



Value Tree
Wealth & Asset Management

BALANCE 2019
Y
PERSPECTIVAS 2020



Madrid, 9 de enero de 2020

Estimados clientes:

Balance 2019

Nuestra gestión en el año 2019 ha tenido dos partes muy diferenciadas en lo que respecta a la **renta variable**. Durante los cuatro primeros meses del año, nuestras carteras se han comportado positivamente, pero muy por detrás de sus índices de referencia (Eurostoxx50 para la bolsa europea y S&P500 para la bolsa americana). Según explicamos en nuestra carta semestral de julio 2019, **nuestra cautela para preservar el patrimonio de nuestros clientes había derivado en comportamientos de gestión mucho más conservadores que los respectivos índices.**

Sin embargo, **la evolución a partir de mayo ha sido claramente mejor.** Una buena selección de acciones, junto con una estrategia de cobertura menos direccional y menos agresiva, nos ha permitido recuperar mucha rentabilidad, haciendo que nuestros vehículos de inversión y las carteras individuales con más exposición a la renta variable hayan tenido **mejor rentabilidad que los índices bursátiles y otros fondos comparables.**

A finales de abril de 2019, la rentabilidad del fondo Best Equities rondaba solamente el 5%, (muy por debajo de lo que podríamos haber esperado). Sin embargo, en la segunda parte del año hemos conseguido **una rentabilidad mucho mayor**, alcanzando finalmente un razonable **14,08%** para el conjunto del 2019.

Tras los malos resultados del 2018 y la lenta recuperación de rentabilidad en los primeros meses del 2019, algunos clientes nos trasladaron sus dudas, muy legítimas, acerca de nuestra selección de valores y decisiones de gestión. Entendemos perfectamente que nuestro exceso de prudencia al principio del año (traducido por una importante infraponderación en renta variable) haya podido preocupar a ciertos clientes, pero el segundo gráfico (mayo-diciembre) muestra claramente que **los activos que figuran en las carteras de nuestros clientes están bien elegidos y son válidos para aportar una buena rentabilidad sin riesgos innecesarios.**

Enero - abril 2019



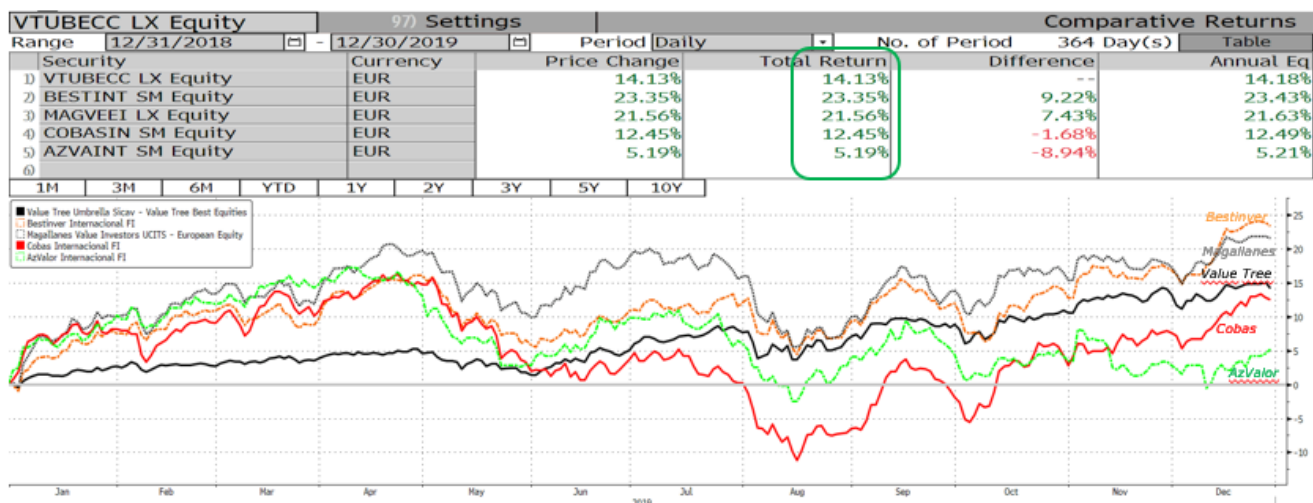
Mayo - diciembre 2019



Fuente: Bloomberg

El hecho de haber subido nuestro nivel de exposición a la renta variable a partir de mayo no quiere decir que los riesgos que veíamos al inicio del año (Brexit, guerra comercial de Trump con China, etc.) hayan desaparecido. Estos riesgos siguen ahí. El aumento de la exposición a los activos de más riesgo (renta variable, bonos corporativos y bonos de alta rentabilidad) viene motivado por la creencia de que la FED podría bajar los tipos de interés, mientras que el BCE seguirá con una política monetaria expansiva en un mundo financiero donde **no hay prácticamente alternativas de inversión a la renta variable.**

