

Market Clip

21 de Marzo de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Fear of missing out

El periodo que comenzó tras el rebote de después de Navidad y que sigue hasta hoy, ya tiene nombre en el mundo financiero: FOMO, *fear of missing out* o miedo a perderse. En realidad, FOMO es un fenómeno psicológico que supone miedo al arrepentimiento. Muchos gestores están comprando en las últimas semanas por miedo a perderse el rebote.

Nos hemos planteado múltiples veces durante la corrección si nos hemos equivocado al bajar el peso en bolsa a una importante infraponderación a finales de febrero.

¿Ha cambiado algo?

Sí. Han cambiado sustancialmente dos cosas. Por una parte, la Reserva Federal americana ha cambiado completamente su estrategia girando hacia una mucho más acomodaticia, y por otra, las expectativas del mercado sobre el crecimiento económico y la realidad ya están al mismo nivel, y no es uno recesivo. Más en detalle: en septiembre del año pasado, las expectativas macro para 2019 eran razonablemente positivas. Cuando en octubre conocimos los datos del tercer trimestre y se observó la fuerte desaceleración de Alemania, Italia y China, le entró el miedo en el cuerpo a los intermediarios financieros, y algunos empezaron a hablar de recesión; esta era una posibilidad.

Hoy podríamos decir tres cosas: que las expectativas de crecimiento económico del mercado son más cautas, que los datos macro no adelantan una recesión y que algunos indicadores adelantan una cierta estabilización de la macro. En EEUU hemos visto como el dato horroroso de ventas minoristas de enero se convertía en febrero en algo más razonable y como los PMIs adelantan desaceleración, pero no recesión. En Alemania, el indicador adelantado ZEW ha caído menos de lo esperado.

Entonces, ¿por qué seguimos cortos?

Porque creemos que el deterioro macro y micro que estamos viendo, aunque no adelanta recesión, tampoco es compatible con unas primas de riesgo tan bajas ni una valoración tan exigente de los mercados.

“La Reserva Federal americana ha cambiado completamente su estrategia girando hacia una mucho más acomodaticia, y por otra, las expectativas del mercado sobre el crecimiento económico y la realidad ya están al mismo nivel, y no es uno recesivo.”

“Entonces, ¿por qué seguimos cortos? Porque creemos que el deterioro macro y micro que estamos viendo, aunque adelanta recesión, tampoco es compatible con unas primas de riesgo tan bajas ni una valoración tan exigente de los mercados.”

1.S&P 500 y PER adelantado



Fuente: Alantra

Lo podemos ver gráficamente intentando explicar diferentes escenarios macro recientes de EEUU y qué es lo que ha sostenido las valoraciones en cada momento.

En el gráfico 1 podemos ver la evolución del S&P 500 y el PER adelantado del índice desde poco antes de la llegada a Trump al poder. Hay que ver este gráfico a la vez en la tabla 2, que incluye datos económicos para cada periodo. Ya adelantamos que la conclusión es que estamos en una fase poco sexy en términos de macro y micro, con un PER de 17 veces, y principalmente sustentada por una macro acomodaticia, pero vayamos por las etapas que hemos marcado en el gráfico.

La primera es la que más se parece a la actual. Tras la fuerte corrección del petróleo y las importantes pérdidas en el mercado de crédito americano de principios de 2016, las bolsas y la macro rebotan. Pero los datos de crecimiento (al alza) y la baja inflación permiten una FED acomodaticia. Trump es elegido en noviembre y el S&P lo celebra subiendo hasta PER 19.

Durante la segunda fase, la economía americana acelera con fuerza, pero la inflación es razonable, a pesar de que la FED ya está subiendo tipos. La bolsa sube más que los beneficios empresariales y eso lleva el PER hasta 20 veces. Crecimiento económico con tipos bajos: lo que se ha llamado escenario *goldilocks*.

