

OCTUBRE 2019

# MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

## La paradoja de Ellsberg



En una bolsa hay 90 bolas, 30 rojas y 60 amarillas o negras. Extraemos una bola al azar. ¿Qué prefieres? A) recibir 100 EUR si es roja o nada si es de otro color, o B) recibir 100 EUR si es negra o nada si es de otro color. Normalmente se suele optar por la A. Empecemos de cero: elige entre C) recibir 100 EUR si la bola es roja o amarilla y nada si es de otro color, o D) recibir 100 EUR si sale una bola negra o amarilla y nada si es de otro color. En este caso, se suele elegir la opción D. Y, es curioso, porque aceptar la opción A está en clara contradicción con aceptar la D.

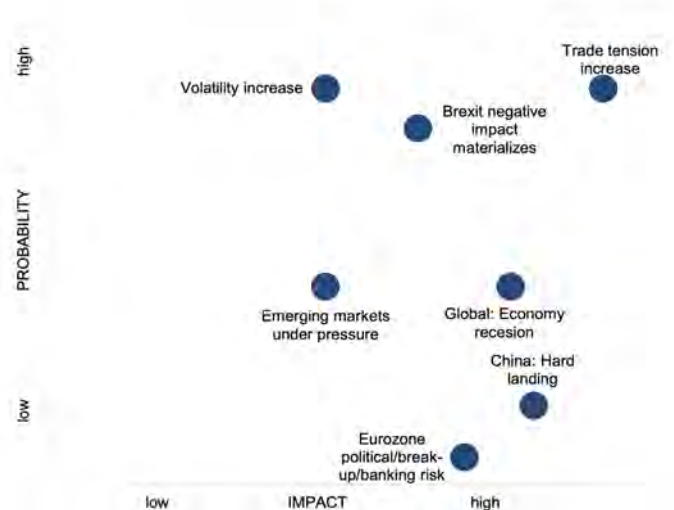
Me explico: si eliges la A, piensas que la bolsa contiene más bolas rojas que negras. Preferirás la C si crees que hay más bolas rojas o amarillas que negras o amarillas. Si sacar una bola roja es más probable que sacar una bola negra, sacar una bola roja o amarilla también es más probable que sacar una bola negra o amarilla; si prefieres la opción A a la B, ¡también prefieres la C sobre la D!

Esta contradicción se conoce como la *paradoja de Ellsberg*. Prueba un fenómeno conocido como el sesgo de aversión a la ambigüedad: preferimos una distribución conocida que una que no conocemos. Es decir, más vale malo conocido que bueno por conocer.

Si aceptar el riesgo supone invertir con una distribución conocida, aceptamos incertidumbre cuando la distribución no es conocida. Los inversores solemos odiar más la incertidumbre que el riesgo. Pero, en este momento de mercado, la incertidumbre es máxima. Por un lado, los indicadores macro muestran una desaceleración. Nuestro escenario central sigue siendo de recuperación, pero no podemos obviar el significativo incremento de la probabilidad de que se dé una recesión en los próximos doce meses. Por otro lado, el giro de la política monetaria debería empezar a notarse en este último trimestre, como muestran algunos indicadores adelantados, y los índices de sorpresas económicas han rebotado desde los mínimos de julio.

Por tanto, nos ceñimos al plan: no cambiamos la estrategia, entendiendo que este último trimestre nos dará pistas de cara a posicionar la cartera para el futuro.

Por clase de activo, la renta variable ofrece el potencial rentabilidad-riesgo más atractivo. A pesar de unas valoraciones ajustadas, no son extremas y el sentimiento es mixto. Además, el apoyo de los bancos centrales debería



ser un catalizador. Tácticamente, vemos valor en la eurozona y en el mercado ibérico, dada la resistencia de la economía y unas valoraciones atractivas.

En renta fija, los *spreads* de crédito nos parecen ajustados y el potencial rentabilidad-riesgo, inferior. Preferimos inversiones con mayor *yield* (emergente, *high yield*, etc.), respetando los límites de riesgo que imponga nuestro perfil, e infraponderamos la deuda gubernamental.

Vemos valor en añadir pequeñas posiciones en activos reales, como inmobiliarias cotizadas; nos mantenemos neutrales en las idas y venidas del petróleo y respecto a la divisa, y seguimos pensando que el EUR se revalorizará.

