

JUNIO 2019

# MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

## ¿Es tarde para tomar decisiones?



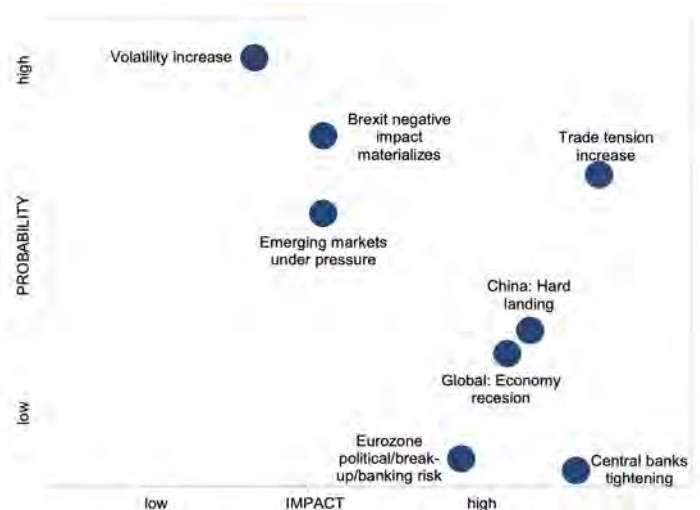
Comenzábamos nuestro *Mercados y Estrategias* del pasado mayo asegurando que, «después de la notable recuperación de los activos de riesgo este año y en un contexto de alta incertidumbre, es momento de tomar decisiones». Sin entrar a valorar el oportuno (y anecdótico) acierto en el *timing*, cabe preguntarse: ¿Se me pasó el momento?

La respuesta es sencilla: no es que ahora sea tarde, es que es más caro. No se pasó el momento, pero incrementó su coste. Tomar decisiones hoy es más caro porque, en caso de decidir reducir riesgo, los precios son peores. Además, si reducimos riesgo y se produce un rebote, nos lo perdemos.

Sí es tarde para diversificar. El incremento de la correlación entre activos cuando el apetito por el riesgo decrece es un hecho comprobado. Por eso los beneficios de la diversificación solo son evidentes en plazos largos. De cara a mantener el perfil de riesgo (y poder dormir por las noches), la única estrategia que funciona en caídas es reducir posiciones. Por supuesto, esto no implica vender indiscriminadamente, sino reducir aquellos activos de la cartera con valoraciones más elevadas o los que no hayan funcionado como esperábamos. Esto tiene la ventaja de aumentar nuestra liquidez para aprovechar las oportunidades que aparecerán en este entorno.

Parece que lo más probable es que la corrección se mantenga, al menos en el corto plazo. Aún no estamos viendo indicadores de salidas de flujos o de sentimiento mostrando signos extremos de pánico (como los del pasado diciembre, por ejemplo). Y sí vemos cierta debilidad en algunos indicadores, como el deterioro de los adelantados (PMI), el aplanamiento de la curva de tipos de interés (que suele adelantar un incremento de la volatilidad), los resultados de las compañías de semiconductores (que suelen adelantar los del resto) o la estacionalidad negativa, entre otros factores. Técnicamente, la zona de 2.750 del S&P 500 es muy relevante y, de cederla, no habría otro soporte importante hasta el entorno de los 2.650.

En todo caso, la principal duda es si esta corrección se desarrollará en precio o en tiempo. Sobre todo, teniendo en cuenta que podría producirse una notable mejora de las expectativas por temas políticos. Como hemos afirmado muchas veces, es muy complicado tratar de averiguar cómo se desarrollarán los temas económicos, pero los políticos es sencillamente imposible.



Por eso, en este contexto, mantenemos una posición táctica neutral (y no bajista) en renta variable, entendiendo las caídas hasta niveles relevantes como oportunidades de compra. Pensamos que incluso la actual ralentización económica es propia de una fase final de ciclo, y dentro de esta cabe aún un movimiento al alza de la renta variable.

Además, los principales índices siguen siendo estructuralmente alcistas. Pero, sobre todo, no entendemos que sea interesante asumir el riesgo de que se produzca un rebote relevante y nos quedemos fuera del mismo, teniendo como tenemos una visión positiva para la renta variable desde un punto de vista estratégico.

Aunque en mercados como el actual sea imposible no sentir miedo, sí es posible no tomar decisiones solo sobre la base de esta emoción. Es momento, por lo tanto, de tratar de mantener la calma, realizar cambios con la cabeza, dado su alto coste, y sentarse a releer clásicos, por ejemplo, André Kostolany, que aseguraba que «en la bolsa, con frecuencia, hay que cerrar los ojos para ver mejor».

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

## Renta fija

# Tipos de interés: bajo la línea de flotación, y hundiéndose...

El segundo trimestre del año no está dejando a nadie indiferente, tampoco. La continuación de una mala macro, junto con la falta de progreso por el lado de geopolítica/relaciones comerciales, enrarece el panorama, inyectando nuevamente miedo en el mercado y favoreciendo un reiterado hundimiento de los tipos *core* mundiales (tabla adjunta). El bund a diez años marca su mínimo histórico absoluto, alcanzando el -0,20 %, mientras las principales geografías europeas marcan nuevos mínimos en los tramos intermedios y cortos. A doce meses vista, el mercado descuenta en más de un 50 % de probabilidad un escenario que baraja entre tres y cuatro bajadas de tipos en USA, mientras que los economistas no esperan una estabilización de la economía americana hasta entrado el 2020.

