

NOVEMBRE 2019

# MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

## Aquest any està essent excepcional?



La renda variable nord-americana està novament en màxims històrics, i a escala global enguany és estrany l'índex que no presenta rendibilitats per sobre del 15 %. I la renda fixa no es queda enrere. Els índexs de deute emergents o d'alt rendiment (*high yield*) ja superen el 10 %, i els agregats tenen rendibilitats per sobre del 5 %. Un any excepcional. O no?

Si estàs pensant que sí, ets presa d'una trampa mental coneguda com el «biaix de memòria recent» (*recency bias*). Està demostrat que els inversors donem molta més importància a l'experiència personal que a l'estadística. I la memòria dona més importància als fets més pròxims en el temps i als que han suposat una experiència més emocional. El mercat baixista de la fi del 2018 encara pesa sobre les nostres ments.

El cert és que, des dels anys vuitanta, la renda variable ha arribat al novembre amb rendiments superiors al 15 % en un 40 % de les ocasions. Respecte als índexs de renda fixa global agregada en EUR, han tancat l'octubre amb rendiments per sobre del 5 % més de la meitat dels anys. I, generalment, rendiments com els actuals han anat seguits de rendiments positius els 12 mesos següents la majoria dels anys.

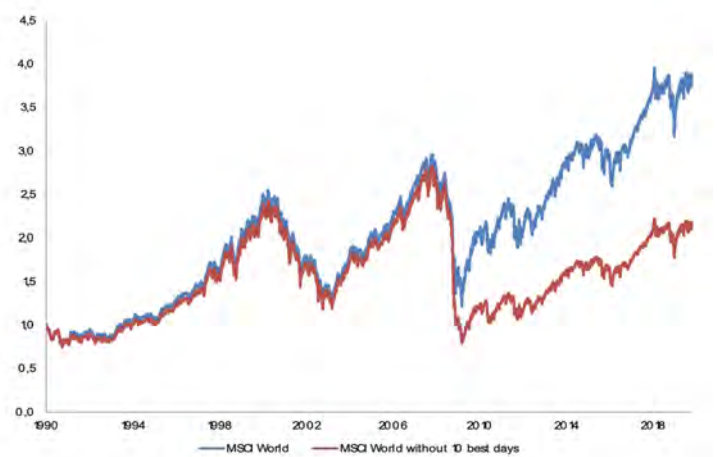
Per tant, ni està essent un any excepcional ni aquest mercat alcista morirà de vell. Aquesta és una lliçó que hauríem d'haver après des del 2009: els mercats alcistes no s'acaben pel pas del temps.

Però sí moren en entorns de debilitat macro. I els indicadors mostren que la probabilitat d'una recessió en els propers 12 mesos s'ha incrementat. Aquesta sí que podria ser una raó per reduir lleugerament l'exposició a actius de risc.

La renda fixa també està descomptant un escenari molt diferent del de la renda variable, més en línia amb la macro. Com solem recordar, el moment de prendre decisions hauria de ser amb els mercats en màxims. Si no ho fem nosaltres, ens hi podria obligar el mateix mercat durant les caigudes.

Dit això, no sembla moment per ser excessivament agressiu reduint risc en les carteres. Diferents mètodes de valoració relativa entre renda variable i bons (*earnings yield gap*, *dividend yield*, etc.) mostren que no sembla que la renda variable estigui extremadament cara en relatiu.

Tampoc no podem parlar d'eufòria en renda variable, per bé que el sentiment ha millorat. I no podem parlar de valoracions extremes en termes absoluts, encara que són força ajustades des d'un punt de vista històric.



Font: Bloomberg i Morabanc Asset Management

Sabem que les borses, i en general els actius de risc més alt, en un entorn recessiu tendeixen a comportar-se relativament pitjor que quan l'economia accelera, però la història també ens ha demostrat que, abans que es produeixin les caigudes de renda variable, tenen lloc diversos «falsos positius».

Estar fora del mercat pot ser car. Ho és perquè, si et perds els millors dies en borsa, el rendiment final pot ser molt diferent (un inversor de renda variable global que s'hagi perdut els 10 millors dies des del 1990 hauria tingut al voltant d'un 50 % menys de rendiment que un senzill *buy and hold*). A més, molts estudis (per exemple, Barber i Odean el 2000) mostren que com més gran és la rotació dels comptes, més baix és el seu rendiment (inclòs l'efecte de les comissions).

Com en una partida d'escacs: moure una peça per moure-la, encara que sigui un peó, sense tenir una estratègia al pensament, sol portar a perdre la partida.

Per tant, sembla que val la pena esperar de forma activa i buscar senyals en aquest encreuament de camins (vegeu *Mercats i Estratègies*, octubre 2019) que ens permetin de prendre una decisió quan es presenti l'oportunitat.

