

ABRIL 2019

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

Ajuste de expectativas



La foto que nos dejó el 2018, especialmente tras un último trimestre en el que prácticamente todas las clases de activo quedaron con rentabilidades negativas, se justificó principalmente en tres grandes dudas de los inversores: 1) unos datos económicos que mostraban que la ralentización en Europa y China no era algo puntual; 2) que la creciente inestabilidad de la situación geopolítica (tensión comercial, *bretxit*, aumento del populismo, etc.) terminase por reflejarse en los datos de crecimiento, y, finalmente, 3) que el discurso de los banqueros centrales favorable a las subidas de los tipos de interés se tradujese en un error de política monetaria.

Respecto a las dudas sobre la economía, no han sido resueltas, pero sí se ha producido un rápido ajuste de expectativas, tanto a escala macro como micro. Prácticamente todos los organismos han rebajado sus perspectivas de crecimiento y, aunque no parece probable aún una recesión global, un menor dinamismo se da por hecho. Por su parte, *management* y analistas han reducido notablemente las expectativas respecto a los resultados.

Esta percepción de una situación macro menos dinámica ha pesado sobre las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos, que pasaron de estar estancadas en noviembre a «ir muy bien» a finales del año, en palabras del propio Donald Trump, coincidiendo con la notable ralentización de los indicadores económicos. Desde entonces, continúan progresando positivamente, y acelerándose cuando se publican datos peor de lo esperado en cualquiera de los dos lados del Pacífico.

En cuanto a la política monetaria, el giro del discurso de Powell ha demostrado que la famosa *put* de la Fed sigue vigente, y el mercado descuenta ahora para el 2019 una probabilidad de subidas de los Fed funds, calculada a través de los futuros, inferior a la probabilidad de una bajada.

En este contexto, que la publicación de indicadores siga siendo negativa, incentivando tanto a la finalización de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos como a una política monetaria más laxa por parte de los bancos centrales, podría dar la falsa sensación a los mercados de que *bad news* significa *good news*. Los mercados alcistas están acostumbrados a reparar *walls of worries*.

El ajuste de expectativas ha permitido que las sorpresas económicas sean más positivas; las valoraciones en activos de riesgo se han ajustado y se han vuelto más atractivas, y, parafraseando a J. Templeton, los mercados alcistas no mueren en la incertidumbre, sino en la euforia.



Y de acuerdo con los datos que seguimos (encuestas de sentimiento, entradas de flujos en ETF o posicionamiento de *hedge funds*), no podemos hablar aún de euforia.

Con todo, cabe recordar que no existen los mercados verticales. No se debe obviar que la publicación de algunos indicadores económicos da margen para la preocupación, y la tensión geopolítica no decrece (*bretxit*, elecciones europeas, cierre del gobierno en Estados Unidos, nuevas tensiones comerciales, OPEC, etc.). Además, la inversión de la curva de tipos de interés refleja una desconexión entre las expectativas de crecimiento de la Fed y las de los participantes de los mercados financieros.

Se atribuye al filósofo Heráclito la frase: «Lo único que no cambia es el cambio». Y es en este contexto cambiante en el que debemos entender que el éxito de los inversores depende de su capacidad para sobrevivir en los diferentes contextos de mercado. No existe ninguna estrategia que genere resultados por encima de la media consistentemente y, así, será necesario ir cambiándola para adaptarse al nuevo entorno.

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

Renta fija

Tipos de interés: bajo la línea de flotación

El primer trimestre del año, no ha dejado a nadie indiferente. La continuación de una mala macro (generalizada durante el periodo), junto con la evolución del *brexit*, las elecciones europeas y españolas, el malestar italiano y las relaciones comerciales US-EU o US-CN hacen mella y ayudan significativamente a hundir nuevamente los tipos de interés *core* mundiales. Las principales geografías europeas se encuentran, de hecho, con tipos más bajos en los tramos intermedios que a mediados del 2016, gracias, especialmente, a la confirmación por parte de la Fed de «no subidas» durante el 2019 y a las declaraciones de Draghi (BCE) de tipos bajos durante más tiempo.