Año 2019: Evolución del VT Best Equities (línea negra) con otros fondos comparables de grandes gestoras



Fuente: Bloomberg

En **renta fija**, nuestra sobreponderación en bonos de gobierno (45% de la selección) en la primera parte del año, se cambió por una selección de bonos corporativos de calidad, pero con vencimientos y rendimientos aceptables. De todas formas, la subida de las rentabilidades a partir de septiembre (= bajada de precios de los bonos), ha lastrado el buen comportamiento de la renta fija. De esta manera, nuestra selección de renta fija sube un **3,32%** en los 12 meses (rentabilidad del fondo Best Bonds en 2019).

Perspectivas 2020

Con toda lógica, será difícil que veamos en 2020 tan buenos resultados como los del año anterior. No obstante, pensamos que alcanzaremos rentabilidades satisfactorias este año en las carteras. Como siempre, el mayor riesgo para todas las clases de activos vendrá de los tipos de interés, porque probablemente hemos visto en 2019 los niveles más bajos. Cuando los tipos de interés vuelvan a subir (por un repunte de los precios de los productos derivados del petróleo o como consecuencia de la gigantesca política expansiva de las autoridades monetarias), invertir en cualquier activo financiero y en cualquier parte del mundo será más complicado.

Seguiremos vigilando el precio del barril de petróleo, esperando que se mantenga por debajo del nivel de 70\$, especialmente por el bien de las economías europeas, muy pobres en reservas petrolíferas.

La renta variable será el mejor activo para conseguir rendimientos razonables. Seguiremos eligiendo compañías con fuertes balances, buena generación de caja y valoraciones razonables. Estos tres pilares de nuestra inversión mostraran su eficacia, incluso si la ralentización económica se revela finalmente más patente de lo que los mercados y nosotros pensamos.

Análisis de mercado

Durante 2019, hemos podido comprobar el poder de los bancos centrales, inyectando liquidez y aupando a los mercados, tanto de renta variable como de renta fija. De esta manera, el Stoxx 600 ganó un 23,16% y el S&P 500 un 28,88% en 2019. La renta fija también subió bastante, a pesar de que los inversores no preveían un comportamiento tan positivo.

Esta situación, donde todas las clases de activos suben fuertemente, es ciertamente poco habitual. Activos que normalmente tienen un comportamiento positivo cuando sube la volatilidad (mercados bajistas), también han subido de precio en un contexto de baja volatilidad. Tal ha sido el caso de la renta fija (refugio) o el oro, este último anotándose la mayor subida anual de los últimos 9 años (+17% en el año).

Comparando 2019 con el año anterior, vemos la gran diferencia en el comportamiento de todas las clases de activos: en 2018 sólo se salvaron las letras del tesoro americano y el dólar, mientras que en 2019 todo ha subido (ver gráfico 1).

Gráfico 1. En 2018, solo se salvaron las letras del Tesoro USA. En 2019, ha habido un festival en todas las clases de activos

