

AGOST 2019

MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

Per què estem envoltats de botons que no funcionen?



Un article del *New York Times* assegurava que els botons per a vianants instal·lats als semàfors de Manhattan no tenen efecte sobre el canvi dels colors. La BBC va arribar a la mateixa conclusió al Regne Unit. El mateix organisme responsable del sistema de transports a Londres va reconèixer que la majoria d'aquests botons funcionaven de forma limitada.

Tanmateix, solem pensar que en prémer-los hem exercit control sobre la situació. De fet, quan tenim pressa ho fem diverses vegades, com si això escurcés el temps d'espera.

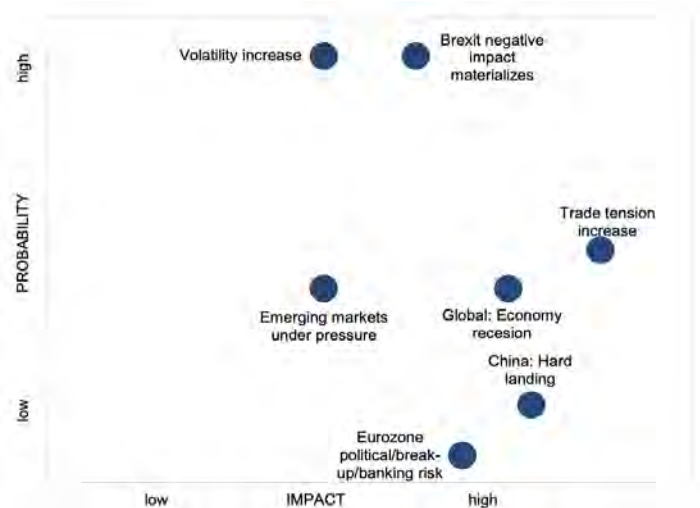
Pensar que podem influir en coses sobre les quals no tenim control és un biaix cognitiu documentat en nombrosos estudis i constatat cada dia quan trepitgem el fre imaginari del seient del copilot, quan ens posem la nostra polsera de la sort, quan bufem la mà amb què sostenim un dau abans de llançar-lo, etc.

Respecte a les nostres inversions, aquesta «il·lusió de control» ens porta a cercar supersticions sofisticades. No hi ha cap lloc com els mercats financers per trobar relacions del tipus de «si compres dimarts a les 02.00 a. m. de la sessió asiàtica en nits de lluna nova i vens al tancament de la sessió nord-americana durant aurores boreals noruegues, bats el mercat consistentment». I aquestes relacions donen peu a pensar que la nostra informació o anàlisi és superior, amb conseqüències molt negatives: sobreoperar, diversificar incorrectament i assumir més risc de l'adequat al nostre perfil, per exemple.

En el context actual, hi ha moltes coses que no podem controlar. Encara que l'evolució dels preus ens convida a ser optimistes, les dades i l'ajustament de valoracions incentiva a ser prudent. Cal seguir mantenint una doble visió: promercat però també prorealitat, sabent que el moment de prendre decisions torna a ser ara, quan els resultats de la cartera estan essent bons, no precipitadament enmig de fortes caigudes.

I sembla que la probabilitat d'una correcció de la renda variable de curt termini ha augmentat sensiblement. Unes dades econòmiques menys dinàmiques, l'increment de la incertesa geopolítica (l'Iran, el Brexit, etc.) i, sobretot, el moment clau del cicle econòmic en què ens trobem (fase final, en què la probabilitat de recessió és la més alta) així ho justifiquen.

No obstant això, per bé que aquesta fase del cicle es caracteritza per notables *drawdowns*, també ho fa per un increment notable de falsos senyals.



I sabent que no podem controlar-les, el cost d'estar fora del mercat és alt. De fet, malgrat aquesta possible correcció de curt termini, de cara a dotze mesos mantenim un escenari relativament positiu. L'anterior es justifica en l'absència d'eufòria, l'increment del marge de sorpreses positives durant el segon semestre després dels ajustaments d'expectatives macro i el suport dels bancs centrals.

Què es fa en un context així? L'única solució és la que subratllem des de fa mesos: aprofitar la calma per ajustar posicions i mantenir una exposició al risc adaptada al nostre perfil. Els inversors més avançats també poden cercar cobertures de risc de cua. I, per descomptat, aprofitar oportunitats tàctiques que puguin sorgir en aquest tipus d'escenaris (com podria ser el cas de la renda variable espanyola, el sector financer europeu, etc.).

