

NOVIEMBRE 2019

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

¿Este año está siendo excepcional?



La renta variable estadounidense está de nuevo en máximos históricos, y a escala global es raro el índice que no presenta rentabilidades por encima del 15 % este año. Y la renta fija no se queda atrás. Los índices de deuda emergentes o de *high yield* ya superan el 10 %, y los agregados tienen rentabilidades por encima del 5 %. Un año excepcional. ¿O no?

Si estás pensando que sí, eres presa de una trampa mental conocida como el «sesgo de memoria reciente» (*recency bias*). Está demostrado que los inversores damos mucha más importancia a la experiencia personal que a la estadística. Y la memoria da mayor importancia a los hechos más cercanos en el tiempo y a los que han supuesto una experiencia más emocional. El mercado bajista de finales de 2018 aún pesa sobre nuestras mentes.

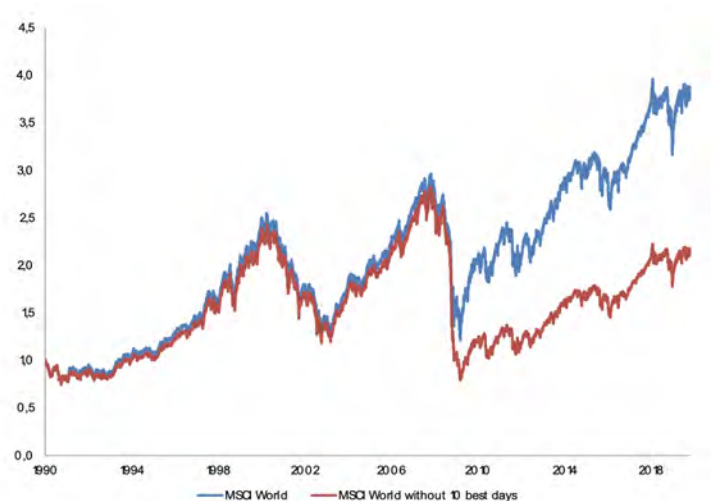
Lo cierto es que, desde los años 80, la renta variable ha llegado a noviembre con rendimientos superiores al 15 % en un 40 % de las ocasiones. Respecto a los índices de renta fija global agregada en EUR, han cerrado octubre con rendimientos por encima del 5 % más de la mitad de los años. Y, generalmente, rendimientos como los actuales han ido seguidos de rendimientos positivos los siguientes 12 meses la mayoría de los años.

Por tanto, ni está siendo un año excepcional ni este mercado alcista morirá de viejo. Esta es una lección que deberíamos haber aprendido desde 2009: los mercados alcistas no se terminan por el paso del tiempo. Pero sí mueren en entornos de debilidad macro. Y los indicadores muestran que la probabilidad de una recesión en los próximos 12 meses se ha incrementado. Esta sí podría ser una razón para reducir ligeramente la exposición a activos de riesgo.

La renta fija también está descontando un escenario muy diferente al de la renta variable, más en línea con la macro. Como solemos recordar, el momento de tomar decisiones debería ser con los mercados en máximos. Si no lo hacemos nosotros, nos podría obligar el propio mercado durante las caídas.

Dicho lo anterior, no parece momento para ser excesivamente agresivo reduciendo riesgo en las carteras. Diferentes métodos de valoración relativa entre renta variable y bonos (*earnings yield gap*, *dividend yield*, etc.) muestran que no parece que la renta variable esté extremadamente cara en relativo.

Tampoco podemos hablar de euforia en renta variable, si bien el sentimiento ha mejorado. Y no podemos hablar de valoraciones extremas en términos absolutos, si bien es cierto que son bastante ajustadas desde un punto de vista histórico.



Fuente: Bloomberg y Morabanc Asset Management

Sabemos que las bolsas, y en general los activos de mayor riesgo, en un entorno recesivo tienden a comportarse relativamente peor que cuando la economía acelera, pero la historia también nos ha demostrado que, antes de producirse las caídas de renta variable, tienen lugar varios «falsos positivos».

Estar fuera del mercado puede ser caro. Lo es porque, si te pierdes los mejores días en bolsa, el rendimiento final puede ser muy distinto (un inversor de renta variable global que se hubiera perdido los 10 mejores días desde 1990 habría tenido en torno a un 50 % menos de rendimiento que un sencillo *buy and hold*). Además, muchos estudios (por ejemplo, Barber y Odean en el 2000) muestran que cuanto mayor es la rotación de las cuentas, inferior es el rendimiento de las mismas (incluido el efecto de las comisiones).

Como en una partida de ajedrez: mover una pieza por moverla, aunque sea un peón, sin tener una estrategia en mente, suele llevar a perder la partida.

Por tanto, parece que vale la pena esperar de forma activa y buscar señales en este cruce de caminos (véase *Mercados y Estrategias*, octubre 2019) que nos permitan tomar una decisión cuando se presente la oportunidad.