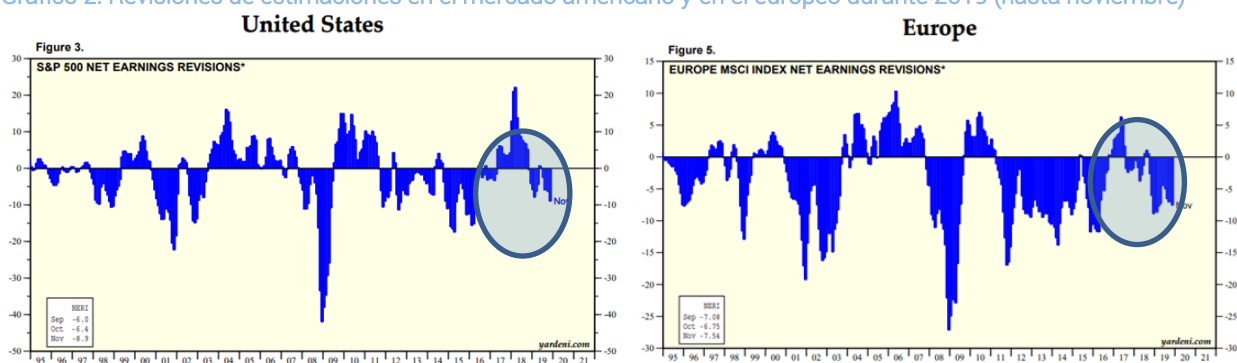
@CharlieBilello		ETF Total Returns (2008 - 2019, as of 11/30/2019)											
ETF	Asset Class	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 YTD
SPY	US Large Caps	-36.9%	26.4%	15.1%	1.9%	16.0%	32.2%	13.5%	1.2%	12.0%	21.7%	-4.5%	27.5%
IWM	US Small Caps	-34.2%	28.5%	26.9%	-4.4%	16.7%	38.7%	5.0%	-4.5%	21.6%	14.6%	-11.1%	22.0%
VNQ	US REITs	-39.4%	28.0%	28.4%	8.6%	17.6%	2.3%	30.4%	2.4%	8.6%	4.9%	-6.0%	27.9%
TLT	Long Duration Treasuries	34.0%	-22.1%	9.0%	34.0%	2.6%	-13.4%	27.3%	-1.8%	1.2%	9.2%	-1.6%	17.9%
EMB	EM Bonds (USD)	-2.1%	15.4%	10.8%	7.7%	16.9%	-7.8%	6.1%	1.0%	9.3%	10.3%	-5.5%	12.2%
LQD	Investment Grade Bonds	2.5%	7.9%	9.3%	9.7%	10.6%	-2.0%	8.2%	-1.3%	6.2%	7.1%	-3.8%	16.7%
PFF	Preferred Stocks	-23.9%	37.6%	13.8%	-2.0%	17.8%	-1.0%	14.1%	4.3%	1.3%	8.1%	-4.7%	13.7%
HYG	High Yield Bonds	-17.5%	27.4%	11.9%	6.8%	11.7%	5.8%	1.9%	-5.0%	13.4%	6.1%	-2.0%	11.9%
GLD	Gold	4.9%	24.0%	29.3%	9.6%	6.6%	-28.3%	-2.2%	-10.7%	8.0%	12.8%	-1.9%	13.7%
BND	US Total Bond Market	5.2%	2.9%	5.3%	7.7%	3.9%	-2.1%	5.8%	0.6%	2.5%	3.6%	-0.1%	8.9%
TIP	TIPS	-0.5%	7.5%	6.1%	13.3%	6.4%	-8.5%	3.6%	-1.8%	4.7%	2.9%	-1.4%	8.0%
EFA	EAFE Stocks	-41.0%	27.0%	8.2%	-12.2%	18.8%	21.4%	-6.2%	-1.0%	1.4%	25.1%	-13.8%	18.5%
EEM	EM Stocks	-48.9%	69.0%	16.5%	-18.8%	19.1%	-3.7%	-3.9%	-16.2%	10.9%	37.3%	-15.3%	9.7%
BIL	US Cash	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.7%	1.7%	1.9%
DBC	Commodities	-31.8%	16.3%	11.9%	-2.6%	3.5%	-7.6%	-28.1%	-27.6%	18.6%	4.9%	-11.6%	5.7%
Highest Return		TLT	EEM	GLD	TLT	EEM	IWM	VNQ	PFF	IWM	EEM	BIL	VNQ
Lowest Return		EEM	TLT	TIP	EEM	TLT	GLD	DBC	DBC	TLT	TIP	EEM	BIL
% of Asset Classes Positive		33%	93%	93%	60%	93%	33%	67%	33%	100%	100%	7%	100%

Fuente: Charlie Bilello con datos de Bloomberg

El año 2019 ha sido francamente bueno, no solamente porque han subido todas las clases de activos, sino porque los activos considerados de riesgo han subido en un contexto de inseguridad económica y geopolítica. Así, la guerra comercial entre EE. UU. y China, el Brexit y otros focos de riesgo, con sus potenciales consecuencias económicas, han sido pasados por alto por el mercado.

Una de las consecuencias de estos focos de inestabilidad ha sido la continua rebaja de expectativas de beneficios de las compañías por parte del consenso de mercado. En Europa y EE. UU., las rebajas de beneficios han llegado a rondar el 10%. Más aún, los comentarios de importantes casas de análisis con las que trabajamos indican que esta bajada de estimaciones continuará en los próximos meses (gráfico 2).

