

ABRIL 2019

MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

Ajust d'expectatives



La foto que ens va deixar el 2018, especialment després d'un últim trimestre en què pràcticament totes les classes d'actiu van quedar amb rendibilitats negatives, es va justificar principalment en tres grans dubtes dels inversors: 1) unes dades econòmiques que mostraven que l'alentiment a Europa i la Xina no era una cosa puntual; 2) que la creixent inestabilitat de la situació geopolítica (tensió comercial, *Brexit*, augment del populisme, etc.) acabés per reflectir-se en les dades de creixement, i, finalment, 3) que el discurs dels banquers centrals favorable a les pujades dels tipus d'interès es traduís en un error de política monetària.

Respecte als dubtes sobre l'economia, no han estat resolts, però sí s'ha produït un ràpid ajust d'expectatives, tant a escala macro com micro. Pràcticament tots els organismes han rebaixat les seves perspectives de creixement i, tot i que no sembla probable encara una recessió global, es dona per fet un menor dinamisme. Per la seva banda, *management* i analistes han reduït notablement les expectatives respecte als resultats.

Aquesta percepció d'una situació macro menys dinàmica ha pesat sobre les negociacions comercials entre la Xina i els Estats Units, que van passar d'estar estancades al novembre a «anar molt bé» al final de l'any, en paraules del mateix Donald Trump, coincidint amb el notable alentiment dels indicadors econòmics. Des de llavors, continuen progressant positivament, i accelerant-se quan es publiquen dades pitjor del que s'esperava a qualsevol de les dues bandes del Pacífic.

Pel que fa a la política monetària, el gir del discurs de Powell ha demostrat que el famós *put de la Fed* segueix vigent, i el mercat descompta ara per al 2019 una probabilitat de pujades dels *Fed funds*, calculada a través dels futurs, inferior a la probabilitat d'una baixada.

En aquest context, que la publicació d'indicadors continuï essent negativa, incentivant tant la finalització d'un acord comercial entre la Xina i els Estats Units com una política monetària més laxa per part dels bancs centrals, podria donar la falsa sensació als mercats que *bad news* significa *good news*. Els mercats alcistes estan acostumats a enfilar-se per *walls of worries*.

L'ajust d'expectatives ha permès que les sorpreses econòmiques siguin més positives; les valoracions en actius de risc s'han ajustat i s'han tornat



més atractives, i, parafrasejant J. Templeton, els mercats alcistes no moren en la incertesa, sinó en l'eufòria. I d'acord amb les dades que seguim (enquestes de sentiment, entrades de fluxos en ETF o posicionament de *hedge funds*), encara no podem parlar d'eufòria.

Amb tot, cal recordar que no existeixen els mercats verticals. No s'ha d'obviar que la publicació d'alguns indicadors econòmics dona marge per a la preocupació, i la tensió geopolítica no decreix (*Brexit*, eleccions europees, tancament del govern als Estats Units, noves tensions comercials, OPEC, etc.). A més, la inversió de la corba de tipus d'interès reflecteix una desconexió entre les expectatives de creixement de la *Fed* i les dels participants dels mercats financers.

S'atribueix al filòsof Heràclit la frase: «L'única cosa que no canvia és el canvi». I és en aquest context canviant en què hem d'entendre que l'èxit dels inversors depèn de la seva capacitat per sobreviure en els diferents contextos de mercat. No hi ha cap estratègia que generi resultats per sobre de la mitjana consistentment i, així, caldrà anar-la canviant per adaptar-se al nou entorn.

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

Renda fixa

Tipus d'interès: sota la línia de flotació

El primer trimestre de l'any no ha deixat ningú indiferent. La continuació d'una mala macro (generalitzada durant el període), juntament amb l'evolució del *Brexit*, les eleccions europees i espanyoles, el malestar italià i les relacions comercials EUA-UE o EUA-la Xina fan efecte i ajuden significativament a enfonsar novament els tipus d'interès *core* mundials. Les principals geografies europees es troben, de fet, amb tipus més baixos en els trams intermedis que a mitjan 2016, gràcies, especialment, a la confirmació per part de la *Fed* de «no pujades» durant el 2019 i a les declaracions de Draghi (BCE) de tipus baixos durant més temps.

Malgrat tot, no hem experimentat un esdeveniment *fly-to-quality*, o almenys un *fly-to-quality* clàssic. El primer trimestre ha estat, gràcies en part al fort estrès de crèdit experimentat durant l'últim trimestre de l'any passat, un entorn de *risk-on* generalitzat: el crèdit internacional en grau d'inversió finalitza el trimestre rondant el +3,9%; Emergents, el +5,2%, i els bons internacionals *high yield*, el +6%.

En aquest context, el bo alemany a 10 anys torna a trencar novament durant el març la frontera del 0% i entra en territori negatiu. De fet, en els trams curts de la corba (especialment el 2 anys), la totalitat dels països de la zona euro està emetent amb tipus negatius, llevat d'Itàlia. A l'altra banda de l'oceà, la inversió de trams de la corba del Tresor EUA segueix capitalitzant l'atenció mediàtica. Així doncs, la cautela durant l'any hauria de ser una prioritat, perquè geopolíticament el 2019 es preveu encara molt intens.

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%	

Gràfic. Taula de rendiments dels principals deutes sobirans

Miquel Soca. CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez. FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

Renda variable

Beneficis i preus en borsa

Una de les poques coses que sempre funcionen quan invertim en borsa és que si una empresa millora els seus beneficis, aquesta acció s'acabarà movent en la mateixa direcció que aquests. I el més normal és que sigui en la mateixa proporció, amb la qual cosa si ho traslladem als índexs, aquesta regla, evidentment, també es compleix. Aquest és el cas de l'S&P 500: si agafem el període 2012-2019E, podem veure en el gràfic annex



Gràfic 2. Evolució de l'IBEX 35 davant els seus beneficis

que els beneficis s'han revalorat un +70%, cosa que, al seu torn, s'ha traslladat en un +98% de l'S&P 500. Per contra, en l'IBEX 35 la revaloració dels beneficis ha estat també del 70%, però amb una pujada de l'índex de només el 12%, així que cadascú es faci els seus números sobre a quin preu hauria d'estar l'IBEX 35.

Xavier Torres. CEFA

xavier.torres@morabanc.ad