

GENER 2020

MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

Editorial: Humberto I



Es diu que un 28 de juliol de 1900 el rei d'Itàlia, Humbert I, sopava en un restaurant a Monza. Quan el propietari va sortir a saludar-lo, tots els comensals van quedar sorpresos davant l'enorme semblança que tenia amb el rei.

No van trigar a descobrir que la semblança anava més enllà del físic: ambdós es deien Humbert, van néixer a Torí el mateix dia, es van casar el mateix dia amb dones que compartien nom (Margarida) i el dia de la coronació de l'un, l'altre inaugurava el seu restaurant.

Tan sorprès va quedar el rei que el va convidar a gaudir amb ell d'una competició que se celebrava l'endemà. Tanmateix, el seu alter ego va ser assassinat a trets el matí del 29. Mentre el rei expressava el seu pesar, Gaetano Bresci sorgia d'entre la multitud i assassinava el rei d'un tret.

Hauria estat possible salvar Humbert I després de conèixer la mort de l'hostaler?

L'S&P 500 ha tancat en positiu 61 anys des de 1927 (entorn del 66 % dels anys). En 18 ocasions ha tingut rendiments superiors al 25 % (gairebé el 30 % dels seus anys alcistes). L'any següent d'obtenir aquests rendiments, els rendiments han estat de prop del 6 % de mitjana, i han finalitzat en verd en prop del 66,5 % de les ocasions (és a dir, amb un rendiment més baix, però amb el mateix percentatge en positiu que un any de mitjana).

Un 16,5 % dels anys alcistes acabaven amb rendiments superiors al 28 % (28,8 % el 2019). L'any següent, de mitjana, obtenia rendiments superiors a l'11 % i tancava en positiu el 70 % de les ocasions.

Què ens diu tot això sobre el 2020?

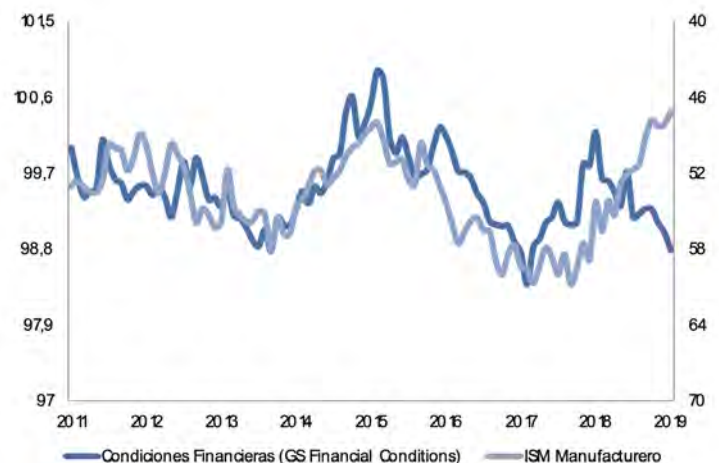
Res.

El 2019 ha estat bo, però no extremadament extraordinari quan el posem en el context de cent anys d'història. I no ens diu res suficientment rellevant com per extreure'n conclusions sobre el 2020.

Per poder fer-ho, hem d'acceptar dos fets: el primer, que hem de treballar amb les dades que tenim, i el segon, que, com repetim reiteradament (vegeu el Mercats i Estratègies del desembre de 2019), no és possible endevinar el futur.

Tampoc no és aquesta la nostra feina, sinó gestionar els riscos.

L'escenari actual sembla similar al de la fi de l'any passat. Hi ha suficients brots verds en els indicadors econòmics com per ser relativament optimista. Fins i tot als Estats Units, amb un ISM manufacturer descendent,



Font: Bloomberg y Morabanc Asset Management

hi ha lloc al dubte. Les condicions financeres semblen apuntar a repunts de l'activitat (vegeu el gràfic).

En aquest context, cal mantenir cert optimisme de cara al 2020. Sembla que un escenari de creixement positiu (encara que dinàmic) i inflació controlada permetrà que els bancs centrals mantinguin les seves polítiques expansives.

Tanmateix, el segon fet ens obliga a ser prudents. Les valoracions de les borses són molt ajustades, amb un quart trimestre recolzat per expansió de múltiples. Això, en un entorn d'extrema complaença, amb indicadors de sentiment com l'enquesta AAll en màxims des del primer trimestre de 2018. Aquesta complaença sembla excessiva quan es combina amb el notable increment de l'índex d'incertesa política (EPU en màxims des de la seva creació els anys noranta).

Per tant, malgrat mantenir una visió positiva respecte a la renda variable el 2020, pensem que la probabilitat que es produeixi un mercat baixista curt però intens en els propers 12 mesos s'ha incrementat. Per això, reduïm lleugerament el risc, sense sortir totalment del mercat: el cost de sortir del mercat abans d'hora és molt alt (vegeu el Mercats i Estratègies del novembre de 2019).

