

MAYO 2019

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

Sell in May?



En 1988, los profesores de la Universidad de Pensilvania J. Baron y J. C. Hershey plantearon a diferentes sujetos la opción entre obtener 200 USD con total seguridad o jugar a una ruleta con un 80 % de probabilidad de ganar 300 USD y un 20 % de no ganar nada. Como la esperanza matemática de jugar es muy superior a la de no hacerlo (240 USD frente a 200 USD), la solución más lógica es arriesgarse. Sin embargo, estos investigadores no querían entender cómo tomamos decisiones, sino cómo valoramos las que toman otros en condiciones de incertidumbre. Por ello, el estudio consistía en pedir a diversos sujetos que vieran a otros tomar la elección y, una vez conocido el desenlace, valorar la resolución entre -30 (peor) y +30 (mejor).

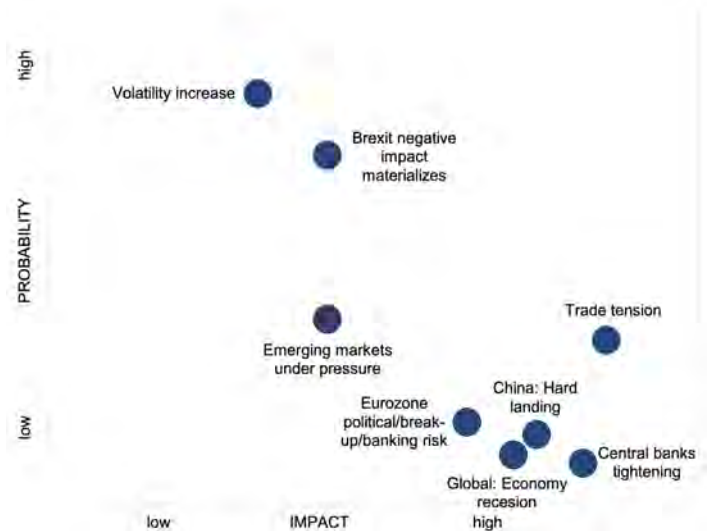
El resultado fue sorprendente: si el sujeto decidía jugar y obtenía los 300 USD, la decisión de arriesgarse se valoraba de media con un +7,5. Cuando los sujetos no obtenían nada, recibían una valoración media de -6,5. Es decir, la valoración que hacemos de una elección tomada en condiciones de incertidumbre ¡depende del resultado!

Después de la notable recuperación de los activos de riesgo este año y en un contexto de alta incertidumbre, es momento de tomar decisiones. Sin tener en cuenta el calendario (*sell in May*), lo cierto es que el ajuste de expectativas (que comentamos en el Mercados y Estrategias de abril) podría estar en precio.

Dejémoslo claro: desde nuestro punto de vista, el ciclo podría alargarse más, y pensamos que el crecimiento global seguirá por encima de su potencial en los próximos trimestres. Por ello, seguimos positivos en riesgo desde un punto de vista estratégico. Pero tácticamente podrían pasar muchas cosas. Todo dependerá de cómo evolucionen las expectativas de EPS y de si la macro da o no sorpresas positivas.

Desde luego, existen excusas para estar alerta. Por ejemplo, tras el cambio de discurso de la Fed, los futuros de los *Fed Funds* descuentan casi dos bajadas de tipos en el 2019. Si esto no ocurre, será un evento de mercado, con consecuencias notables sobre los precios de los activos. O peor, si finalmente triunfa el discurso más *dovish*, sería un reconocimiento de que el ciclo ha terminado y debería justificarse en una posible recesión, lo cual también tendría consecuencias.

Respecto a la incertidumbre comercial entre Estados Unidos y China, podría estar en su etapa final. Pero si Trump se considera vencedor, quizá comience a mirar otras zonas con las que Estados Unidos tiene un desequilibrio comercial. Por ejemplo, hacia una Unión Europea que justo está comenzando a recuperarse.



Y no nos olvidemos del *brexit* si el Reino Unido participa en las elecciones europeas, podrían considerarse como un segundo referéndum, con la consiguiente incertidumbre sobre los mercados financieros.

Lo complicado de tomar decisiones es que, como adelantaban los profesores de Pensilvania, las valoraremos *a posteriori* dependiendo del resultado. Pero, como no sabemos el futuro, es ahora cuando debemos adaptar nuestra exposición al riesgo de acuerdo con nuestro perfil, no con nuestra codicia. Y también es ahora cuando debemos guardar munición: no existen los movimientos verticales y podrían existir oportunidades de incrementar la exposición en niveles más atractivos.