No podem predir el futur, però podem actuar sobre allò en què sí podem influir.

Tomás García-Purriños. CFA, CAIA

tomas.garcia@morabanc.ad

Nova estrena en la cartellera: ESF

Moments després de la retallada de tipus en 25 pb per part de la Reserva Federal, teniem una nova intervenció mediàtica del president dels Estats Units. «El que desitjàvem era l'inici d'un període llarg i agressiu de retallada de tipus que ens acostés al moviment que la Xina, Europa i altres països del món estan experimentant». Després de la desil·lusió per allò que s'entén que és una falta de suport a l'economia nord-americana, creiem que el mercat haurà d'estar disposat a desenterrar un altre acrònim com és l'ESF. El fons per a l'estabilitat canviària és el braç de què disposa el Departament del Tresor per a la intervenció en el mercat de divises i que va ser creat el 1934. I sí, del que estem parlant és de l'increment de pressió per a la possible intervenció futura dels EUA dins el mercat canviari.

Molts rius de tinta s'han escrit sobre aquest mecanisme per depreciar el bitllet verd. I, quan semblava que el 26 de juliol Larry Kudlow tancava aquesta possibilitat amb un no rotund, fets com els esdevinguts el dia 31 ens haurien de fer repensar aquesta idea.

Hi ha arguments de pes per fer dubtar els economistes de l'eficàcia i la viabilitat del procés. En primer lloc, per l'escàs *funding* amb què compta l'ESF (+/-90 bn), que seria absorbit pel mercat més líquid del món sense immutar-se, la qual cosa obre la necessitat d'una coordinació amb la Reserva Federal perquè imprimeixi diners i els vengui a mercat. Si, dins la coordinació amb el banc central, cal adoptar addicionalment la decisió de si esterilitzar aquesta expansió monetària o no, no s'actuarià mai. I, essent honestos, com a segon pilar dels múltiples impediments de la mesura, estria el «desori» que a

escala mundial desfermaria la nova actitud. Cap país no aniria de la mà i portaria a una escalada de la tensió internacional, potser forçant els principals bancs mundials a actuar més agressivament en les polítiques monetàries. La raó, evitar la nova font de menor inflació provinent de l'apreciació de les seves divises.

La part política, traçant un element concorde a la resta de lluites obertes i embarcats en un moment preelectoral, seria el gran avantatge a favor de veure «ball en el mercat». Com alguns descriuen, els bons en divises diferents de l'USD serien els que històricament es veurien més afavorits.

Esperem que, simplement, el canvi de biaix dins l'evolució del *balance* de la Reserva Federal permeti el canvi de tendència en l'USD i evitar més mesures de què estar atents.



David Azcona, CFA
david.azcona@morabanc.ad

La dècada perduda

El juliol, en general, els mercats han tingut un comportament molt positiu, com és el cas de l'S&P 500 (+2,44 %), que el situa en els seus màxims històrics. La veritat és que els EUA continuen tenint un comportament excel·lent. De fet, compleix al peu de la lletra la teoria que la borsa puja sempre que ho facin els seus beneficis. Mirant en retrospectiva, partint del 2010 el seu benefici ha pujat un 94 % i l'índex, més del 130 %! Si prenem com a referència la borsa europea, l'SXXP600, durant el mateix període, ha pujat només un 30 % i els seus beneficis, un 17 %, de manera que així es manté la teoria, però les diferències entre Europa i els EUA són abismals, igual que ho són els seus beneficis. Ara, no us deprimiu en mirar la borsa espanyola, amb l'IBEX 35. Per al mateix període, els beneficis han baixat un 23 % i, per consegüent, la baixada de l'índex ha estat del 18 %. Clarament cal dir que aquesta dècada perduda, en la borsa espanyola, està essent molt dura, per moltes explicacions que puguem donar sobre la concentració del sector financer i que l'índex no conté empreses de creixement com les que han liderat les pujades, aquests últims anys, en el mercat nord-americà. La veritat és que sempre ens quedarà el consol que, amb les valoracions actuals tan deprimides, per poc que comencin a pujar els beneficis, tindrem la remuntada que ens mereixem.



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

Xavier Torres, CEFA
xavier.torres@morabanc.ad

Gerard García, CEFA - Equity Fund Manager
gerard.garcia@morabanc.ad