

JUNY 2019

MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

És tard per prendre decisions?



Començàvem el nostre *Mercats i Estratègies* del maig passat assegurant que, «després de la notable recuperació dels actius de risc aquest any i en un context d'alta incertesa, és moment de prendre decisions». Sense entrar a valorar l'encert oportú (i anecdòtic) en el *timing*, cal preguntar-se: Em va passar el moment?

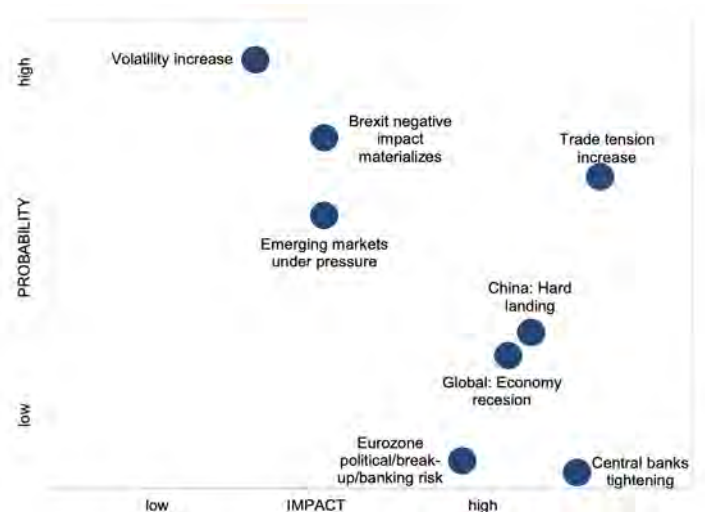
La resposta és senzilla: no és que ara sigui tard, és que és més car. No es va passar el moment, però en va incrementar el cost. Prendre decisions avui és més car perquè, en cas de decidir reduir risc, els preus són pitjors. A més, si reduïm risc i es produeix un rebot, ens el perdem.

Sí és tard per diversificar. L'increment de la correlació entre actius quan l'apetit pel risc decreix és un fet comprovat. Per això els beneficis de la diversificació només són evidents en terminis llargs. De cara a mantenir el perfil de risc (i poder dormir a les nits), l'única estratègia que funciona en les caigudes és reduir les posicions. Per descomptat, això no implica vendre indiscriminadament, sinó reduir els actius de la cartera amb valoracions més elevades o els que no hagin funcionat com esperàvem. Això té l'avantatge d'augmentar la nostra liquiditat per aprofitar les oportunitats que apareixeran en aquest entorn.

Sembla que el més probable és que la correcció es mantingui, almenys en el curt termini. Encara no estem veient indicadors de sortides de fluxos o de sentiment que mostrin signes extrems de pànic (com els del desembre passat, per exemple). I sí veiem certa debilitat en alguns indicadors, com el deteriorament dels avançats (PMI), l'aplanament de la corba de tipus d'interès (que sol avançar un increment de la volatilitat), els resultats de les companyies de semiconductors (que solen avançar els de la resta) o l'estacionalitat negativa, entre altres factors. Tècnicament, la zona de 2.750 de l'S&P 500 és molt rellevant i, en cas de cedir-la, no hi hauria un altre suport important fins a l'entorn dels 2.650.

En qualsevol cas, el principal dubte és si aquesta correcció es durà a terme en preu o en temps. Sobretot, tenint en compte que es podria produir una notable millora de les expectatives per temes polítics. Com hem afirmat moltes vegades, és molt complicat intentar esbrinar com es desenvoluparan els temes econòmics, però els polítics és senzillament impossible.

Per això, en aquest context, mantenim una posició tàctica neutral (i no baixista) en renda variable, entenen les caigudes fins a nivells rellevants com a oportunitats de compra. Pensem que fins i tot l'actual



alentiment econòmic és propi d'una fase final de cicle, i dins aquesta, encara hi cap un moviment a l'alça de la renda variable. A més, els principals índexs continuen essent estructuralment alcistes. Però, sobretot, no entenem que sigui interessant assumir el risc que es produeixi un rebot rellevant i ens en quedem fora, tenint com tenim una visió positiva per a la renda variable des d'un punt de vista estratègic.

Encara que en mercats com l'actual sigui impossible no sentir por, sí és possible no prendre decisions només sobre la base d'aquesta emoció. És moment, per tant, d'intentar mantenir la calma, fer canvis amb el cap, atès el seu alt cost, i seure a rellegir clàssics, per exemple, André Kostolany, que assegurava que «en la borsa, sovint, cal tancar els ulls per veure-hi millor».