A posteriori valoraremos si fue o no una buena decisión, pero lo importante es entender que si no hacemos algo voluntariamente, lo haremos obligados. Y eso es algo que suele terminar mal.

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

Divisa

Y el euro ¿«pa cuándo»?

Los titulares de mercado hablan del bajo entorno de volatilidad de la renta variable acompañado del agresivo posicionamiento corto en volatilidad del S&P 500. En la parte de divisas, el mundo experimenta lo mismo con una bajada de volatilidad que, si bien se puede explicar en un entorno de «tipo cerismo», no será la norma a futuro.

Todos nos preguntamos por el euro, pero deberíamos reformular la incógnita y mirar la reciente apreciación generalizada del USD. En un mundo que se cierra a subir tipos, los flujos mundiales se centran en aquel que no deja claro si seguirá subiéndolos.

¿Es esto sostenible?

1. La historia nos muestra cómo la divisa norteamericana no ha sido capaz de mantener su apreciación con déficits simultáneos en las arcas públicas y en la cuenta corriente exterior.

2. La Fed sabe que no puede vivir aislada con el resto de bancos centrales en otra línea. Si esto, además, lo unimos al torpedeo del máximo dirigente del país, todo ello hace harto complicado mantener los postulados actuales.

3. El punto de inflexión de los activos se visiona cuando las expectativas se hacen realidad. El último dato más que sorprendente del PIB del primer trimestre en USA escasamente hizo moverse a la divisa. Esto debería significar algo.

Atendiendo a una pregunta reciente, no esperamos que el USD mantenga su fortaleza, incluso con un incremento del pesimismo en el mercado. Miremos las cosas del lado que queramos, pero el billete verde se encuentra sobrevalorado contra el 90 % de sus rivales.

David Azcona, CFA

david.azcona@morabanc.ad

Renta variable

Sell in May and go away...?

En el mes de abril, al final hemos tenido una buena recuperación del mercado, que, básicamente, ha estado motivada por unos mejores datos macro en China y una publicación de resultados del 1Q19 no tan desastrosa como el mercado esperaba. En estos momentos, con las estimaciones de beneficios previstas para este ejercicio 2019, nos encontramos con un mercado europeo cotizando a un P/E de 14x; el IBEX, a un P/E de 12x, y el más exigente, el S&P 500, a un P/E de 17x con unos beneficios esperados de 167 para el 2019 (gráfico 2).



Gráfico 2. Evolución del SP 500 frente a sus beneficios

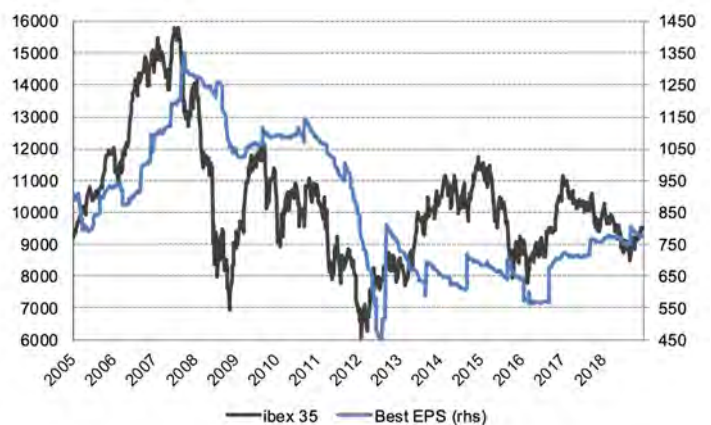


Gráfico 3. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

Así pues, se sigue manteniendo el gran descuento de Europa respecto a USA, que seguramente se mantendrá, dado el perfil de *growth* del mercado americano en detrimento de Europa, percibido como *más value* y de poco crecimiento. Nos encontramos en dos mundos totalmente diferentes: por un lado, compañías cotizando a múltiplos muy exigentes, ya que los inversores pagan mucho por el crecimiento, y en el otro lado de la moneda nos encontramos empresas muy baratas cotizando a múltiplos de recesión, con lo que si hay *sell in May*, quizás se centre más en el mundo de empresas caras.

Xavier Torres, CEFA

xavier.torres@morabanc.ad