

SEPTIEMBRE 2019

MERCADOS & ESTRATEGIAS

Nuestra visión

El debate Bohr-Einstein



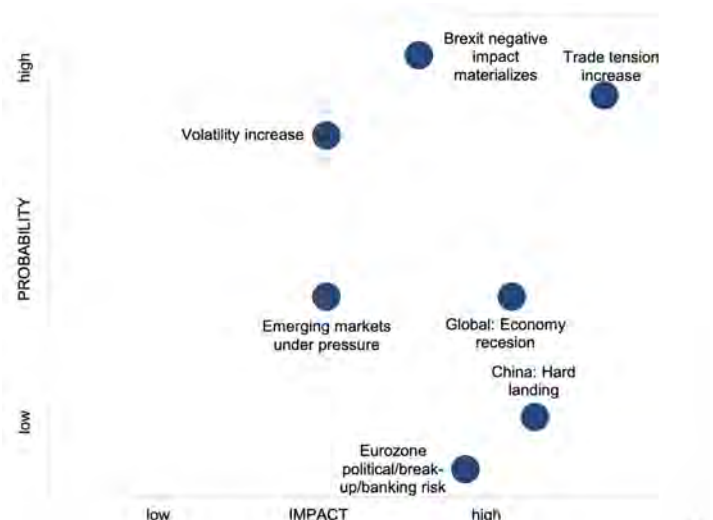
Niels Bohr, físico danés galardonado con el Nobel en 1922, es recordado también por sus notables discusiones con Einstein acerca de la física cuántica. Al contrario de lo que a veces pueda pensarse, Einstein no rechazaba la cuántica. Su debate es mucho más profundo y trascendía lo puramente científico para adentrarse en la filosofía de la ciencia.

Sin entrar a fondo en los detalles de sus discursos (en los que los límites vienen marcados no solo por el objetivo y la extensión de este editorial, sino también por mi ignorancia), Einstein consideraba incompleta la «revolución cuántica» si no se comprendían las causas de los modelos aparentemente aleatorios, más allá de su simple utilidad predictiva. De hecho, para él buscar los principios generales y universales constituían los objetivos últimos de la física. Bohr, en cambio, se centraba en un objetivo más mundano: que la física buscara predecir las mediciones experimentales. «Dios no juega a los dados con el universo», afirmaba Einstein. A lo que Bohr respondía: «Deja de decirle a Dios cómo usar sus dados».

En el mismo sentido, podríamos dedicar todo nuestro tiempo a comprender y poder explicar las causas y las consecuencias de los vaivenes en los mercados financieros. De hecho, es necesario hacerlo en cierto modo, sobre todo si somos de ese perfil de inversores que intenta aprovechar las posibles oportunidades tácticas. No obstante, desde un punto de vista estratégico, lo más rentable ha sido mantener una visión mucho más pragmática. Como hemos afirmado en otras ocasiones, el coste de estar fuera del mercado es alto, y rotar las carteras solo por las consecuencias (porque los mercados caen) suele suponer costes que en el largo plazo afectan negativamente a nuestra cartera. Por eso, seguimos manteniendo nuestra doble visión: promercado, pero prorrealidad.

Pero, desde un punto de vista táctico, seguimos pensando que los riesgos son altos, por lo que mantendríamos una exposición ajustada de cara a buscar las oportunidades que podrían presentarse en el caso de una corrección.

La rentabilidad ofrecida por los *benchmarks* de renta fija gubernamental está descontando una probabilidad de recesión superior a la de la renta variable o el crédito. Los bonos a 10 años en Estados Unidos o en la eurozona han corregido a la baja, probablemente por debajo de donde la propia macro los hubiera mandado, y es cierto que nuestras perspectivas para la economía global (mejora del crecimiento económico y menores expectativas de recesión) no justifican unos niveles tan bajos de tipos de



interés. Sin embargo, es difícil posicionarse: las causas que justifican esta reacción del mercado no han cambiado y, en general, parece que podrían durar más que solo en el corto plazo.

