

OCTUBRE 2019

# MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

## La paradoxa d'Ellsberg



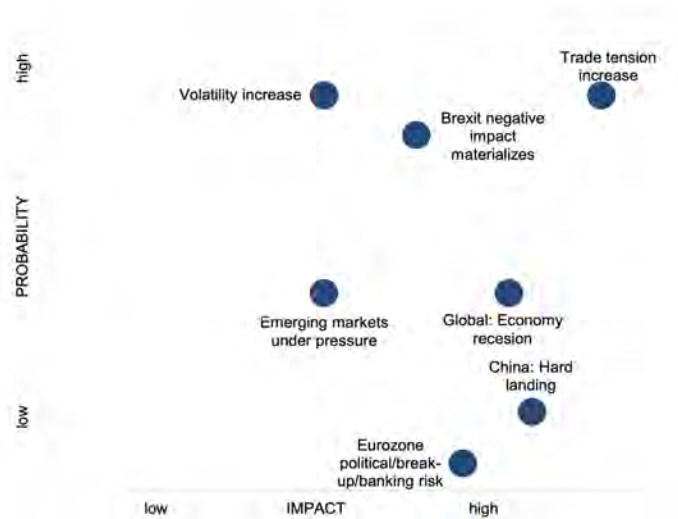
En una bossa hi ha 90 boles, 30 de vermelles i 60 de grogues o negres. N'extraïem una a l'atzar. Què t'estimes més? A) rebre 100 EUR si és vermella o res si és d'un altre color, o B) rebre 100 EUR si és negra o res si és d'un altre color. Normalment se sol optar per la A. Comencem de zero: tria entre C) rebre 100 EUR si la bola és vermella o groga i res si és d'un altre color, o D) rebre 100 EUR si surt una bola negra o groga i res si és d'un altre color. En aquest cas, se sol triar l'opció D. I, és curiós, perquè acceptar l'opció A està en clara contradicció amb acceptar la D.

M'explico: si tries la A, penses que la bossa conté més boles vermelles que negres. Preferiràs la C si creus que hi ha més boles vermelles o grogues que negres o grogues. Si treure una bola vermella és més probable que treure una bola negra, treure una bola vermella o groga també és més probable que treure una bola negra o groga; si prefereixes l'opció A a la B, també prefereixes la C sobre la D!

Aquesta contradicció es coneix com la *paradoxa d'Ellsberg*. Prova un fenomen conegut com el biaix d'aversion a l'ambigüitat: preferim una distribució coneguda que una que no coneixem. És a dir, val més boig conegut que savi per conèixer.

Si acceptar el risc suposa invertir amb una distribució coneguda, acceptem incertesa quan la distribució no és coneguda. Els inversors solem odiar més la incertesa que el risc. Però, en aquest moment de mercat, la incertesa és màxima. D'una banda, els indicadors macro mostren una desacceleració. El nostre escenari central continua essent de recuperació, però no podem obviar l'increment significatiu de la probabilitat que es doni una recessió en els propers dotze mesos. D'altra banda, el gir de la política monetària s'hauria de començar a notar en aquest últim trimestre, com mostren alguns indicadors avançats, i els índexs de sorpreses econòmiques han rebotat des dels mínims de juliol. Per tant, ens cenyim al pla: no canviem l'estratègia, entenent que aquest últim trimestre ens donarà pistes de cara a posicionar la cartera per al futur.

Per classe d'actiu, la renda variable ofereix el potencial rendibilitat-risc més atractiu. Malgrat unes valoracions ajustades, no són extremes i el sentiment és mixt. A més, el suport dels bancs centrals hauria de ser un catalitzador.



Tàcticament, veiem valor a la zona de l'euro i en el mercat ibèric, atesa la resistència de l'economia i unes valoracions atractives.

En renda fixa, els *spreads* de crèdit ens semblen ajustats i el potencial rendibilitat-risc, inferior. Preferim inversions amb més *yield* (emergent, *high yield*, etc.), respectant els límits de risc que imposi el nostre perfil, i infraponderem el deute governamental.

Veiem valor en el fet d'afegir petites posicions en actius reals, com immobiliàries cotitzades; ens mantenim neutrals en les anades i vingudes del petroli i respecte a la divisa, i seguim pensant que l'EUR es revalorarà.

