

DESEMBRE 2019

MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

Editorial: Arriba el desembre



És un fet: com més passa el temps, més sembla que s'accelera. Se sol creure que és degut a la llei de Weber, segons la qual en els estímuls petits una diferència mínima és suficient per distingir-los. Tanmateix, quan els estímuls són grans han de ser molt diferents entre ells per poder notar aquest canvi.

Per això, distingir entre un pes de 100 grams i un altre de 200 grams és més senzill que entre 20 quilos i 20 quilos i 100 grams, malgrat ser una diferència de 100 grams en ambdós casos. Passa el mateix amb l'alçada o amb el temps: com més petits som, menys notem el pas del mateix temps. Un any és sempre un any, però no és el mateix passar de 3 anys a 4 que de 37 a 38.

I tot això ve perquè ja som al desembre. Ja arriben aquells mesos en què *brokers*, gestores i altres agents publiquen els seus *outlooks*, amb la visió de mercat dels dotze mesos següents. No seré jo qui negui la seva utilitat: no hi ha millor termòmetre del sentiment de mercat. Però, de vegades, sembla valer més el titular fàcil que el contingut.

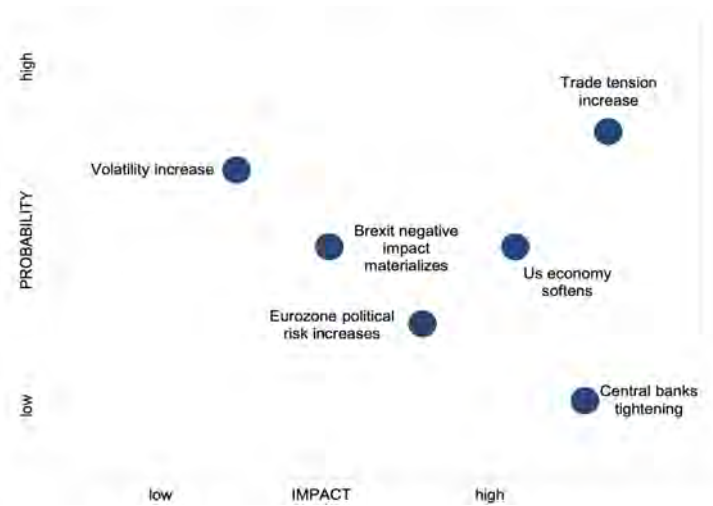
No utilitzarem aquest document per donar titulars més enllà de «no sabem què faran els mercats l'any vinent». Per sort, la nostra feina no és endevinar el futur, sinó gestionar els riscos.

És cert que sembla que hi ha alguns brots verds en l'encreuament de què hem estat parlant (vegeu *Mercats i Estratègies*, octubre 2019 i novembre 2019). Alguns indicadors de sentiment sembla que mostren almenys una vall. I el suport dels bancs centrals ens fa ser moderadament optimistes: els cicles no moren de vells, sinó per un deteriorament de la macro en un context d'enduriment de les condicions financeres.

Tampoc no sembla gaire probable que un possible futur mercat baixista pugui ser produït per un contagi des del sector privat. Aquests casos es donen després de fallides que posen en risc el sistema (per exemple, una crisi financera). El deute privat ha augmentat durant aquests anys, però la situació dels fonamentals és més sana que en altres moments previs a aquest tipus de mercats baixistes. A més, la posició financera d'empreses i famílies és positiva (ingressos totals menys despeses totals).

No obstant això, continuem defensant que la probabilitat que vegem un mercat baixista els propers dotze mesos s'ha incrementat. Cal notar, en primer lloc, la paraula probabilitat: per això som cauts i no pessimistes.

Gràfic 1: Mapa de riscos



Font: Bloomberg i Morabanc Asset Management

Som cauts perquè hem reduït lleugerament el risc davant els fets, i som cauts perquè seguim invertits: el cost de sortir-ne abans de temps és molt alt (vegeu *Mercats i Estratègies*, novembre 2019).

En segon lloc, la probabilitat continua essent inferior a la d'una continuació de la tendència. No és el nostre escenari principal el d'una correcció profunda en temps i preu.

Dit això, pensem que, en cas que es produeixi, serà de curta durada però intensa. És a dir: un mercat baixista provocat per un esdeveniment. Tenint en compte la situació geopolítica i els riscos actuals, sembla un escenari alternatiu possible.

En resum, ratifiquem el que hem estat assenyalant els últims mesos: que el mercat estigui en màxims no hauria de ser una justificació per vendre, però sí podria ser una justificació per adequar les carteres al nostre perfil de risc, diversificant-les correctament, i fins i tot en les posicions de risc més alt, plantejar-se la possibilitat de fer beneficis o cobertures els inversors més sofisticats.

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

Renda fixa

Mercats bipolars?