Respecto a la renta variable, la incertidumbre es alta, como lo es en general en los activos de mayor riesgo. Además, en el corto plazo es muy dependiente de los eventos geopolíticos (incremento de tarifas, *brexit*, gobierno en Italia, etc.). Con todo, sigue siendo nuestra opción preferida de cara al medio plazo y pensamos que, si el sentimiento de mercado siguiera empeorando, podrían aparecer más oportunidades tácticas.

En cualquier caso, como también dijo Bohr: «Es difícil hacer predicciones, especialmente del futuro». Por suerte, en los mercados financieros tampoco hace falta hacerlo. Como venimos asegurando mes tras mes a través de esta publicación, debemos actuar solo sobre aquello en lo que podemos influir: ajustar posiciones y mantener una exposición diversificada al riesgo adaptada a nuestro perfil. Y los inversores más sofisticados pueden buscar coberturas de riesgo de cola o aprovechar las oportunidades tácticas que se pudieran presentar.

Tomás V. García-Purriños, CFA - CAIA

tomas.garcia@morabanc.ad

Renta variable

Las segundas rebajas

Este agosto, el mercado ha sufrido serios recortes a escala global, que se han suavizado gracias a la última semana. En concreto, los descensos más importantes los hemos tenido en China, con un Hang Seng a -7 %, y en UK, con un Ftse100 a -5 %. En el primero, los motivos están claros, con los nuevos aranceles que se anunciaron este mes por parte de Trump y los incidentes que siguen ocurriendo en Hong Kong. Respecto a UK, el tema del *brexit*, en concreto, del *hard brexit*, es lo que sigue manteniendo este efecto negativo. El mercado americano es uno de los que menos ha corregido, con un S&P 500 a -1,8 % que sigue liderando las subidas de las bolsas en el año en curso. Europa ha sido el mejor este mes, con un Stoxx Europe 600 a -1,5 %. Y si nos centramos en el comportamiento de los sectores, por el lado negativo tenemos Materiales (-9 %), Autos (-6 %) y Petróleo (-4 %), de modo que se mantiene el castigo a todo lo relacionado con el ciclo. Del lado positivo, nos encontramos con Utilities (+4 %), Consumo no Cíclico (+3 %) y Salud (2 %), que siguen siendo refugio de los inversores, que buscan los famosos sectores *bond proxy*. Es decir, que por su carácter defensivo serían asimilables a renta fija, pero siempre sabiendo que son acciones y no bonos. Al final, estos son los efectos colaterales de tener tipos de interés en negativo en la renta fija. Este mes hemos asistido a las segundas rebajas de las bolsas preparándonos para la *vuelta al cole*.

