero redujo su exposición al 19% en mayo donde se ha mantenido más o menos estable.
- Dentro de la categoría también se ha acompañado en la segunda mitad del año, reduciendo el porcentaje de CoCos dentro del total de deuda subordinada.

### Renta Variable

La bolsa ha vivido uno de los años más alcistas de las últimas décadas como consecuencia de la vuelta a la complacencia de los Bancos Centrales movido al compás de los movimientos del presidente de EE. UU.

Esta subida de las bolsas lleva a las valoraciones a niveles muy exigentes sin una perspectiva económica de trasfondo que las sustente.

### PER Stoxx 50 y S&P 500 con +/-1 desviación típica y +/-2 desviaciones típicas



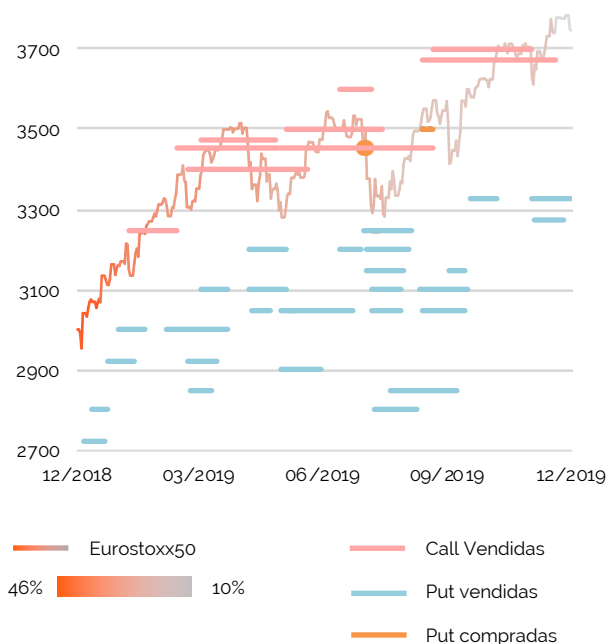
- En Europa estamos una desviación típica por encima de la media del PER de los últimos 10 años, niveles que no se veían desde el 2016.
- En Estados Unidos la cifra es más exagerada, cerramos el 2019 con un PER 21,5, una cifra que en los últimos 10 años solo se ha visto al cierre del 2017 justo antes de la entrada en vigor de la reforma fiscal de Trump, y de un 2018 dramático a nivel de mercado.



En Altair la incertidumbre política, las valoraciones exigentes, el debilitamiento económico y las elevadas expectativas de beneficios para los próximos años nos han llevado a tomar un posicionamiento defensivo en renta variable en los fondos mixtos.

- Utilizando como ejemplo Altair Inversiones II vemos como la exposición a renta variable se ha reducido de forma progresiva a medida que el índice ganaba rentabilidad.
- Tras empezar el 2019 neutrales-sobreponderados cerramos el año con una exposición del 10%, muy defensiva tácticamente ante los niveles de valoración actual.

### Evolución del Eurostoxx 50



En agregado la operativa con opciones ha sido muy rentable, y ha supuesto un complemento sobre todo en el último trimestre del año, donde la exposición a bolsa era reducida.

En Altair Patrimonio II se ha llegado a dejar una exposición del 0% en contado, siendo muy activos en opciones donde la rentabilidad ha sido, proporcionalmente al riesgo asumido, más elevada.

### Los fondos

Los productos de renta fija obtienen una rentabilidad excepcional, con un 1,02% en la parte de corto plazo y un 8,43% en el mixto defensivo. Altair Inversiones II por su parte se ve perjudicado por esa reducción de renta variable al final de año, aunque destaca frente a comparables.