Fase 3. Cuando creíamos que no era posible que la bolsa subiese más por su valoración, llegó la prometida bajada de impuestos de Trump que elevó los beneficios empresariales un ¡24%! permitiendo que el PER de la bolsa americana bajase sustancialmente. La FED ya está subiendo los tipos de manera relevante con unos costes salariales relevantes, pero la bajada de impuestos sostiene los mercados.

La fase 4 es la corrección que vivimos el último trimestre: se juntó una desaceleración del crecimiento, pero sobre todo fuera de EEUU con una FED agresiva, esto llevó los tipos de interés hasta el 2,5% y empezó a reducir su balance. El mercado se planteaba la posibilidad de una recesión.

Probablemente la corrección de diciembre fue excesiva, pero creemos que el rebote de este año también lo es. La macro sigue desacelerando, sólo que ya no sorprende y el miedo a una recesión inmediata se ha disipado. La probabilidad de ver una fuerte desaceleración de beneficios es ya hoy una realidad. Sin embargo, la ayuda de la reserva Federal, que ha congelado las subidas de tipos y va a dejar de reducir su balance, ha quitado miedos del mercado y ha permitido un rebote. Un rebote, que a estos niveles nos parece excesivo. Un PER bursátil de 17 veces y primas de riesgo en bolsa y crédito con inflación salarial del 3,4%, y macro y beneficios cayendo nos parece un escenario peligroso.

“La corrección que vivimos el último trimestre: se juntó una desaceleración del crecimiento, pero sobre todo fuera de EEUU con una FED agresiva.”

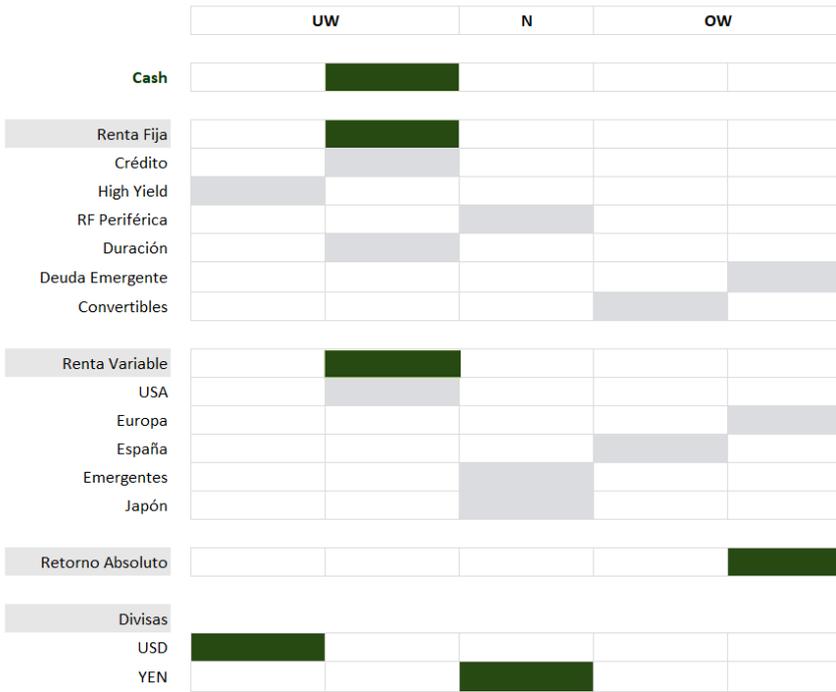
“Un PER bursátil de 17 veces y primas de riesgo en bolsa y crédito con inflación salarial del 3,4%, y macro y beneficios cayendo nos parece un escenario peligroso.”