Pese a todo, no hemos experimentado un evento *fly-to-quality*, o al menos un *fly-to-quality* clásico. El primer trimestre ha sido, gracias en parte al fuerte estrés de crédito experimentado durante el último trimestre del año pasado, un entorno de *risk-on* generalizado: el crédito internacional en grado de inversión finaliza el trimestre rondando el +3,9%; Emergentes, el +5,2%, y los bonos internacionales *high yield*, el +6%.

En este contexto, el bono alemán a 10 años vuelve a romper nuevamente durante el marzo la frontera del 0% entrando en territorio negativo. De hecho, en los tramos cortos de la curva (especialmente el 2 años), la totalidad de los países de la eurozona está emitiendo con tipos negativos, excepto Italia. Del otro lado del charco, la inversión de tramos de la curva del Tesoro USA sigue capitalizando la atención mediática. Así pues, la cautela durante el año debería ser una prioridad, porque geopolíticamente el 2019 se prevé todavía muy intenso.

Sovereign Yields							
March 27th, 2019	2 Years	3 Years	5 Years	7 Years	10 Years	15 Years	30 Years
Switzerland	-0.86%	-0.84%	-0.79%	-0.87%	-0.48%	-0.21%	0.06%
Japan	-0.18%	-0.19%	-0.19%	-0.20%	-0.08%	0.13%	0.52%
Germany	-0.63%	-0.62%	-0.47%	-0.36%	-0.09%	0.14%	0.54%
Austria	-0.59%	-0.48%	-0.30%	-0.07%	0.21%	0.68%	0.98%
Denmark	-0.69%		-0.53%		-0.03%		
Sweden	-0.50%		-0.29%		0.28%	0.46%	
Netherlands	-0.64%	-0.62%	-0.46%	-0.29%	0.01%	0.26%	0.56%
Finland	-0.61%	-0.57%	-0.39%	-0.20%	0.13%	0.50%	0.83%
Belgium	-0.54%	-0.47%	-0.19%	0.02%	0.39%	0.75%	1.40%
France	-0.57%	-0.49%	-0.29%	-0.07%	0.29%	0.67%	1.24%
Ireland		-0.29%	-0.14%	0.13%	0.52%	0.89%	1.30%
Spain	-0.39%	-0.24%	0.03%	0.57%	1.04%	1.49%	2.16%
Italy	0.18%	0.73%	1.44%	1.98%	2.44%	3.05%	3.46%
Canada	1.45%	1.44%	1.40%	1.44%	1.52%		1.82%
Norway		1.21%	1.27%	1.33%	1.50%		
United Kingdom	0.64%	0.65%	0.77%	0.82%	0.99%	1.30%	1.51%
United States	2.18%	2.12%	2.14%	2.25%	2.36%	2.82%	2.82%
Singapore	1.87%		1.89%		2.03%	2.27%	2.46%
Australia	1.47%	1.39%	1.43%	1.60%	1.77%	2.03%	

Gráfico. Tabla de rendimientos de las principales deudas soberanas

Miquel Soca. CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez. FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

Renta variable

Beneficios y precios en bolsa

Una de las pocas cosas que siempre funcionan cuando invertimos en bolsa es que si una empresa mejora sus beneficios, dicha acción se acabará moviendo en la misma dirección que estos.

Y lo más normal es que sea en la misma proporción, con lo que si lo trasladamos a los índices, dicha regla, evidentemente, también se cumple.



Este es el caso del S&P 500: si tomamos el período 2012-2019E, podemos ver en el gráfico anexo que los beneficios se han revalorizado un +70%, lo que, a su vez, se ha trasladado en un +98% del S&P 500. Por el contrario, en el IBEX 35 la revalorización de los beneficios ha sido también del 70%, pero con una subida del índice de tan solo el 12%, con lo que cada cual se haga sus números de a qué precio debería estar el IBEX 35.



Gráfico 2. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

Xavier Torres. CEFA

xavier.torres@morabanc.ad