Acceptem, per tant, la incertesa mantenint-nos invertits. Però no donem l'esquena a la realitat: també ens ajustem al perfil amb què ens sentim més còmodes, construïm cobertures en els moments d'increment del sentiment positiu i, sobretot, ens mantenim alerta i disposats a actuar en cas que les condicions canviïn.

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

## Mínims de l'any

Comencem el mes d'octubre amb un EUR en mínims de l'any i amb molts fronts oberts en el curt termini. Tirar la tovallola i unir-se al moment? Pel que fa a fonamentals, i a l'espera de la publicació de dades macro de rellevància a escala mundial, podem parlar de millor resistència per part de l'economia nord-americana. Certs països de la zona de l'euro podrien haver entrat en recessió tècnica, i els nivells d'inflació semblen fluïxjar més de l'esperat a l'Antic Continent. Si, a això, hi sumem la negativa per part del president de la Reserva Federal a entrar en una dinàmica continuada de baixada de tipus, la divergència de panorames ens hauria de fer comprar el bitllet verd sense cap mena de dubte.

No obstant això, tenim una sèrie de factors tecnicopolítics que tots estem esperant i que històricament han trigat a afectar el mercat. Com apuntàvem mesos enrere, el preu es genera per forces d'oferta i demanda. Deixant de banda aquesta última, pel costat de l'oferta no sabem què espera una Fed reactiva per augmentar el seu balanç «donant més dòlars al mercat». Ho ha comunicat externament, ho ha aprovat en el seu fòrum intern i pot ser que li costi més d'un ensurt, com el viscut recentment en els mercats monetaris amb les grans pujades en els tipus *repo*. Tot això posa a prova els seus càlculs del matalàs de liquiditat que necessita l'economia i ha de comportar l'augment de reserves. Sense entrar en més tecnicismes, l'«helicòpter d'oferta» ha de ser el principal catalitzador que vegem els propers mesos. I més tenint el cap de Govern que acaba de conèixer la pitjor dada d'ISM manufacturer dels últims deu anys i no trigarà a titllar de «sense sentit» l'actual manera de procedir. Això, tal com es pot veure gràficament, acabaria per debilitar el dòlar, el qual, segons els models, podria estar sobrevalorat en més d'un 5 %.

Sense fer de menys a la força de la demanda, també haurem de veure com es resol durant el proper trimestre el Brexit, el canvi regulador en els plans de pensions japonesos, la volatilitat de les *commodities* i una sèrie de catalitzadors que, al nostre entendre, haurien d'estar en segon pla.



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

## Renda variable

## Els mercats es prenen un respir

Aquest setembre s'han revertit part dels descensos de l'estiu. Si analitzem els principals mercats, veiem que les pujades han estat generalitzades. Destaquem en general Europa, amb l'EuroStoxx 50 en +4,2 %, i en particular, Espanya, amb un IBEX 35 que rebota un +4,9 %, i Itàlia, un +3,7 %, com els més destacats. El mercat nord-americà ha pujat amb menys força, amb un S&P 500 que suma un +1,7 %. I tot això en un context de corbes invertides, com és el cas de la nord-americana, en què el bo del Tresor a deu anys està per sota del de dos anys. Això, en teoria, vaticina una recessió a futur, i el cert és que ja hi ha moltes accions que ho estan descomptant en les seves valoracions, en concret, en els sectors més lligats al cicle. Però el desestabilitzador més important que continuem tenint és el Brexit, que genera confusió i indecisió en els mercats. I per rematar, seguim sense un acord comercial entre els Estats Units i la Xina a un any de les properes eleccions nord-americanes i amb clars símptomes de desacceleració econòmica en ambdós països. A més, les polítiques ultraexpansives dels bancs centrals continuen distorsionant el comportament dels mercats. Sembla que no tenen fi, i més després de les dades d'indicadors avançats en mínims de fa anys. Tots aquests esdeveniments ens han portat a una bretxa històrica entre *value* i *growth*.

Pensem que el mercat tornarà a mirar la valoració de les empreses i revertirà a favor del *value*. En el moment que millorin els indicadors macro

i es redueixin els estímuls, estar invertit en empreses amb valoracions baixes és la millor opció per estar protegit davant la tornada a la normalitat.



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

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