Gráfico 2. Revisiones de estimaciones en el mercado americano y en el europeo durante 2019 (hasta noviembre)



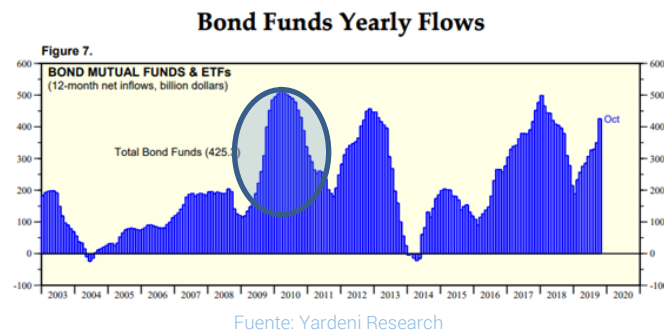
Fuente: Yardeni Research

Nos encontramos con unas compañías que deberían valer menos porque las expectativas de generación de beneficios se han deteriorado (al menos en el corto plazo), pero cuyo valor en bolsa ha seguido subiendo, desoyendo los principios de toda lógica financiera. Por tanto, **llegamos a la conclusión de que los mercados de renta variable se han encarecido en términos absolutos.**

Por eso, pensamos que los inversores hemos estado relativamente cautos durante buena parte del año. Esta cautela se manifiesta en las salidas netas de fondos de renta variable a nivel mundial y en la entrada neta en fondos de renta fija. Esto podría explicarse por una actitud más conservadora de los inversores de cara a los activos de riesgo, pero el hecho de que los activos de riesgo hayan subido de precio cuando ha habido salidas netas de fondos en la categoría implica que la liquidez se ha reducido.

En paralelo, la renta fija también ha subido. Nuestra explicación viene dada por la expectativa que tiene el mercado de bajadas de tipos de interés en EE. UU. combinada con una estrategia por diversificar el riesgo tras unas lógicas recogidas de beneficios en renta variable.

Gráfico 3. La renta fija se ha beneficiado de las nuevas entradas en fondos a nivel mundial

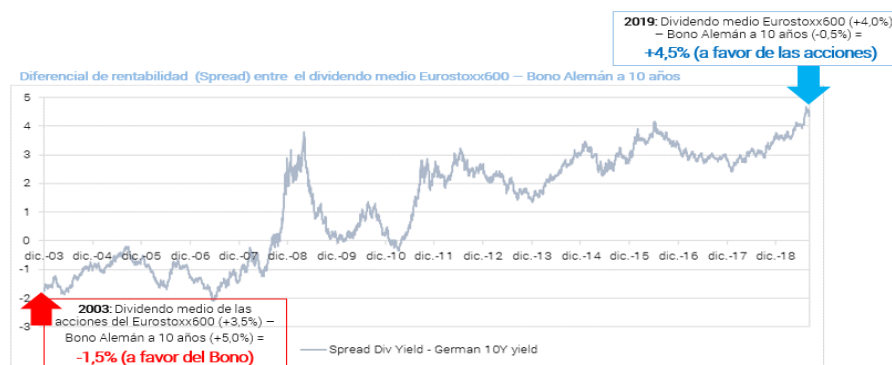


Así, el bono alemán a 10 años ha pasado de tener una rentabilidad del +0,24% a principios de año a -0,21% (con mínimos en septiembre de -0,70%). El mismo movimiento se ha visto en la rentabilidad del bono americano, que ha pasado de +2,68% a +1,90% en el año. Para contextualizar lo anterior, el bono a 10 años griego, cotiza con una rentabilidad menor que el bono americano (+1,39%). Esto puede sonar un poco irracional, pero es consecuencia directa de la liquidez inyectada en los mercados por parte del BCE.

Hace unos años empezamos a escuchar el acrónimo *T.I.N.A.* (*There Is No Alternative*). Ahora esta acepción **se puede confirmar más que nunca, ya que parece que hay pocas alternativas a la renta variable**, viendo cómo cotiza la renta fija europea y, hasta cierto punto, la americana también.

