

NOVIEMBRE 2019

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

Editorial: Llega diciembre



Es un hecho: cuanto más pasa el tiempo, más parece acelerarse. Se suele creer que se debe a la ley de Weber, según la cual en los estímulos pequeños una diferencia mínima es suficiente para distinguirlos. Sin embargo, cuando los estímulos son grandes tienen que ser muy distintos entre ellos para poder notar ese cambio.

Por eso, distinguir entre un peso de 100 gramos y otro de 200 gramos es más sencillo que entre 20 kilos y 20 kilos y 100 gramos, a pesar de ser una diferencia de 100 gramos en ambos casos. Ocurre lo mismo con la altura o con el tiempo: cuanto más pequeños somos, menos notamos el paso del mismo tiempo. Un año es siempre un año, pero no es lo mismo pasar de 3 años a 4 que de 37 a 38.

Y, bueno, todo esto viene porque ya estamos en diciembre. Ya llegan esos meses en los que brókers, gestoras y otros agentes publican sus *outlooks*, con la visión de mercado de los siguientes doce meses. No seré yo quien niegue su utilidad: no existe mejor termómetro del sentimiento de mercado. Pero, a veces, parece valer más el titular fácil que el contenido.

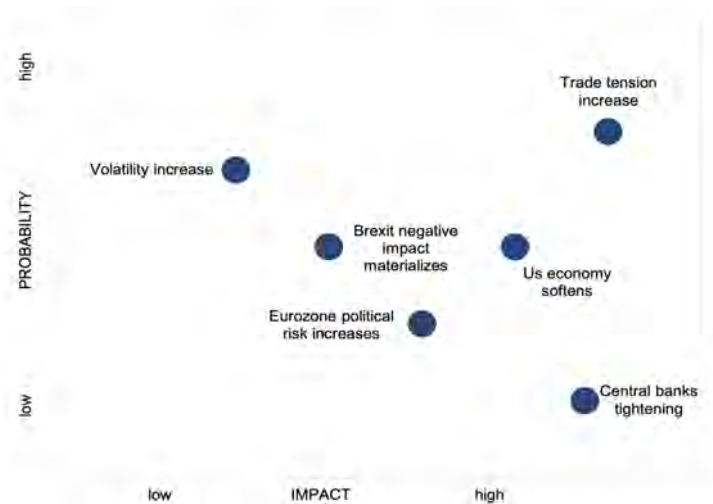
No utilizaremos este documento para dar titulares más allá de «no sabemos qué harán los mercados el año que viene». Por suerte, nuestro trabajo no es adivinar el futuro, sino gestionar los riesgos.

Es cierto que parece que hay algunos brotes verdes en la encrucijada de la que venimos hablando (véase *Mercados y Estrategias*, octubre 2019 y noviembre 2019). Algunos indicadores de sentimiento parece que muestran al menos un suelo. Y el apoyo de los bancos centrales nos hace ser moderadamente optimistas: los ciclos no mueren de viejos, sino por un deterioro de la macro en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras.

Tampoco parece muy probable que un posible futuro mercado bajista pueda ser producido por un contagio desde el sector privado. Estos casos se dan tras quiebras que ponen en riesgo el sistema (por ejemplo, una crisis financiera). La deuda privada ha aumentado durante estos años, pero la situación de los fundamentales es más sana que en otros momentos previos a este tipo de mercados bajistas. Además, la posición financiera de empresas y familias es positiva (ingresos totales menos gastos totales).

No obstante, seguimos defendiendo que la probabilidad de que veamos un mercado bajista en los próximos doce meses se ha incrementado. Nótese, en primer lugar, la palabra *probabilidad*: por eso somos cautos y no pesimistas. Somos cautos porque hemos reducido ligeramente el riesgo

Gráfico 1: Mapa de riesgos



Fuente: Bloomberg y Morabanc Asset Management

ante los hechos, y somos cautos porque seguimos invertidos: el coste de salirse antes de tiempo es muy alto (véase *Mercados y Estrategias*, noviembre 2019).

En segundo lugar, la probabilidad sigue siendo inferior a la de una continuación de la tendencia. No es nuestro escenario principal el de una corrección profunda en tiempo y precio.

Dicho esto, pensamos que, en caso de producirse, será de corta duración pero intensa. Es decir: un mercado bajista provocado por un evento. Teniendo en cuenta la situación geopolítica y los riesgos actuales, parece un escenario alternativo posible.

En resumen, ratificamos lo que venimos señalando los últimos meses: que el mercado esté en máximos no debería ser una justificación para vender, pero sí podría ser una justificación para adecuar las carteras a nuestro perfil de riesgo, diversificando correctamente, e incluso en las posiciones de mayor riesgo, plantearse la posibilidad de realizar beneficios o coberturas los inversores más sofisticados.