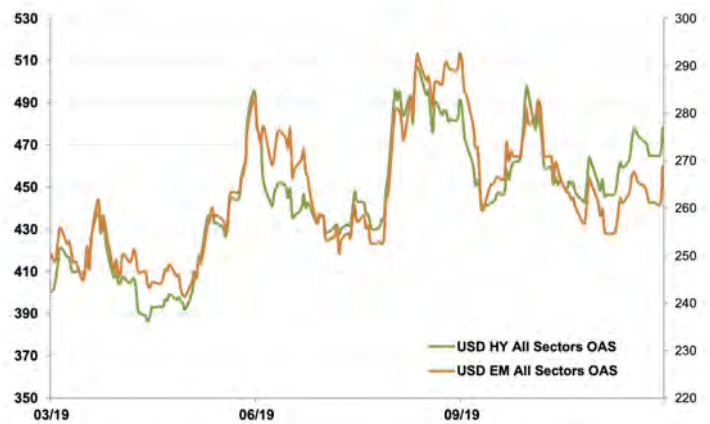
Estant a les portes de la finalització de l'any, podem reafirmar-nos ja: el 2019 no està deixant ningú indiferent.

El *show* mediàtic de la guerra comercial oberta per l'Administració Trump continua deixant perplexos inversors de totes les geografies i, d'igual manera, continua ocasionant vaivens rellevants en multitud d'actius o segments dels mercats de deute i crèdit internacionals. Una disputa comercial que, en el cas dels EUA-la Xina, ja podríem anomenar «La història interminable».

D'altra banda, els principals bancs centrals, obligats a tenir un rol més «lax» en l'àmbit de la política monetària, en un context de tipus d'interès deprimits, han recorregut a diferents enfocaments: en el cas de la Fed, fent tres rebaixes en el tipus d'interès fins a situar-lo en el rang de l'1,50 %-1,75 %; en el cas del BCE, continuant la recompra d'actius juntament amb la «petició indirecta» de la necessitat d'ajuda per part de les administracions públiques, per exemple, en política fiscal.

En aquest context, podem ressaltar el bon comportament de crèdit en grau d'inversió, que, a les portes de desembre, es troba, respecte als spreads de crèdit, en mínims dels últims sis mesos. No es pot dir el mateix de l'univers *high yield* o de l'univers mercats emergents, que poc o molt es veuen erosionats per les incerteses, les disputes comercials o les dades macroeconòmiques.

Gràfic 2: Spreads de crèdit de high yield i mercats emergents



Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

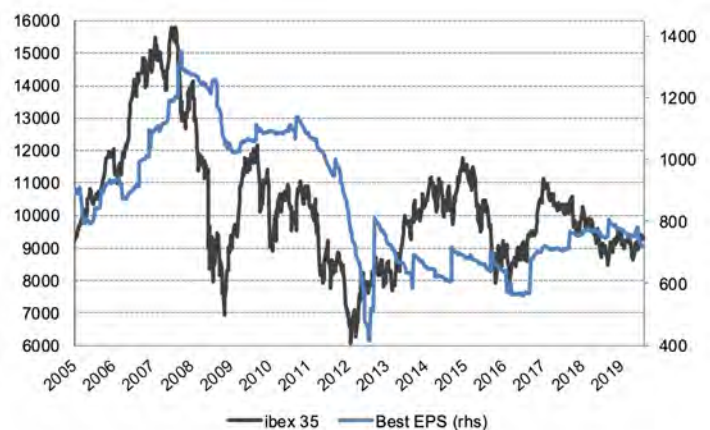
Renda variable

Esperant el rally de Nadal

Aquest novembre, les principals borses a escala mundial han tancat amb pujades. La borsa nord-americana segueix conquerint nous màxims, amb un augment de l'índex de més del 3 %. A Europa, l'Stoxx 600 (+2,7 %) ha anat a testar —sense arribar a superar— els màxims històrics assolits el 2015. Entrant més en detall en l'Antic Continent, el CAC 40 ha estat el protagonista del mes, amb una pujada superior al 3 %, seguit pel Dax (+2,9 %) i, finalment, l'IBEX 35 (+1 %), que no acaba d'arrencar.

Les últimes publicacions de dades macroeconòmiques estan mostrant lleugeres millores en alguns indicadors, cosa que implica una recuperació del sentiment de l'inversor, molt afectat per les tensions creixents relacionades amb la guerra comercial i per unes dades anteriors molt preocupants que deixaven entreveure un alentiment més gran de l'economia mundial. En aquest sentit, creiem que el Govern nord-americà i el xinès, tard o d'hora, arribaran a un acord. De fet, des de l'última correcció de l'octubre les borses mundials s'han basat en l'optimisme sobre aquest acord per assolir els màxims històrics. Aquesta recuperació s'ha aturat per l'anunci sorpresa d'una nova ronda d'aranzels per a la Xina, França, el Brasil i l'Argentina que afecta tota una bateria de productes. Finalment, marcarem en vermell en el calendari el 15 de desembre, data clau per als inversors, ja que aquest dia el president Trump hauria d'implementar les tarifes que tenia programades, i en cas de no implementar-les o bé rebaixar-les, podríem veure l'esperat *rally* de Nadal, que serviria com a colofó a un exercici excepcional. En cas contrari, aquest *rally* no es materialitzaria tal com ha ocorregut en anys anteriors.

Gràfic 3: Evolució de l'IBEX 35 davant els seus beneficis



Font: Bloomberg i Morabanc Asset Management

Gerard Garcia, CEFA

gerard.garcia@morabanc.ad