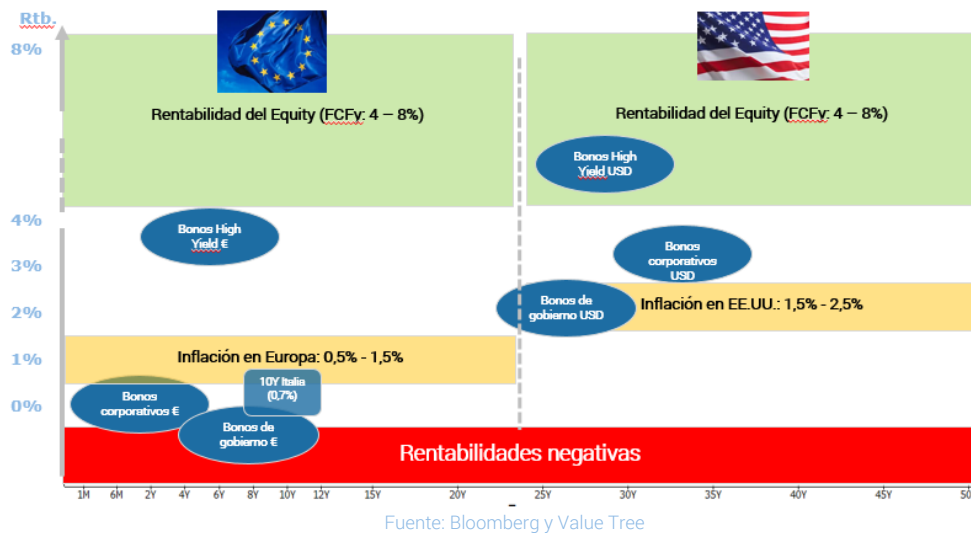
Si bien hemos dicho que la renta variable se ha encarecido tras un año 2019 de fuertes subidas, hay que matizar, ya que esta lo ha hecho en términos *absolutos*. En **términos relativos, la renta variable sigue muy barata comparada con la renta fija.**

Gráfico 4. Ratio históricamente alta: la rentabilidad de la renta variable está por encima de la renta fija (medida por rentabilidad por dividendo vs rentabilidad del bono alemán a 10 años)



Dentro de todas las clases de activos invertibles, vemos que **la renta fija de gobierno y la renta fija corporativa *Investment Grade* (> BBB de S&P) ofrecen rentabilidades muy bajas**. Incluso llegan algunos bonos a tener rentabilidades negativas (como el caso del bono alemán). Según vamos incrementando el riesgo del activo, las rentabilidades van elevándose hasta llegar a la renta variable, donde sí hay niveles de rentabilidad atractiva (ver gráfico 5).

Gráfico 5. Debemos ir asumiendo riesgo para poder acceder a rentabilidades razonables (que superan la inflación)



Creemos que para el 2020 la clase de activo donde hay que estar invertido es la renta variable o activos con más riesgo percibido como los bonos de alto rendimiento. Dicho a grandes rasgos, de las tres clases de activos elegibles para invertir, 1) liquidez; 2) renta fija; o 3) renta variable, el que podría ofrecer más rentabilidad es este último.

- **Liquidez:** no es una opción, ya que la inflación o el mismo banco pueden ir limando la poca rentabilidad que ofrece.
- **Renta fija:** hemos visto en qué situación está el bono alemán a 10 años... por tanto, si queremos algo de rentabilidad hay que asumir más riesgo (volatilidad).
- **Renta variable:** si bien asumimos más riesgo, creemos que es el activo donde tenemos que estar.

Evidentemente, si seguimos esta recomendación **tenemos que ser conscientes de que la volatilidad en nuestra cartera aumentará sensiblemente y de que no podremos descartar nunca algún periodo negativo en ella**. Para mitigar la volatilidad, realizaremos puntualmente ciertas estrategias de cobertura (con opciones) y aumentaremos la diversificación.

Estrategia seguida por Value Tree

Como ya hemos indicado, en la primera parte del año nos hemos visto lastrados por nuestra baja exposición al riesgo en general. Voluntariamente, hemos estado infraponderados durante algunos meses por todos los riesgos (macroeconómicos y geopolíticos) que podíamos identificar y, posteriormente, hemos aumentado la ponderación en renta variable en los momentos de corrección en los mercados.

Esta estrategia de gestión ordenada en base a una estricta disciplina de gestión de riesgos puede no ser óptima en algunos momentos, pero da sus frutos a medio-largo plazo.

Para nuestra selección de valores, hemos elegido compañías americanas y europeas de calidad, con momento positivo de resultados, líderes en su sector y con buenas perspectivas a largo plazo.

Así, hemos incluido **Solvay** (química), por su calidad y su infravaloración, en la cual entramos en septiembre; **Blackstone** (financiera), después de que corrigiera su precio, por su exposición a Capital Riesgo y su calidad; hemos mantenido **Euronav**, por su baja valoración, y **Mowi**, por sus perspectivas de cara a 2020; **Airbus**, porque consideramos que es una ganadora sobre el 737 Air Max de Boeing; compañías de defensa como Leonardo; tendencias a largo plazo como STMicroelectronics, Apple o Intel, siempre a precios razonables, con generación de caja y visibilidad alta.

En general, nuestra estrategia de alta diversificación, eligiendo compañías grandes, líquidas y de buena calidad (generadoras de importantes flujos de caja) ha funcionado muy bien este año.

Para el año que viene, creemos que los números que se publicarán próximamente podrían estar por debajo de lo que el mercado espera. Tras las fuertes subidas del 2019, lo cierto es que muchas compañías están sufriendo las consecuencias de la guerra comercial y, potencialmente, pueden rebajar sus expectativas. No obstante, creemos que la guerra comercial, poco a poco, se suavizará. No olvidemos que es año de elecciones en EE. UU. y que el Presidente Trump necesita aparecer como un gran negociador y conseguir un acuerdo satisfactorio a los ojos de los votantes, algo que sería positivo para la renta variable.

En renta fija, a pesar de que es cada vez más difícil poder encontrar activos con rentabilidad razonable y riesgo asumible, hemos encontrado oportunidades llamativas (Starbucks, Cisco, Amazon, Microsoft, Scottish Widows, Grifols, etc.). Además, seguimos invertidos en *High Yield* americano, con riesgo controlado y con una rentabilidad a vencimiento de un 10% aproximadamente.

El BCE tiene poco margen de maniobra para poder seguir bajando más los tipos, no siendo así la FED. Desde luego, no encontramos riesgos inflacionistas. Por tanto, no creemos que asumir en nuestras carteras duraciones más largas o activos con un sesgo más arriesgado, suponga asumir riesgos incontrolados. Seguiremos buscando duraciones más largas que puedan aportar una rentabilidad positiva que valga la pena o buscando en áreas geográficas que no supongan un incremento exagerado del riesgo global para nuestra cartera.

Conclusiones

La gestión de carteras para clientes finales cercanos es muy diferente de la gestión de fondos para un número muy elevado de inversores poco o nada conocidos: la primera no tiene como único objetivo la obtención de la mayor rentabilidad posible en todo momento. **La satisfacción (búsqueda de rentabilidad) tiene permanentemente su contrapeso lógico en la tranquilidad** (búsqueda de la menor volatilidad posible a través de la negación de riesgos innecesarios).

Por el bien de nuestros clientes, seguiremos aplicando en todo momento esta estrategia de gestión ordenada, sin riesgos innecesarios, invirtiendo en compañías líquidas y sólidas, con una buena diversificación (número de activos, geográfica, sectorial, etc.) para poder mitigar la inevitable volatilidad propia de los mercados de renta variable, en un mundo nuevo con tipos de interés nulos (o incluso negativos).

En consecuencia, podemos extrapolar las siguientes conclusiones:

1. **Hay pocas alternativas de inversión a la renta variable.**
2. En renta fija Euro, es necesario escoger plazos muy largos o **escoger activos con más riesgo** (bonos de alto rendimiento o emisiones por debajo de *Investment Grade*).
3. En renta fija de EE. UU., si bien hay emisiones por encima de la inflación, **es necesario invertir en activos con buena rentabilidad esperada y en duraciones más largas para encontrar mayores rendimientos.**

Por otro lado, seguimos con el punto de mira en los **mercados asiáticos**. La economía china se ralentiza, pero hay economías fuertes como la vietnamita o la indonesia que pueden ofrecer buenas oportunidades en algún momento. Debemos estar atentos a la evolución de sus divisas y a las políticas monetarias seguidas por sus autoridades.

Seguiremos alerta. Los mercados complacen a algunos y asustan a muchos. **Desde Value Tree creemos que tenemos una cartera de calidad y la capacidad de maniobra suficiente (liquidez) para poder incrementar nuestra exposición si los mercados corrigen.** La situación económica está en una encrucijada y puede provocar que la volatilidad se incremente, lo cual es mar de pescadores con buenas redes para seguir gestionando las carteras de nuestros clientes con rigor y prudencia.

Informe elaborado por el Dpto. de Gestión de Value Tree

Si desea ampliar información, llámenos al **917812410** o bien escribirnos un email a info@valuetree.es