

AGOSTO 2019

# MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

## ¿Por qué estamos rodeados de botones que no funcionan?



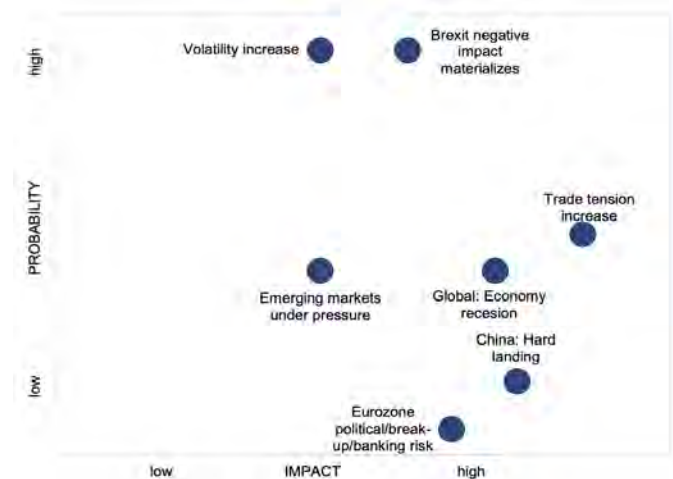
Un artículo del New York Times aseguraba que los botones para peatones instalados en los semáforos de Manhattan no tienen efecto sobre el cambio de los colores. La BBC llegó a la misma conclusión en el Reino Unido. El propio organismo responsable del sistema de transportes en Londres reconoció que la mayoría de estos botones funcionaban de forma limitada.

Sin embargo, solemos pensar que al pulsarlos hemos ejercido control sobre la situación. De hecho, cuando tenemos prisa lo hacemos varias veces, como si eso acortara el tiempo de espera.

Pensar que podemos influir en cosas sobre las que no tenemos control es un sesgo cognitivo documentado en numerosos estudios y constatado a diario cuando pisamos el freno imaginario del asiento del copiloto, cuando nos ponemos nuestra pulsera de la suerte, cuando soplamos la mano con la que sostenemos un dado antes de lanzarlo, etc. Respecto a nuestras inversiones, esta «ilusión de control» nos lleva a buscar supersticiones sofisticadas. No hay ningún sitio como los mercados financieros para encontrar relaciones del tipo de «si compras los martes a las 02.00 a. m. de la sesión asiática en noches de luna nueva y vendes al cierre de la sesión americana durante auroras boreales noruegas, bates al mercado consistentemente». Y estas relaciones dan pie a pensar que nuestra información o análisis es superior, con consecuencias muy negativas: sobreoperar, diversificar incorrectamente y asumir más riesgo del adecuado a nuestro perfil, por ejemplo.

En el contexto actual, hay muchas cosas que no podemos controlar. Aunque la evolución de los precios nos invita a ser optimistas, los datos y el ajuste de valoraciones incentiva a ser prudente. Es necesario seguir manteniendo una doble visión: promercado pero también prorrealidad, sabiendo que el momento de tomar decisiones es de nuevo ahora, cuando los resultados de la cartera están siendo buenos, no precipitadamente en medio de fuertes caídas.

Y parece que la probabilidad de una corrección de la renta variable de corto plazo ha aumentado sensiblemente. Unos datos económicos menos dinámicos, el incremento de la incertidumbre geopolítica (Irán, brexit, etc.) y, sobre todo, el momento clave del ciclo económico en el que nos encontramos (fase final, en la que la probabilidad de recesión es la más alta) así lo justifican.



No obstante, si bien esta fase del ciclo se caracteriza por notables drawdowns, también lo hace por un notable incremento de falsas señales. Y sabiendo que no podemos controlarlas, el coste de estar fuera del mercado es alto. De hecho, a pesar de esa posible corrección de corto plazo, de cara a doce meses mantenemos un escenario relativamente positivo. Lo anterior se justifica en la ausencia de euforia, el incremento del margen de sorpresas positivas en el segundo semestre tras los ajustes de expectativas macro y el apoyo de los bancos centrales.

¿Qué se hace en un contexto así? La única solución es la que venimos subrayando desde hace meses: aprovechar la calma para ajustar posiciones y mantener una exposición al riesgo adaptada a nuestro perfil. Los inversores más avanzados también pueden buscar coberturas de riesgo de cola. Y, por supuesto, aprovechar oportunidades tácticas que puedan surgir en este tipo de escenarios (como podría ser el caso de la renta variable española, el sector financiero europeo, etc.).

No podemos predecir el futuro, pero podemos actuar sobre aquello en lo que sí podemos influir.