Aceptamos, por tanto, la incertidumbre manteniéndonos invertidos. Pero no damos la espalda a la realidad: también nos ajustamos al perfil con el que nos sentimos más cómodos, construimos coberturas en los momentos de incremento del sentimiento positivo y, sobre todo, nos mantenemos alerta y dispuestos a actuar en caso de que las condiciones cambien.

Tomás V. García-Purriños, CFA - CAIA

tomas.garcia@morabanc.ad

Divisa

# Mínimos del año

Comenzamos el mes de octubre con un EUR en mínimos del año y con muchos frentes abiertos en el corto plazo. ¿Tirar la toalla y unirse al *momentum*? En cuanto a fundamentales, y a la espera de la publicación de datos macro de relevancia a escala mundial, podemos hablar de mejor resistencia por parte de la economía norteamericana. Ciertos países de la zona euro podrían haber entrado en recesión técnica, y los niveles de inflación parecen flojear más de lo esperado en el Viejo Continente. Si a esto le sumamos la negativa por parte del presidente de la Reserva Federal a entrar en una dinámica continuada de bajada de tipos, la divergencia de panoramas nos debería hacer comprar el billete verde a todas luces.

No obstante, tenemos una serie de factores técnico-políticos que todos estamos esperando y que históricamente han tardado en afectar al mercado. Como apuntábamos meses atrás, el precio se genera por fuerzas de oferta y demanda. Dejando a un lado esta última, por el lado de la oferta no sabemos a qué espera una Fed reactiva para aumentar su balance «dando más dólares al mercado». Lo ha comunicado externamente, lo ha aprobado en su foro interno y puede que le cueste más de un susto, como el vivido recientemente en los mercados monetarios con las grandes subidas en los tipos repo. Todo esto pone a prueba sus cálculos del colchón de liquidez que necesita la economía y debe conllevar el aumento de reservas. Sin entrar en más tecnicismos, el «helicóptero de oferta» debe ser el principal catalizador que veamos en los próximos meses. Y más teniendo el jefe de Gobierno que acaba de conocer el peor dato de ISM manufacturero de los últimos diez años y no tardará en tildar de «sin sentido» la actual manera de

proceder. Esto, tal y como se puede ver gráficamente, terminaría por debilitar el dólar, que, según los modelos, podría estar sobrevalorado en más de un 5 %.

Sin hacer de menos a la fuerza de la demanda, también deberemos ver cómo se resuelve en el próximo trimestre el *brexit*, el cambio regulatorio en los planes de pensiones japoneses, la volatilidad de las *commodities* y una serie de catalizadores que, a nuestro entender, deberían estar en segundo plano.



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

Renta variable

# Los mercados se toman un respiro

Este septiembre se han revertido parte de los descensos del verano. Si analizamos los principales mercados, vemos que las subidas han sido generalizadas. Destacamos en general Europa, con el EuroStoxx 50 en +4,2 %, y en particular, España, con un IBEX 35 que rebota un +4,9 %, e Italia, un +3,7 %, como los más destacados. El mercado estadounidense ha subido con menor fuerza, con un S&P 500 que suma un +1,7 %. Y todo esto en un contexto de curvas invertidas, como es el caso de la norteamericana, en la que el bono del Tesoro a diez años está por debajo del de dos años. Esto, en teoría, vaticina una recesión a futuro, y lo cierto es que ya hay muchas acciones que lo están descontando en sus valoraciones, en concreto, en los sectores más ligados al ciclo. Pero el desestabilizador más importante que seguimos teniendo es el *brexit*, que genera confusión e indecisión en los mercados. Y para rematar, seguimos sin un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China a un año de las próximas elecciones norteamericanas y con claros síntomas de desaceleración económica en ambos países. Además, las políticas ultraexpansivas de los bancos centrales siguen distorsionando el comportamiento de los mercados. Parece que no tienen fin, y más tras los datos de indicadores adelantados en mínimos de hace años. Todos estos acontecimientos nos han llevado a una brecha histórica entre *value* y *growth*. Pensamos que el mercado volverá a mirar la valoración de las empresas y revertirá en favor del *value*. En el momento que mejoren los indicadores macro

y se reduzcan los estímulos, estar invertido en empresas con valoraciones bajas es la mejor opción para estar protegido ante la vuelta a la normalidad.



Gráfico 2: Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

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