2. Datos por periodos

	Periodo I Pre Trump <i>Hasta 08/11/2016</i>	Periodo II Goldilocks <i>Hasta 20/12/2017</i>	Periodo III Principio 2018 <i>Hasta Noviembre</i>	Periodo IV Miedo a recesión <i>Hasta fin de año</i>	Periodo V FOMO <i>Hasta hoy</i>
Expectativa de Crecimiento del PIB EEUU	2	2,5	2,5	2,3	2,1
US Leading indicator	1,3	5,7	6,6	4,1	3,5
PMI MANUF	54,3	59,4	59,5	54,3	54,2
Retail sales	0,8	0,7	-0,2	-1,6	0,2
Earnings Esperados	12%	12%	24%	10%	5%
PER	17,5	18,7	18	14,4	17
Inflación Subyacente	2,1	2,1	2,3	1,9	1,5
Ganancias/hora	2,7	2,7	3	3,3	3,4
Actitud FED	-	-	-	-	+

Fuente: Alantra

Ponderación de las carteras respecto a los índices



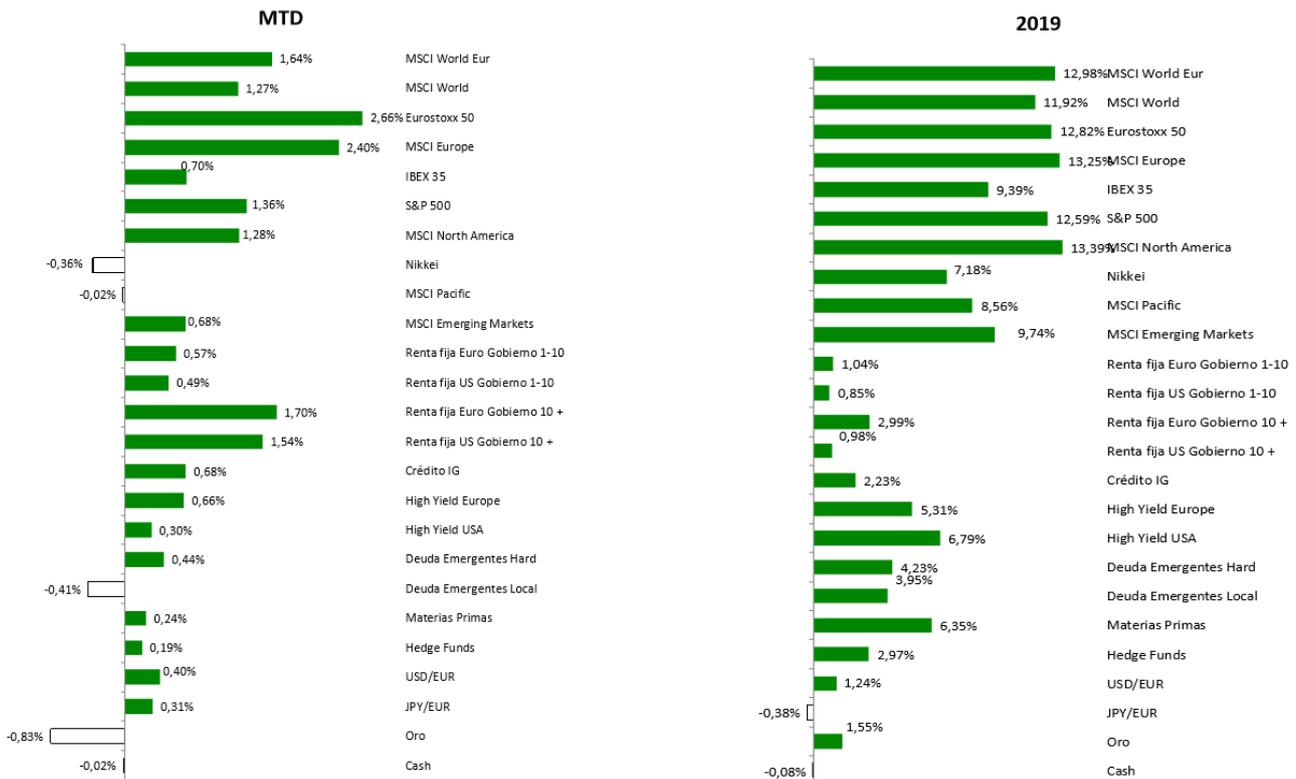
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 15/03/2019)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdmw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email lopdmw@alantra.com

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza