

Market Clip

20 de Noviembre de 2019
Ignacio Dolz de Espejo

Optimismo excesivo

Introducción

La semana pasada volvió a ser buena para las principales bolsas mundiales. El S&P 500 se apreció casi un 1%, y el Euro Stoxx 50 un 0,3%. Sin embargo, hubo mercados que corrigieron; destacó el IBEX 35 (-1,4%), reaccionando negativamente a la posible formación de gobierno del PSOE con Podemos. También cayeron la bolsa japonesa -0,4% y emergente -1,2%. Por su parte, la rentabilidad de la deuda gubernamental se relajó después de la escalada de la últimas semanas. El bono a 10 años alemán pasó de pagar un -0,24% a un -0,33%. El americano pasó de un 1,93% a un 1,82%. Los diferenciales de crédito se mantuvieron estables. Continúa reinando el optimismo, principalmente gracias a que se publicaron de nuevo datos menos malos de lo esperado; esta vez en Alemania. Este trimestre su economía ha crecido ligerísimamente, evitando entrar en recesión técnica; creció un 0,1% frente al -0,1% descontado. El ZEW de expectativas fue negativo, pero mejor de lo anticipado. A pesar de que estos datos han sido buenos, otros no lo son; se está observando una caída en la confianza del consumidor, y algunos indicadores adelantados avanzan que podríamos ver un incremento del desempleo.

En la tabla 1 podemos ver como, aunque los PMI manufactureros están mejorando, todavía se encuentran en territorio de desaceleración. En la 2, se observa que la valoración de las bolsas está reaccionando con fuerza a una ligera mejoría de expectativas macro. Pero la derivada de la escasez de crecimiento económico es que los beneficios empresariales, en 2019, no están creciendo. Creemos que el optimismo del mercado respecto a los beneficios de 2020 es excesivo, y profundizamos en ello en la siguiente página. Pese a que seguimos siendo prudentes, estamos siendo muy tácticos con nuestra exposición a bolsa, tanto con el peso, como con la exposición sectorial y geográfica subyacente. En estos momentos tenemos un mayor sesgo a Europa vs EE.UU. Y, a lo largo de los últimos meses, hemos ido reforzando la exposición a bancos y energía.

“El consenso de mercado comienza a tener un tono más constructivo en cuanto a crecimiento para 2020”

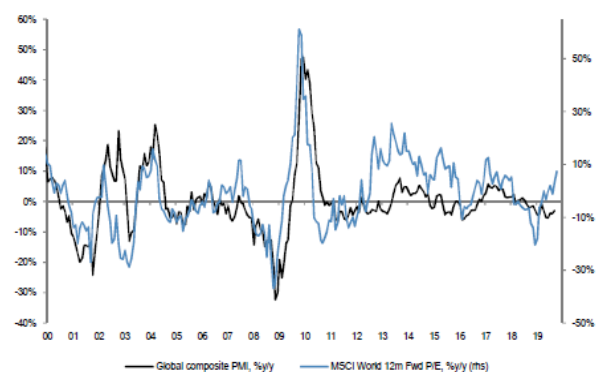
“Pese a que seguimos siendo prudentes, estamos siendo muy tácticos con nuestra exposición a bolsa, tanto con el peso, como con la exposición sectorial y geográfica subyacente”

1. Datos menos malos de lo esperado (PMIs manufactureros)

	Jul 19	Aug 19	Sep 19	Oct 19
Global	49.3	49.5	49.7	49.8
US	50.4	50.3	51.1	51.3
China	49.9	50.4	51.4	51.7
Japan	49.4	49.3	48.9	48.4
Europe	46.6	47.1	46.0	46.2
Eurozone	46.5	47.0	45.7	45.9
UK	48.0	47.4	48.3	49.6

Fuente: Bloomberg

2. PER del MSCI World y Global Composite PMI



Fuente: Goldman Sachs

Beneficios empresariales

Como comentábamos en la página anterior, el consenso de mercado tiene un tono más constructivo que hace unos meses respecto al crecimiento esperado para 2020. El sentimiento general es más positivo, asumiendo tanto que la guerra comercial no va a tener un impacto muy negativo porque se llegará a un acuerdo razonable para ambas partes, como que el proceso del Brexit ha mejorado sustancialmente.

En este entorno, algunas casas de análisis están recomendando no rebajar los niveles de riesgo y tener un mayor sesgo a sectores cíclicos que a defensivos.

Uno de los motivos para que no seamos más positivos de cara a 2020 es que no creemos que las expectativas del mercado de crecimiento de los beneficios empresariales se puedan cumplir. Para ello, analizamos 1) la realidad de los beneficios empresariales de 2019 frente a las estimaciones que se hacían hace un año, y 2) las expectativas de consenso para 2020. Normalmente los beneficios empresariales acaban siendo algo peores de lo anticipado, pero a mediados de diciembre, muchas casas ya han ajustado sus expectativas y son números teóricamente válidos.

1) Realidad vs estimaciones. En la tabla 3 podemos ver en las primeras dos columnas los beneficios empresariales para 2019 que estimaba el consenso a finales de 2018 (diciembre) y el PER calculado con esos números. Las expectativas no se han cumplido. Los beneficios no han crecido en 2020, pese a que hace un año se esperaba un crecimiento de en torno al 9% de media. Como las bolsas han subido una media del 20% y los beneficios empresariales no, los múltiplos se han expandido. Hemos pasado de “PERes” estimados en Europa de alrededor de 12 veces a 15. En EE.UU. de 15 a 19.

2) En la segunda tabla podemos ver las expectativas para 2020. El consenso, de nuevo espera crecimientos cercanos al 10% en 2020. ¿Será factible con el exiguo crecimiento macro que tenemos? Creemos que es poco probable.

Además, como en 2019 se ha producido una importante expansión de múltiplos, los “PERes” estimados de partida, son bastante más elevados que en 2018.

Es posible que la falta de alternativas y la incorporación de costes de financiación más atractivos estén elevando las valoraciones que los inversores son capaces de aceptar, pero a nosotros nos parece difícil justificar por fundamentales un gran atractivo de las bolsas.

“Los beneficios no han crecido en 2020, pese a que hace un año se esperaba un crecimiento de en torno al 9% de media. Como las bolsas han subido una media del 20% y los beneficios empresariales no, los múltiplos se han expandido”

“El consenso, de nuevo espera crecimientos cercanos al 10% en 2020. ¿Es posible con la desaceleración macro que se ha producido? Creemos que es poco probable”

3. Beneficios empresariales 2019; expectativa y realidad

	PERy Crecimiento de Beneficio (esperado el 14/12/2018) para 2019		PERy Crecimiento de Beneficio (esperado el 08/11/2019) para 2019	
	PER 19e	Cto B° 19e	PER 19e	Cto B° 19e
Europa	12,3	9%	15,6	-0,1%
Zona Euro	11,8	9,8%	15,5	-0,2%
UK	11,4	7,3%	13,5	-2,9%
España	10,7	8,1%	12,6	-0,3%
EEUU	15,4	8,6%	19,5	1,1%
Japón **	11,9	3,4%	14,7	-2,8%
EM	10,5	9,8%	13,8	2,3%