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

Renda fixa

Tipus d'interès: sota la línia de flotació, i enfonsant-se...

El segon trimestre de l'any no està deixant ningú indiferent, tampoc. La continuació d'una mala macro, juntament amb la falta de progrés pel costat de geopolítica/relacions comercials, enrareix el panorama, injectant por novament en el mercat i afavorint un enfonsament reiterat dels tipus *core* mundials (taula adjunta). El bund a deu anys marca el seu mínim històric absolut, assolint el -0,20 %, mentre les principals geografies europees marquen nous mínims en els trams intermedis i curts. A dotze mesos vista, el mercat descompta en més d'un 50 % de probabilitat un escenari que estudia

entre tres i quatre baixades de tipus als EUA, mentre que els economistes no esperen una estabilització de l'economia nord-americana fins ben entrat el 2020. Amb aquest brou de cultiu previ, no ens sorprenen els moments *flight-to-quality* que hem anat observant durant el trimestre. El crèdit internacional en grau d'inversió amplia diferencials, mentre que actius de més risc, com *high yield* o mercats emergents, acuiten la incertesa amb ampliacions més grans, especialment aquelles geografies en disputes comercials/aranzelàries amb els EUA. Malgrat tot, el crèdit acumula rendiments interanuals importants encara: crèdit IG, +5 %; emergents, +6,5 %; *high yield*, +6 %.

Així doncs, la cautela durant l'any - ara sí - sembla assegurada mentre no s'aclearixin dubtes importants que el mercat està posant en preu.

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	-0,68%	-0,69%	-0,58%	-0,47%	-0,20%	0,04%	0,44%
Austria	-0,62%	-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	-0,65%	-0,67%	-0,55%	-0,29%	-0,01%	0,16%	0,48%
Finland	-0,62%	-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	1,62%	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%	1,96%	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%	1,48%	1,71%	

Gràfic 1. Taula de rendiments dels principals deutes sobirans

Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

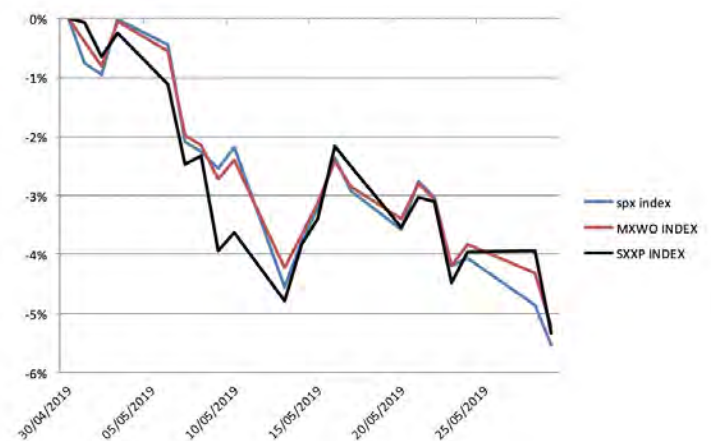
Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad

Renda variable

Un sell in May en tota regla...

Aquest maig es recordarà pel *sell-off* global viscut en els mercats de renda variable: -5,2 % l'MSCI World; -5,2 % l'SP 500, i -5,3 % l'Stoxx 600, a l'hora que escrivia aquesta nota (gràfic) arran de l'augment de les tensions entre els EUA i la Xina per la guerra comercial. En aquest sentit, qualsevol ajornament d'una possible resolució del conflicte pot seguir pesant, i més encara amb unes dades macroeconòmiques que no acaben de recuperar. Tal com va passar a la fi de l'any passat, s'ha vist un càstig extra en els sectors més cíclics, després que algunes companyies comencin a ajustar lleugerament les seves previsions a la baixa per a la resta del període. D'altra banda, seguim considerant aquests nivells de mercat molt atractius, ja que els múltiples a què cotitzen moltes companyies estan molt per sota de les seves mitjanes històriques, sobretot en els valors més cíclics, en estimar-se uns creixements més continguts per la incertesa econòmica actual. Al final, el *sell in May* s'ha complert en tota regla. Ara, esperem que el conflicte xinès-nord-americà arribi aviat a un acord, reboti el mercat, millori el sentiment i els inversors no acabin de complir amb la dita (*and go away...*).



Gràfic 2. Evolució de l'MSCI World, SP 500 i Stoxx 600 el maig de 2019

Gerard Garcia, CEFA - Equity Fund Manager

gerard.garcia@morabanc.ad