

ENERO 2020

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

Editorial: Humberto I



Se cuenta que un 28 de julio de 1900 el rey de Italia, Humberto I, cenaba en un restaurante en Monza. Cuando el dueño salió a saludarlo, todos los comensales quedaron sorprendidos ante el enorme parecido que guardaba con el rey.

No tardaron en descubrir que la semejanza iba más allá de lo físico: ambos se llamaban Humberto, nacieron en Turín el mismo día, se casaron el mismo día con mujeres que compartían nombre (Margarita) y el día de la coronación de uno, el otro inauguraba su restaurante.

Tan sorprendido quedó el rey que le invitó a disfrutar con él de una competición que se celebraba al día siguiente. Sin embargo, su alter ego fue asesinado a tiros la mañana del 29. Mientras el rey expresaba su pesar, Gaetano Bresci surgía de entre la multitud y asesinaba al rey de un disparo.

¿Hubiera sido posible salvar a Humberto I tras conocer la muerte del posadero?

El S&P 500 ha cerrado en positivo 61 años desde 1927 (en torno al 66 % de los años). En 18 ocasiones ha tenido rendimientos superiores al 25 % (casi el 30 % de sus años alcistas). El año siguiente de obtener estos rendimientos, los rendimientos han sido de cerca del 6 % de media, y han finalizado en verde en cerca del 66,5 % de las ocasiones (es decir, con un rendimiento menor, pero con el mismo porcentaje en positivo que un año promedio).

Un 16,5 % de los años alcistas terminaban con rendimientos superiores al 28 % (28,8 % en 2019). El año siguiente, de media, obtenía rendimientos superiores al 11 % y cerraba en positivo en el 70 % de las ocasiones.

¿Qué nos dice todo esto sobre el 2020?

Nada.

El 2019 ha sido bueno, pero no extremadamente extraordinario cuando lo ponemos en el contexto de cien años de historia. Y no nos dice nada suficientemente relevante como para extraer conclusiones sobre el 2020.

Para poder hacerlo, debemos aceptar dos hechos: el primero, que tenemos que trabajar con los datos que tenemos, y el segundo, que, como venimos repitiendo reiteradamente (véase el *Mercados y Estrategias* de diciembre de 2019), no es posible adivinar el futuro.

Tampoco es ese nuestro trabajo, sino gestionar sus riesgos.

El escenario actual parece similar al de finales del año pasado. Hay suficientes brotes verdes en los indicadores económicos como para ser relativamente optimista. Incluso en Estados Unidos, con un ISM manufacturero descendente, hay lugar a la duda. Las condiciones



Fuente: Bloomberg y Morabanc Asset Management

financieras parecen apuntar a repuntes de la actividad (véase el gráfico). En este contexto, cabe mantener cierto optimismo de cara al 2020. Parece que un escenario de crecimiento positivo (aunque dinámico) e inflación controlada permitirá que los bancos centrales mantengan sus políticas expansivas.

Sin embargo, el segundo hecho nos obliga a ser prudentes. Las valoraciones de las bolsas son muy ajustadas, con un cuarto trimestre apoyado por expansión de múltiplos. Esto, en un entorno de extrema complacencia, con indicadores de sentimiento como la encuesta AAI en máximos desde el primer trimestre de 2018. Esta complacencia parece excesiva cuando se combina con el notable incremento del índice de incertidumbre política (EPU en máximos desde su creación en los 90).

Por lo tanto, a pesar de mantener una visión positiva respecto a la renta variable en 2020, pensamos que la probabilidad de que se produzca un mercado bajista corto pero intenso en los próximos 12 meses se ha incrementado. Por ello, reducimos ligeramente el riesgo, sin salirnos totalmente del mercado: el coste de salirse del mercado antes de tiempo es muy alto (véase *Mercados y Estrategias* de noviembre de 2019).

Tomàs García-Purriños. CFA, CAIA
tomas.garcia@morabanc.ad

Renta fija

¿Y después de un año estelar en crédito...?

En los últimos 12 meses, los principales índices de crédito y deuda mundiales han generado unos rendimientos extremadamente elevados.

Así, por ejemplo, el crédito corporativo norteamericano finaliza el 2019 con un +14,54 % (el segundo más fuerte del milenio, solo superado por el +18,68 % del 2009).