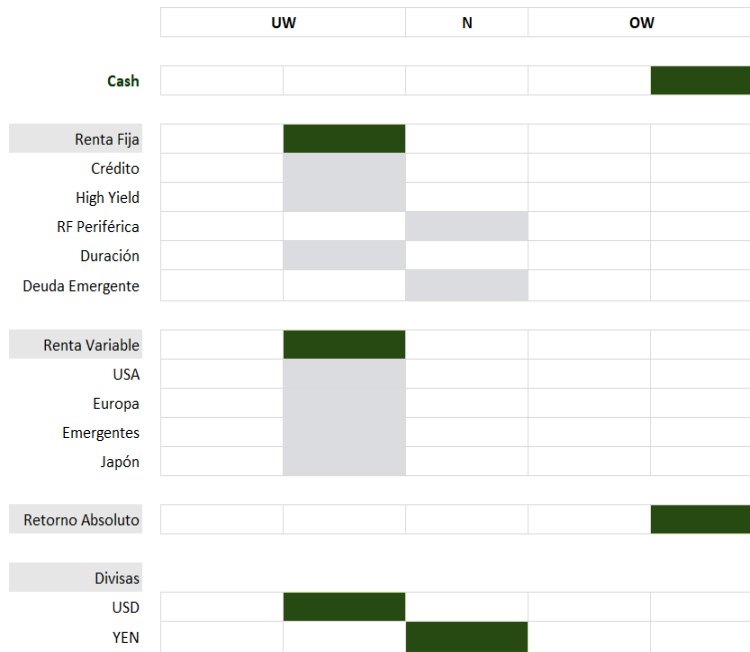
Fuente: Morgan Stanley

4. Beneficios empresariales esperados para 2020

	PERy Crecimiento de Beneficio (esperado el 08/11/2019) para 2020	
	PER20e	Cto B° 20e
Europa	14,2	9,5%
Zona Euro	14,0	10,6%
UK	12,6	7,3%
España	11,6	8,7%
EEUU	17,8	9,8%
Japón **	13,8	6,5%
EM	12,0	14,3%

Fuente: Morgan Stanley

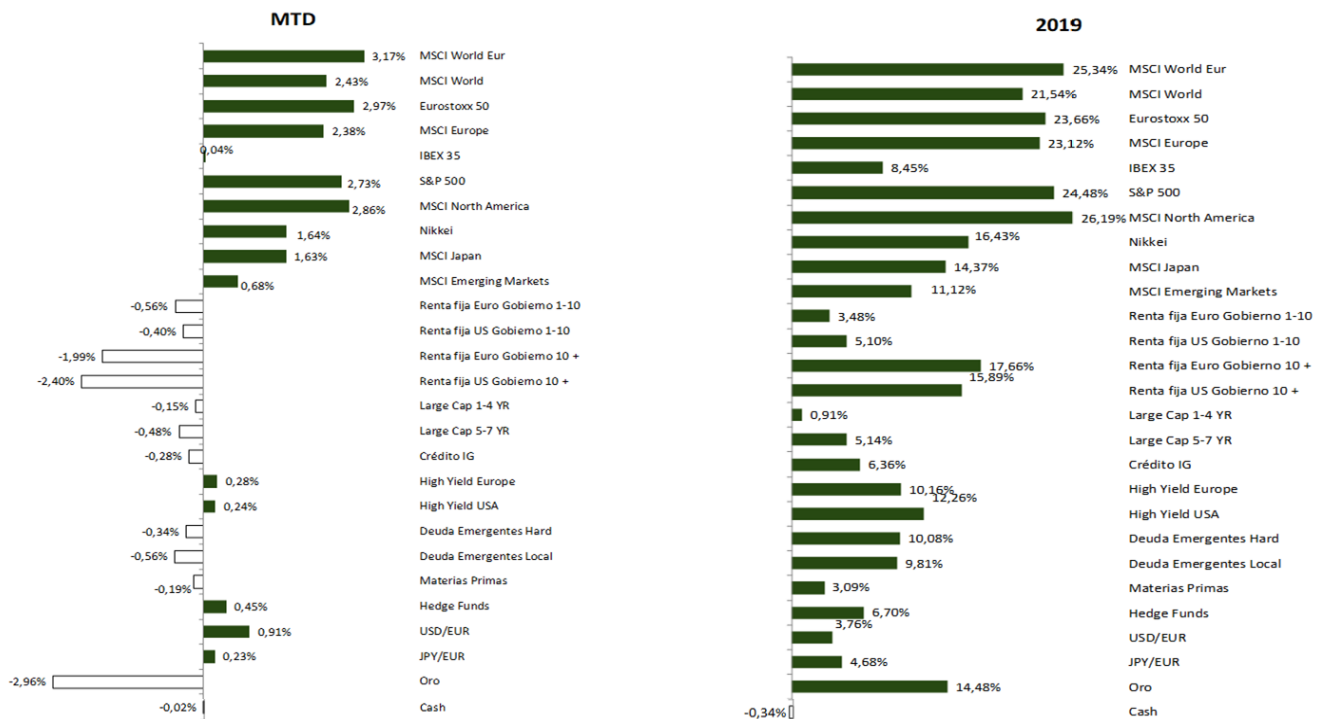
Ponderación de las carteras respecto a los índices



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

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 15/11/2019)
 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, SGIIC, 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 lopdw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslo a través de la dirección del email lopdw@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

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