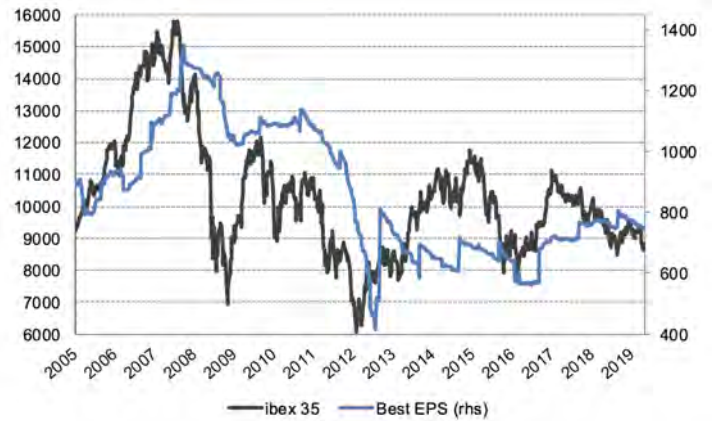


Gráfico 2. Evolución del IBEX 35 frente a sus beneficios

Xavier Torres, CEFA

xavier.torres@morabanc.ad

Gerard García, CEFA

gerard.garcia@morabanc.ad

Renta fija

Un verano muy caluroso

Dejando el periodo estival atrás, este verano no ha dejado a nadie indiferente: los tipos de interés de las principales economías desarrolladas se hunden nuevamente marcando, en muchos casos, mínimos históricos (a saber, bund alemán -0,71 %). La Reserva Federal norteamericana baja el tipo de referencia un 0,25 % alegando «ajustes de mitad de ciclo». Por otro lado, la guerra comercial abierta por la Administración Trump sigue su show fatídico tuiteando en tiempo real nuevas confrontaciones y nuevos aranceles que erosionan las expectativas de una resolución este año y que dañan el *mood* del mercado. En este contexto, los activos de riesgo como el crédito *investment grade* y *high yield*, y la deuda emergente se ven castigados, si bien de un modo moderado, sin pánicos o contagios palpables hasta la fecha en los mercados internacionales. Actualmente, a cuatro meses vista (enero 2020), el mercado descuenta tres bajadas de tipos en USA como el escenario más probable, con casi un 40 %.

Tal como anticipábamos antes del verano, la falta de solución a las incertidumbres por parte de los gobiernos está obligando a los bancos centrales a jugar el rol de «poli bueno» más de lo que les gustaría (así quedó claro en la reunión de banqueros centrales de Jackson Hole este agosto). Por otro lado, se nos confirma el sucesor al BCE: Christine Madeleine Odette Lagarde, que tomará el cargo a partir de noviembre. En este sentido, seguimos sin descartar aumentos de la volatilidad a lo largo de los próximos trimestres.

Sovereign Yields							
September 1st, 2019	2 Years	3 Years	5 Years	7 Years	10 Years	15 Years	30 Years
Switzerland	-1,20%	-1,21%	-1,16%	-1,10%	-1,07%	-0,86%	-0,63%
Japan	-0,31%	-0,32%	-0,36%	-0,39%	-0,27%	-0,09%	0,14%
Germany	-0,94%	-0,96%	-0,92%	-0,88%	-0,69%	-0,54%	-0,17%
Austria	-0,85%	-0,83%	-0,74%	-0,61%	-0,44%	-0,20%	0,16%
Denmark	-0,95%	-0,89%	-0,89%	-0,67%	-0,67%	-0,67%	-0,67%
Sweden	-0,67%	-0,74%	-0,74%	-0,37%	-0,37%	-0,21%	-0,21%
Netherlands	-0,91%	-0,93%	-0,82%	-0,71%	-0,54%	-0,42%	-0,18%
Finland	-0,88%	-0,84%	-0,80%	-0,64%	-0,42%	-0,25%	0,04%
Belgium	-0,84%	-0,83%	-0,67%	-0,56%	-0,35%	-0,06%	0,52%
France	-0,85%	-0,86%	-0,77%	-0,63%	-0,40%	-0,10%	0,43%
Ireland	-0,58%	-0,67%	-0,56%	-0,36%	-0,09%	0,21%	0,74%
Spain	-0,58%	-0,57%	-0,37%	-0,16%	0,10%	0,53%	0,99%
Italy	-0,27%	-0,02%	0,35%	0,64%	0,98%	1,49%	2,01%
Canada	1,35%	1,28%	1,18%	1,16%	1,16%	1,16%	1,42%
Norway	1,07%	1,06%	1,06%	1,05%	1,11%	1,11%	1,11%
United Kingdom	0,35%	0,31%	0,31%	0,28%	0,46%	0,69%	1,00%
United States	1,50%	1,43%	1,39%	1,45%	1,50%	1,50%	1,58%
Singapore	1,62%	1,62%	1,62%	1,70%	1,70%	1,82%	1,98%
Australia	0,73%	0,68%	0,69%	0,80%	0,92%	1,13%	1,48%

Gráfico 3. Tabla de rendimientos de las principales deudas soberanas

Miquel Soca, CEFA

miquel.soca@morabanc.ad

Ruben Giménez, FIC

ruben.gimenez@morabanc.ad