El show mediático de las disputas comerciales entre USA y China, la degradación generalizada de los datos macroeconómicos mundiales o la incapacidad de los dirigentes políticos para lograr normalizar el malestar y la crispación social han sido algunos de los síntomas más preocupantes durante el pasado año que no han sido capaces de hacer descarrilar el rally alcista de los mercados internacionales. Si bien es cierto que los principales bancos centrales han ejercido un soporte relevante manteniendo laxas sus políticas monetarias (a modo de ejemplo, la Fed rebajó tipos tres veces durante el año), también son destacables las conclusiones de las últimas actas, en las que advierte que su escenario central de tipos será difícil de mover, tanto al alza como a la baja, los próximos meses/trimestres.

Así pues, iniciaremos el 2020 con:

- unos tipos de interés mundiales significativamente más bajos que en el 2019,
- una capacidad para combatir «inesperados» por parte de los bancos centrales más erosionada,
- y un goteo de síntomas preocupantes pendientes de ser solventados.

En este contexto, no redescubriremos el mundo. Diversificación, paciencia y cautela parecerían ser conceptos mucho más importantes en este nuevo año entrante de lo que fueron en el anterior.

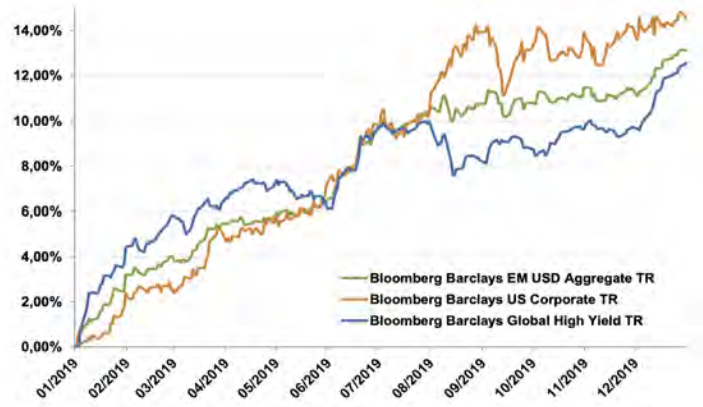


Gráfico 1. Principales índices de crédito mundiales. Fuente: Bloomberg y Morabanc AM

Miquel Soca. CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez. FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

Renta variable

2019: Un año para enmarcar

Los principales índices bursátiles han acabado el año en máximos anuales y, en algunos casos, en máximos históricos. El SP 500 (+31,4 %) lleva años de subida libre, el Stoxx 600 (+23,2 %) iguala sus máximos históricos, el Dax (+24,5 %) sigue la misma tónica que el Stoxx 600, el CAC 40 (+26,4 %) se queda a un 15 % de sus máximos históricos del año 2000 y, por último, el IBEX 35 (+11,8 %) destaca como uno de los peores índices europeos de este último año y sigue aún un 40 % por debajo de los máximos de 2007. A excepción de este último, con estos impresionantes rendimientos, se puede decir que el 2019 ha sido un año para enmarcar. En este sentido, me gustaría destacar que buena parte del gran comportamiento de los índices de renta variable viene explicado por la tremenda subida de los valores del segmento *growth* en detrimento de los valores del segmento *value*. Este diferencial, tanto de rendimiento como de valoración, que se ha ido forjando durante los últimos años puede verse reflejado claramente en los índices factoriales. En Europa, el MSCI Europe Value tiene un rendimiento anual del +14 %, muy por debajo del MSCI Europe Growth, con un +30 %, y cotizan a un múltiplo P/E 2020 de 11,4x y 20,6x, respectivamente. Por el lado americano, más de lo mismo: el MSCI USA *Value* (+27 %) está por debajo del MSCI USA *Growth* (+40 %) y cotizan a un P/E 2020 de 14,9x y 24,8x, respectivamente. Creemos que estos diferenciales de valoración y rendimientos son insostenibles (gráfico 1) y no deberían perdurar mucho más en el tiempo, por lo que pensamos que

debería haber una rotación del segmento *growth* hacia el *value*, en que el quid de la cuestión siempre es: ¿en qué momento va a ocurrir?



Gráfico 2. Relativo del MSCI Europe Value frente al MSCI Europe Growth. Fuente: Bloomberg y Morabanc Asset Management

Gerard Garcia Mandicó, CEFA

Estrategia RV

gerard.garcia@morabanc.ad