Tomás V. García-Purriños, CFA - CAIA

tomas.garcia@morabanc.ad

Las presidenciales de EE. UU. ya están aquí

Cada vez queda menos para terminar el año y, como es lógico, es menor el tiempo restante para alcanzar los niveles objetivo en las previsiones realizadas para muchos de los activos y centramos en qué rentabilidades esperar para el 2020. La pasada semana, haciendo balance de lo vivido, resaltábamos que los mercados de divisas no han gozado de «tanta tranquilidad» como las bolsas si usamos como herramienta de medida la caída relativa en la volatilidad implícita de mercado. En ese ejercicio de reflexión, llegamos a la conclusión de que los principales cruces de divisas a futuro han dejado de resaltar como fechas señaladas las reuniones de los principales bancos centrales y nos dicen que las elecciones en EE. UU. son El Catalizador (esta es la idea que intentamos mostrar en el gráfico adjunto). En las últimas sesiones, se ha producido una divergencia en el precio del riesgo implícito en las opciones para EUR/USD entre los plazos a corto y el año, lo que ha resultado en un encarecimiento relativo de aquellas «apuestas» con vencimiento en noviembre del 2020. La verdad es que la historia parece repetirse y los niveles alcanzados son muy parecidos a los que en su día vimos previamente a las *midterm* del 2014, en las que Obama experimentó lo que el mercado temía y le representó una pérdida de poder en las dos cámaras. Todos nosotros recordamos qué es lo que sucedió posteriormente, con movimientos cercanos al 20 % del billete verde, y no es algo aislado, pues históricamente estos repuntes han ido acompañados por movimientos significativos. Realmente es difícil pensar que estaremos en estos niveles durante los próximos 11 meses, y la idea a trasladar es la importancia de todo lo que viviremos el próximo año para nuestras carteras, pues se avecina «baile».

Por último, querría lanzar una oda al mercado en el que uno opera, a raíz de las iniciativas de los reguladores por reforzar el seguimiento de la liquidez de carteras. Hay que destacar que el mercado de divisas tiene aproximadamente un *turnover* diario de 6 *trillion* de USD (BIS 2019), las operaciones al contado son cuatro veces superiores a las del mercado de treasuries norteamericano, goza de estrechos *bid offer spreads* e históricamente no ha mostrado disrupción en eventos de mercado, es por ello que animo a todos los inversores a profundizar en este mercado para mejorar la liquidez y gozar de la ansiada diversificación en sus carteras.



David Azcona, CFA

david.azcona@morabanc.ad

Fortaleza en los mercados

Este octubre se ha caracterizado por unas subidas generalizadas en todos los mercados. Se han cristalizado nuevos máximos históricos en la bolsa americana, con un S&P 500 que ha conseguido un +2 % de apreciación en el mes. En Europa también se ha mantenido esta buena tónica, con un EuroStoxx 50 a +1 %, pero sin los máximos históricos, claro. Destaca en particular la bolsa alemana, con un Dax a +3,7 %. En el otro lado de la moneda, nos encontramos con un IBEX 35 que se ha quedado con una subida del +0,10 % (por decir algo con lo de «subida»). Está muy claro que España hace mucho tiempo que está fuera del radar de los inversores, a pesar de que tenemos unas mejores dinámicas con un crecimiento económico del doble que el europeo desde hace más de tres años.

Según los expertos, el IBEX 35 tiene una composición sectorial muy sesgada a bancos con un 26 %, tras las fuertes bajadas que han sufrido estos últimos años tanto en precio como en valoración. Es uno de los principales factores que ha lastrado al índice desde hace unos años y no tiene visos de mejorar, ya que parece que lo razonable, según dicen, es que los negocios bancarios sean cada vez menos rentables y con un menor apalancamiento, debido a las exigencias de capital por parte del regulador. Todo esto, junto con el elevado peso en comunicaciones del 11 %, en el que hay que destacar el pobre comportamiento de Telefónica, que está en mínimos de precio y valoración también. En otras palabras, el índice tiene un peso demasiado elevado en sectores olvidados, ajenos a los famosos flujos de inversión por parte de los inversores hacia *momentum* y *quality* de estos últimos años. Pero, como ya sabemos, no hay nada que dure eternamente, y menos en los mercados, con lo que parece razonable pensar que, en un entorno normalizado y con beneficios recuperando, podamos ver por fin que la

bolsa española recupere el terreno perdido contra sus homólogos europeos. Y si empieza en el próximo mes, pues, aprovechando que se celebra el Día de Acción de Gracias, daremos las gracias correspondientes.

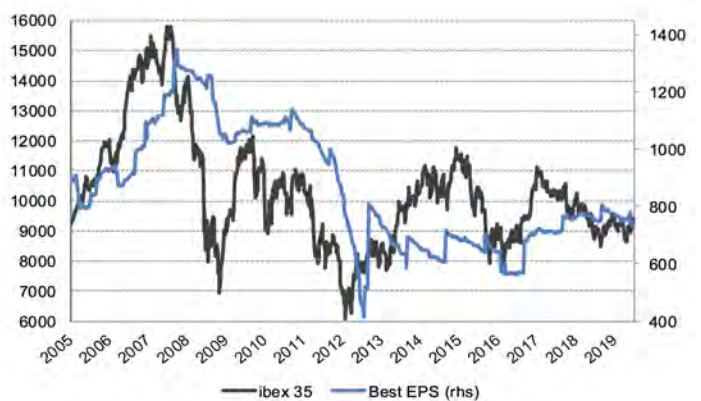


Gráfico 2: Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

Xavier Torres, CEFA

xavier.torres@morabanc.ad