Con este caldo de cultivo previo, no nos sorprenden los momentos *flight-to-quality* que hemos ido observando durante el trimestre. El crédito internacional en grado de inversión amplía diferenciales, mientras que activos de mayor riesgo, como *high yield* o mercados emergentes, acucian la incertidumbre con mayores ampliaciones, especialmente aquellas geografías en disputas comerciales/arancelarias con USA. Pese a todo, el crédito acumula rendimientos interanuales importantes todavía: crédito IG, +5 %; emergentes, +6,5 %; *high yield*, +6 %.

Así pues, la cautela durante el año - ahora sí - parece asegurada mientras no se esclarezcan importantes dudas que el mercado está poniendo en precio.

Sovereign Yields							
May 31st, 2019	2 Years	3 Years	5 Years	7 Years	10 Years	15 Years	30 Years
Switzerland	-0,89%	-0,87%	-0,84%	-0,71%	-0,50%	-0,24%	0,02%
Japan	-0,18%	-0,20%	-0,20%	-0,21%	-0,11%	0,09%	0,45%
Germany	-0,88%	-0,89%	-0,58%	-0,47%	-0,20%	0,04%	0,44%
Austria	-0,82%	-0,55%	-0,36%	-0,15%	0,11%	0,48%	0,89%
Denmark	-0,70%	-0,66%	-0,59%		-0,11%		
Sweden	-0,59%		-0,45%		0,10%	0,28%	
Netherlands	-0,85%	-0,67%	-0,55%	-0,29%	-0,01%	0,16%	0,48%
Finland	-0,82%	-0,62%	-0,47%	-0,29%	0,03%	0,42%	0,72%
Belgium	-0,59%	-0,55%	-0,28%	-0,07%	0,30%	0,70%	1,36%
France	-0,62%	-0,57%	-0,39%	-0,15%	0,22%	0,63%	1,27%
Ireland		-0,40%	-0,26%	0,04%	0,43%	0,82%	1,44%
Spain	-0,37%	-0,29%	0,02%	0,31%	0,76%	1,36%	1,92%
Italy	0,74%	1,39%	1,76%	2,21%	2,72%	3,12%	3,58%
Canada	1,52%	1,48%	1,44%	1,50%	1,55%		1,80%
Norway	1,24%		1,31%	1,39%	1,58%		
United Kingdom	0,58%	0,55%	0,62%	0,69%	0,86%	1,20%	1,46%
United States	2,00%	1,95%	1,86%	2,06%	2,16%		2,61%
Singapore	1,91%		1,90%		2,07%	2,30%	2,55%
Australia	1,11%	1,10%	1,16%	1,30%	1,46%	1,71%	

Gráfico 1. Tabla de rendimientos de las principales deudas soberanas

Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

## Renta variable

# Un sell in May en toda regla...

Este mayo se recordará por el sell-off global vivido en los mercados de renta variable: 5,2 % el MSCI World; -5,2 % el SP 500, y -5,3 % el Stoxx 600, a la hora que escribía esta nota (gráfico) a raíz del aumento de las tensiones entre USA y China por la guerra comercial. En este sentido, cualquier aplazamiento de una posible resolución del conflicto puede seguir pesando, y más aún con unos datos macroeconómicos que no acaban de recuperar. Tal y como pasó a finales del año pasado, se ha visto un castigo extra en los sectores más cíclicos, después de que algunas compañías empiecen a ajustar ligeramente sus previsiones a la baja para el resto del periodo. Por otro lado, seguimos considerando estos niveles de mercado muy atractivos, ya que los múltiplos a los que cotizan muchas compañías están muy por debajo de sus medias históricas, sobre todo en los valores más cíclicos, al estimarse unos crecimientos más contenidos por la incertidumbre económica actual. Al final, el *sell in May* se ha cumplido en toda regla. Ahora, esperemos que el conflicto chino-americano llegue pronto a un acuerdo, rebote el mercado, mejore el sentimiento y los inversores no acaben de cumplir con el dicho (*and go away...*).

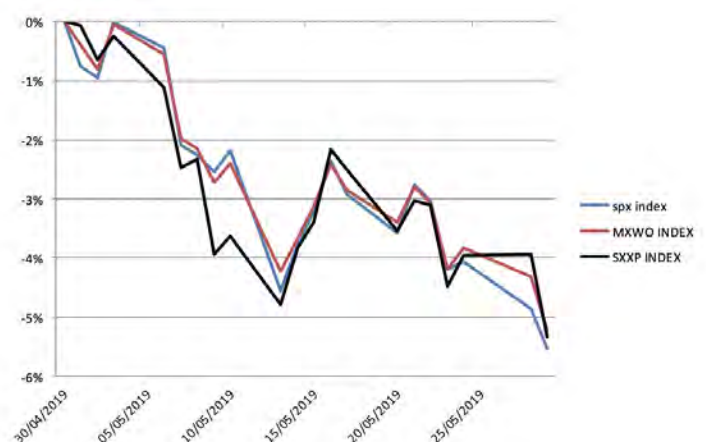


Gráfico 2. Evolución del MSCI World, SP 500 y Stoxx 600 en mayo de 2019

Gerard Garcia, CEFA - Equity Fund Manager

gerard.garcia@morabanc.ad