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

# Les presidencials dels EUA ja són aquí

Cada vegada queda menys per acabar l'any i, com és lògic, és menys el temps restant per assolir els nivells objectiu en les previsions fetes per a molts dels actius i centrar-nos en quines rendibilitats podem esperar per al 2020. La setmana passada, fent balanç del que s'havia viscut, ressaltàvem que els mercats de divises no han gaudit de «tanta tranquil·litat» com les borses si utilitzem com a eina de mesura la caiguda relativa en la volatilitat implícita de mercat. En aquell exercici de reflexió, vam arribar a la conclusió que els principals encreuaments de divises a futur han deixat de ressaltar com a dates assenyalades les reunions dels principals bancs centrals i ens diuen que les eleccions als EUA són El Catalitzador (aquesta és la idea que intentem mostrar en el gràfic adjunt). En les últimes sessions, s'ha produït una divergència en el preu del risc implícit en les opcions per a EUR/USD entre els terminis a curt i l'any, cosa que ha resultat en un encariment relatiu d'aquelles «apostes» amb venciment el novembre del 2020. La veritat és que la història sembla repetir-se i els nivells assolits són molt semblants als que al seu dia vam veure prèviament a les *midterm* del 2014, en què Obama va experimentar allò que el mercat temia i li va representar una pèrdua de poder en les dues cambres. Tots nosaltres recordem què és el que va succeir posteriorment, amb moviments pròxims al 20% del bitllet verd, i no és un fet aïllat, ja que històricament aquests repunts han anat acompanyats de moviments significatius. Realment és difícil pensar que estarem en aquests nivells durant els propers 11 mesos, i la idea que cal traslladar és la importància de tot el que viurem l'any vinent per a les nostres carteres, ja que es preveu que hi haurà «sarau».

Finalment, voldria llançar una oda al mercat en què un opera, arran de les iniciatives dels reguladors per reforçar el seguiment de la liquiditat de carteres. Cal destacar que el mercat de divises té aproximadament un *turnover* diari de 6 *trillion* d'USD (BIS 2019), les operacions al comptat són quatre vegades superiors a les del mercat de treasuries nord-americà, gaudeix d'estrets *bid offer spreads* i històricament no ha mostrat disrupció en esdeveniments de mercat, és per això que animo tots els inversors a aprofundir en aquest mercat per millorar la liquiditat i gaudir de l'anhelada diversificació en les seves carteres.



**David Azcona, CFA**  
david.azcona@morabanc.ad

## Renda variable

# Fortalesa en els mercats

Aquest octubre s'ha caracteritzat per unes pujades generalitzades en tots els mercats. S'han cristal·litzat nous màxims històrics en la borsa nord-americana, amb un S&P 500 que ha aconseguit un +2% d'apreciació durant el mes. A Europa també s'ha mantingut aquesta bona tònica, amb un Eurostoxx 50 a +1%, però sense els màxims històrics, és clar. Destaca en particular la borsa alemanya, amb un Dax a +3,7%. A l'altra cara de la moneda ens trobem amb un IBEX 35 que s'ha quedat amb una pujada del +0,10% (per dir alguna cosa amb això de «pujada»). És molt clar que Espanya fa molt de temps que està fora del radar dels inversors, malgrat que tenim unes dinàmiques millors amb un creixement econòmic del doble que l'europeu des de fa més de tres anys.

Segons els experts, l'IBEX 35 té una composició sectorial molt esbiaixada a bancs amb un 26%, després de les fortes baixades que han patit aquests últims anys tant en preu com en valoració. És un dels principals factors que ha llastat l'índex des de fa alguns anys i no té l'aire de millorar, ja que sembla que allò raonable, segons diuen, és que els negocis bancaris siguin cada vegada menys rendibles i amb un palanquejament més baix, a causa de les exigències de capital per part del regulador. Tot això, juntament amb el pes elevat en comunicacions de l'11%, en què cal destacar el pobre comportament de Telefónica, que està en mínims de preu i valoració també. En altres paraules, l'índex té un pes massa elevat en sectors oblidats, aliens als famosos fluxos d'inversió per part dels inversors cap a *momentum* i *quality* d'aquests últims anys. Però, com ja sabem, no hi ha res que duri eternament, i menys en els mercats, amb la qual cosa sembla raonable pensar que, en

un entorn normalitzat i amb els beneficis recuperant, puguem veure per fi que la borsa espanyola recuperi el terreny perdut contra els seus homòlegs europeus. I si comença el mes que ve, doncs, aprofitant que se celebra el Dia d'Acció de Gràcies, donarem les gràcies corresponents.



Gràfic 2: Evolució de l'IBEX 35 davant els seus beneficis

**Xavier Torres, CEFA**  
xavier.torres@morabanc.ad