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

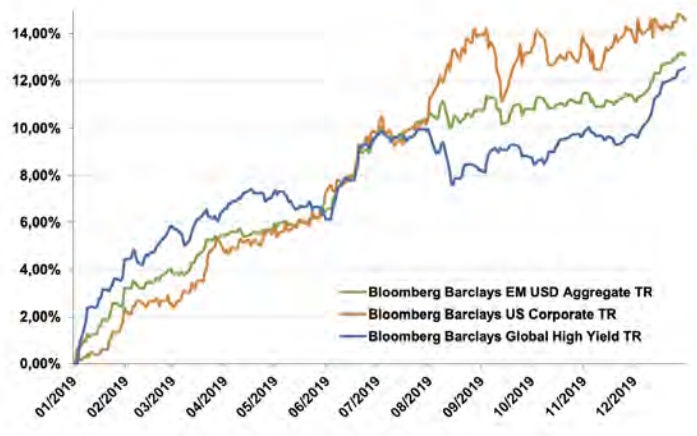
I després d'un any estel·lar en crèdit...?

En els últims 12 mesos, els principals índexs de crèdit i deute mundials han generat uns rendiments extremadament elevats. Així, per exemple, el crèdit corporatiu nord-americà finalitza el 2019 amb un +14,54 % (el segon més fort del mil·lenni, només superat pel +18,68 % del 2009).

El show mediàtic de les disputes comercials entre els EUA i la Xina, la degradació generalitzada de les dades macroeconòmiques mundials o la incapacitat dels dirigents polítics per aconseguir normalitzar el malestar i la crispació social han estat alguns dels símptomes més preocupants durant l'any passat que no han estat capaços de fer descarrillar el rally alcista dels mercats internacionals. Per bé que és cert que els principals bancs centrals han exercit un suport rellevant mantenint laxes les seves polítiques monetàries (a tall d'exemple, la Fed va rebaixar els tipus tres vegades durant l'any), també són destacables les conclusions de les últimes actes, en què adverteix que el seu escenari central de tipus serà difícil de moure, tant a l'alça com a la baixa, els propers mesos/trimestres. Així doncs, iniciarem el 2020 amb:

- uns tipus d'interès mundials significativament més baixos que el 2019,
- una capacitat per combatre «inesperats» per part dels bancs centrals més erosionada,
- i un degoteig de símptomes preocupants pendents de ser solucionats.

En aquest context, no redescobrirem el món. Diversificació, paciència i cautela semblarien ser conceptes molt més importants en aquest nou any que comença del que van ser en l'anterior.



Gràfic 1. Principals índexs de crèdit mundials

Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

2019: Un any per emmarcar

Els principals índexs borsaris han acabat l'any en màxims anuals i, en alguns casos, en màxims històrics. L'SP 500 (+31,4 %) porta anys de pujada lliure, l'Stoxx 600 (+23,2 %) iguala els seus màxims històrics, el Dax (+24,5 %) segueix la mateixa tònica que l'Stoxx 600, el CAC 40 (+26,4 %) es queda a un 15 % dels seus màxims històrics de l'any 2000 i, finalment, l'IBEX 35 (+11,8 %) destaca com un dels pitjors índexs europeus d'aquest últim any i segueix encara un 40 % per sota dels màxims del 2007. A excepció d'aquest darrer, amb aquests impressionants rendiments, es pot dir que el 2019 ha estat un any per emmarcar. En aquest sentit, m'agradaria destacar que bona part del gran comportament dels índexs de renda variable ve explicat per la tremenda pujada dels valors del segment growth en detriment dels valors del segment value. Aquest diferencial, tant de rendiment com de valoració, que s'ha anat forjant durant els últims anys es pot veure reflectit clarament en els índexs factorials. A Europa, l'MSCI Europe Value té un rendiment anual del +14 %, molt per sota de l'MSCI Europe Growth, amb un +30 %, i cotitzen a un múltiple P/E 2020 d'11,4x i 20,6x, respectivament. Per la banda nord-americana, més del mateix: l'MSCI USA Value (+27 %) està per sota de l'MSCI USA Growth (+40 %) i cotitzen a un P/E 2020 de 14,9x i 24,8x, respectivament. Creiem que aquests diferencials de valoració i rendiments són insostenibles (gràfic 1) i no haurien de perdurar molt més en el temps, per la qual cosa pensem que hi hauria d'haver una rotació del segment growth cap al value, en què el quid de la qüestió sempre és: en quin moment passarà?



Gràfic 2: Relatiu de l'MSCI Europe Value davant l'MSCI Europe Growth

Gerard Garcia, CEFA

gerard.garcia@morabanc.ad