Fondo	Rent. 2019
Altair Renta Fija Defensiva - A	1,02%
Altair Patrimonio II - A	8,43%
Altair Inversiones II - A	10,66%

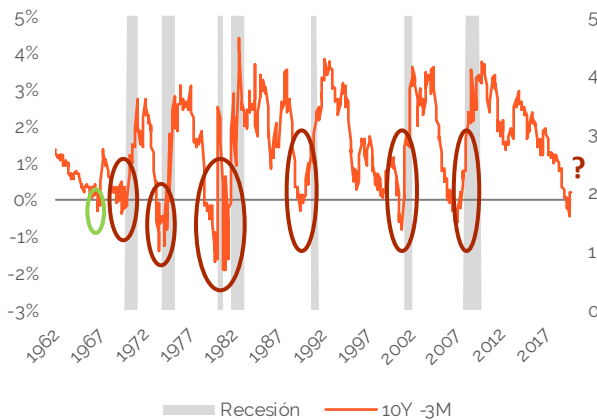


## Perspectivas para el 2020

2020 comienza con una situación de fondo compleja. La renta fija descuenta una recesión con tipos en negativo en Europa y la inversión y posterior normalización de la curva americana.

Por su parte, la renta variable y el riesgo de crédito, se muestran complacientes con valoraciones en máximos.

### Diferencial 10Y-3M del tesoro americano

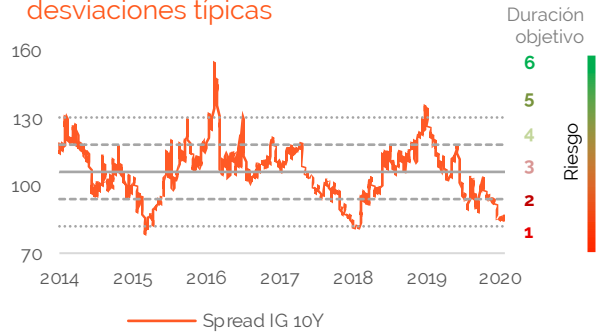


En este contexto de tipos ultra bajos y valoraciones exigentes hay poco que ganar en renta fija y alta probabilidad de decepción en renta variable.

En Altair los fondos mixtos comienzan con una posición defensiva en todos los motores de riesgo.

En la parte de renta fija comenzamos el año apostando por una posición de *carry* muy defensiva al quedar poco recorrido en precios.

### Spread IG con +/- desviación típica y +/- 2 desviaciones típicas

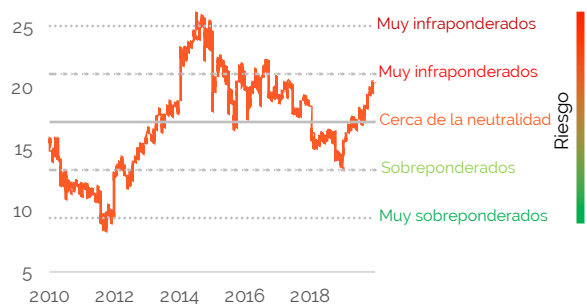


- Esperamos correcciones en el mercado de crédito para aumentar exposición cuando las rentabilidades compensen el riesgo que suponen. Actualmente el mercado cotiza rentabilidades en mínimos históricos. Esperamos subidas para aumentar duración.

En renta variable comenzamos el año muy infraponderados tras la subida vertiginosa de final de año y los altos niveles de valoración alcanzados, especialmente en EE. UU., que no se justifican con la situación actual.

- Esperamos correcciones más o menos significativas para aumentar exposición en renta variable de forma directa, mientras seguimos complementando la gestión vía opciones.

### PER Stoxx 50 con +/-1 desv. típica y +/-2 desvs. típicas





## Disclaimer

*Este documento tiene una finalidad meramente informativa y no constituye, no forma parte y no debe considerarse como una oferta de venta o de suscripción de participaciones de las instituciones de inversión colectiva gestionadas por Altair Finance Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. Todas las opiniones o declaraciones vertidas en este documento expresan nuestro parecer en el momento de su elaboración y pueden cambiar sin previo aviso; tampoco se pretende ni se garantiza, de modo implícito o explícito, que dichas opiniones o declaraciones sean exactas o completas. Altair Finance Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas ocasionadas, directa o indirectamente, por el uso de tales opiniones o declaraciones.*