Tomás V. García-Purriños, CFA - CAIA

tomas.garcia@morabanc.ad

Renta fija

¿Mercados bipolares?

Estando a las puertas de la finalización del año, podemos ya reafirmarnos: el 2019 no está dejando indiferente a nadie.

El *show* mediático de la guerra comercial abierta por la Administración Trump sigue dejando perplejos a inversores de todas las geografías y, de igual forma, sigue ocasionando vaivenes relevantes en multitud de activos o segmentos de los mercados de deuda y crédito internacionales. Una disputa comercial que, en el caso de USA-China, ya podríamos llamar «La historia interminable».

Por otro lado, los principales bancos centrales, obligados a jugar un rol más «laxo» en el ámbito de la política monetaria, en un contexto de tipos de interés deprimidos, han recurrido a diferentes enfoques: en el caso de la Fed, realizando tres rebajas en el tipo de interés hasta situarlo en la horquilla del 1,50 %-1,75 %; en el caso del BCE, continuando la recompra de activos junto con la «petición indirecta» de la necesidad de ayuda por parte de las administraciones públicas, por ejemplo, en política fiscal.

En este contexto, podemos resaltar el buen comportamiento de crédito en grado de inversión, que, a las puertas de diciembre, se encuentra, respecto a los spreads de crédito, en mínimos de los últimos seis meses. No puede decirse lo mismo del universo *high yield* o del universo mercados emergentes, que en mayor o menor medida se ven erosionados por las incertidumbres, las disputas comerciales o los datos macroeconómicos.

Gráfico 2: Spreads de crédito de *high yield* y mercados emergentes



Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

Renta variable

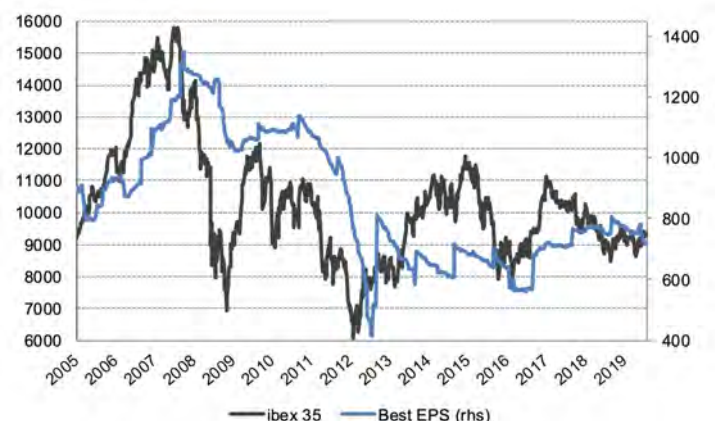
Esperando el rally de Navidad

Este noviembre, las principales bolsas a escala mundial han cerrado con subidas. La bolsa americana sigue conquistando nuevos máximos, con un aumento del índice de más del 3 %. En Europa, el Stoxx 600 (+2,7 %) ha ido a testear —sin llegar a superar— los máximos históricos alcanzados en 2015. Entrando más en detalle en el Viejo Continente, el CAC 40 ha sido el protagonista del mes, con una subida superior al 3 %, seguido por el Dax (+2,9 %) y, finalmente, el IBEX 35 (+1 %), que no acaba de arrancar.

Las últimas publicaciones de datos macroeconómicos están mostrando ligeras mejoras en algunos indicadores, lo que implica una recuperación del sentimiento del inversor, muy afectado por las tensiones crecientes relacionadas con la guerra comercial y por unos datos anteriores muy preocupantes que dejaban entrever una mayor ralentización de la economía mundial. En este sentido, creemos que el Gobierno americano y el chino, tarde o temprano, van a llegar a un acuerdo. De hecho, desde la última corrección de octubre las bolsas mundiales se han apoyado en el optimismo acerca de este acuerdo para alcanzar los máximos históricos.

Esta recuperación se ha detenido por el anuncio sorpresa de una nueva ronda de aranceles para China, Francia, Brasil y Argentina que afecta a toda una batería de productos. Por último, marcaremos en rojo en el calendario el 15 de diciembre, fecha clave para los inversores, ya que ese día el presidente Trump debería implementar las tarifas que tenía programadas, y en caso de no implementarlas o bien rebajarlas, podríamos ver el esperado *rally* de Navidad, que serviría como colofón a un ejercicio excepcional. En caso contrario, este *rally* no se materializaría tal y como ha ocurrido en años anteriores.

Gráfico 3: Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios



Fuente: Bloomberg y Morabanc Asset Management

Gerard Garcia, CEFA

gerard.garcia@morabanc.ad