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

## Divisa

# Nuevo estreno en cartelera: ESF

Momentos después del recorte de tipos en 25 pb por parte de la Reserva Federal, teníamos una nueva intervención mediática del presidente de los Estados Unidos. «Lo que deseábamos era el inicio de un largo y agresivo período de recorte de tipos que nos acercase al movimiento que China, Europa y otros países del mundo están experimentando». Tras la desilusión por lo que se entiende que es una falta de apoyo a la economía norteamericana, creemos que el mercado deberá estar dispuesto a desempolvar otro acrónimo como es el ESF. El fondo para la estabilidad cambiaria es el brazo del que dispone el Departamento del Tesoro para la intervención en el mercado de divisas y que fue creado en 1934. Y sí, de lo que estamos hablando es del incremento de presión para la posible intervención futura de USA dentro del mercado cambiario.

Muchos ríos de tinta se venían escribiendo sobre este mecanismo para depreciar el billete verde. Y, cuando parecía que el 26 de julio Larry Kudlow zanjaba la posibilidad con un no rotundo, hechos como los acontecidos el día 31 deberían hacernos repensar dicha idea.

Existen argumentos de peso para hacer dudar a los economistas de la eficacia y viabilidad del proceso. En primer lugar, por el escaso funding con el que cuenta el ESF (+/-90 bn), que sería absorbido por el mercado más líquido del mundo sin inmutarse, lo cual abre la necesidad de una coordinación con la Reserva Federal para que imprima dinero y lo venda a mercado. Si, dentro de la coordinación con el banco central, tiene que adoptarse adicionalmente la decisión de si esterilizar o no esta expansión monetaria, no se actuaría nunca. Y, siendo honestos, como segundo pilar de los múltiples impedimentos de la medida, estría el «quilombo» que a escala mundial desataría la nueva actitud.

Ningún país iría de la mano y llevaría a una escalada de la tensión internacional, quizás forzando a los principales bancos mundiales a actuar más agresivamente en políticas monetarias. La razón, evitar la nueva fuente de menor inflación proveniente de la apreciación de sus divisas.

La parte política, trazando un elemento acorde al resto de luchas abiertas y embarcados en un momento preelectoral, sería la gran baza a favor de ver «baile en el mercado». Como algunos describen, los bonos en divisas distintas del USD serían los que históricamente se verían más favorecidos.

Esperemos que, simplemente, el cambio de sesgo dentro de la evolución del balance de la Reserva Federal permita el cambio de tendencia en el USD y evitar más medidas de las que estar atentos.



**David Azcona, CFA**

david.azcona@morabanc.ad

## Renta variable

# La década perdida

En julio, en general, los mercados han tenido un comportamiento muy positivo, como es el caso del S&P 500 (+2,44 %), que lo sitúa en sus máximos históricos. La verdad es que USA sigue teniendo un excelente comportamiento. De hecho, cumple a rajatabla la teoría de que la bolsa sube siempre y cuando lo hagan sus beneficios. Mirando en retrospectiva, partiendo del 2010 su beneficio ha subido un 94% y el índice, ¡más del 130%! Si tomamos como referencia la bolsa europea, el SXXP600, en el mismo período, ha subido solo un 30% y sus beneficios, un 17%, con lo que así se mantiene la teoría, pero las diferencias entre Europa y USA son abismales, al igual que lo son sus beneficios. Ahora, no se me depriman al mirar la bolsa española, con el IBEX 35. Para el mismo período, los beneficios han bajado un 23% y, por consiguiente, la bajada del índice ha sido del 18%. Claramente cabe decir que esta década perdida, en la bolsa española, está siendo muy dura, por muchas explicaciones que podamos dar sobre la concentración del sector financiero y que el índice no contiene empresas de crecimiento como las que han liderado las subidas, estos últimos años, en el mercado americano. La verdad es que siempre nos quedará el consuelo de que, con las valoraciones actuales tan deprimidas, a poco que empiecen a subir los beneficios, tendremos la remontada que nos merecemos.

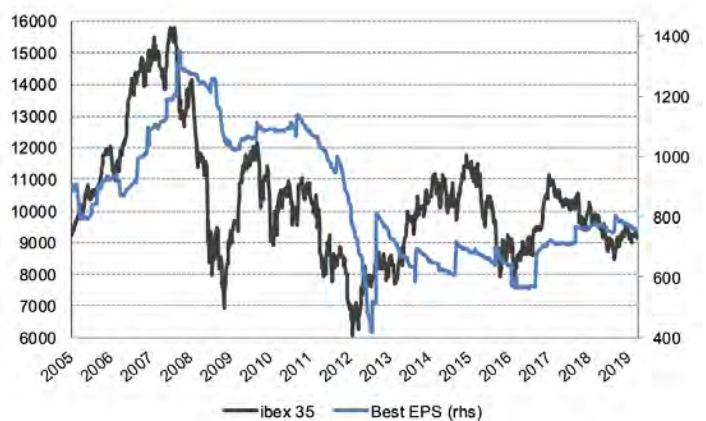


Gráfico 2. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

**Xavier Torres, CEFA**

xavier.torres@morabanc.ad

**Gerard García, CEFA - Equity Fund Manager**

gerard.garcia@morabanc.ad