

SEPTEMBRE 2019

# MERCATS & ESTRATÈGIES

La nostra visió

## El debat Bohr-Einstein



Niels Bohr, físic danès guardonat amb el Nobel el 1922, és recordat també per les seves notables discussions amb Einstein sobre la física quàntica. Al contrari del que de vegades es pugui pensar, Einstein no rebutjava la quàntica. El seu debat és molt més profund i transcendeix allò purament científic per endinsar-se en la filosofia de la ciència.

Sense entrar a fons en els detalls dels seus discursos (en què els límits venen marcats no només per l'objectiu i l'extensió d'aquest editorial, sinó també per la meua ignorància), Einstein considerava incompleta la «revolució quàntica» si no es comprenien les causes dels models aparentment aleatoris, més enllà de la seva simple utilitat predictiva. De fet, per a ell cercar els principis generals i universals constituïen els objectius últims de la física. Bohr, en canvi, se centrava en un objectiu més mundà: que la física cerqués predir els mesuraments experimentals. «Déu no juga als daus amb l'univers», afirmava Einstein. A la qual cosa Bohr responia: «Deixa de dir a Déu com ha d'utilitzar els seus daus».

En el mateix sentit, podríem dedicar tot el nostre temps a comprendre i poder explicar les causes i les conseqüències dels vaivens en els mercats financers. De fet, cal fer-ho en certa manera, sobretot si som d'aquell perfil d'inversors que intenta aprofitar les possibles oportunitats tàctiques. No obstant això, des d'un punt de vista estratègic, el més rendible ha solgut ser mantenir una visió molt més pragmàtica. Com hem afirmat altres vegades, el cost d'estar fora del mercat és alt, i fer rodar les carteres només per les conseqüències (perquè els mercats cauen) sol suposar costos que a llarg termini afecten negativament la nostra cartera. Per això, continuem mantenint la nostra doble visió: promercat, però prorealitat.

Però, des d'un punt de vista tàctic, continuem pensant que els riscos són alts, per la qual cosa mantindríem una exposició ajustada de cara a cercar les oportunitats que es podrien presentar en cas d'una correcció.

La rendibilitat oferta pels índexs de referència de renda fixa governamental està descomptant una probabilitat de recessió superior a la de la renda variable o el crèdit. Els bons a 10 anys als Estats Units o a la zona de l'euro han corregit a la baixa, probablement per sota d'on la mateixa macro els hauria enviat, i és cert que les nostres perspectives per a l'economia global (millora del creixement econòmic i expectatives de recessió més baixes) no justifiquen uns nivells tan baixos de tipus d'interès.



Tanmateix, és difícil posicionar-se: les causes que justifiquen aquesta reacció del mercat no han canviat i, en general, sembla que podrien durar més que només en el curt termini.

Respecte a la renda variable, la incertesa és alta, com ho és en general en els actius de més risc. A més, en el curt termini és molt dependent dels esdeveniments geopolítics (increment de les tarifes, Brexit, govern a Itàlia, etc.). Amb tot, continua essent la nostra opció preferida de cara al mitjà termini i pensem que, si el sentiment de mercat continua empitjorant, podrien aparèixer més oportunitats tàctiques.

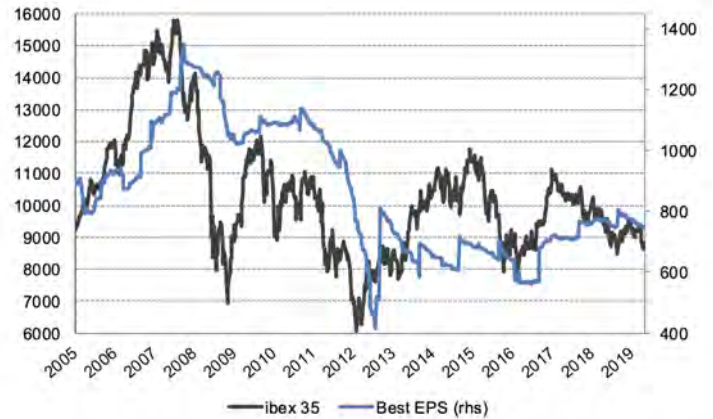
En qualsevol cas, com també va dir Bohr: «És difícil fer prediccions, especialment del futur». Per sort, en els mercats financers tampoc no cal fer-ho. Com assegurem mes rere mes a través d'aquesta publicació, hem d'actuar només sobre allò en què podem influir: ajustar les posicions i mantenir una exposició diversificada al risc adaptat al nostre perfil. I els inversors més sofisticats poden cercar cobertures de risc de cua o aprofitar les oportunitats tàctiques que es puguin presentar.

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

## Renda variable

# Les segones rebaixes

Aquest agost, el mercat ha patit serioses retallades a escala global, les quals s'han suavitzat gràcies a l'última setmana. En concret, els descensos més importants els hem tingut a la Xina, amb un Hang Seng a -7 %, i al Regne Unit, amb un Ftse100 a -5 %. En el primer, els motius són clars, amb els nous aranzels que Trump va anunciar aquest mes i els incidents que continuen tenint lloc a Hong Kong. Respecte al Regne Unit, el tema del Brexit i, en concret, del Brexit dur, és el que continua mantenint aquest efecte negatiu. El mercat nord-americà és un dels que menys ha corregit, amb un S&P 500 a -1,8 % que continua liderant les pujades de les borses l'any en curs. Europa ha estat el millor aquest mes, amb un Stoxx Europe 600 a -1,5 %. I si ens centrem en el comportament dels sectors, pel costat negatiu tenim Materials (-9 %), Automòbils (-6 %) i Petrolí (-4 %), de manera que es manté el càstig a tot allò que té relació amb el cicle. Pel costat positiu, ens trobem amb Utilities (+4 %), Consum no Cíclic (+3 %) i Salut (2 %), que continuen essent refugi dels inversors, que cerquen els famosos sectors *bond proxy*. És a dir, que pel seu caràcter defensiu serien assimilables a renda fixa, però sempre sabent que són accions i no bons. Al final, aquests són els efectes col·laterals de tenir tipus d'interès en negatiu en la renda fixa. Aquest mes hem assistit a les segones rebaixes de les borses preparant-nos per a *la tornada a l'escola*.



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

**Xavier Torres, CEFA**

xavier.torres@morabanc.ad

**Gerard García, CEFA**

gerard.garcia@morabanc.ad

## Renda fixa

# Un estiu molt calorós

Deixant el període estival enrere, aquest estiu no ha deixat ningú indiferent: els tipus d'interès de les principals economies desenvolupades s'enfonsen novament marcant, en molts casos, mínims històrics (a saber, bund alemany -0,71 %). La Reserva Federal nord-americana baixa el tipus de referència un 0,25 % al·legant «ajustaments de meitat de cicle». D'altra banda, la guerra comercial oberta per l'Administració Trump continua el seu xou fatídic tuitant en temps real noves confrontacions i nous aranzels que erosionen les expectatives d'una resolució aquest any i que danyen el *mood* del mercat. En aquest context, els actius de risc com el crèdit *investment grade* i *high yield*, i el deute emergent es veuen castigats, encara que d'una manera moderada, sense pànics o contagis palpables fins ara en els mercats internacionals. Actualment, a quatre mesos vista (gener del 2020), el mercat descompta tres baixades de tipus als EUA com l'escenari més probable, amb gairebé un 40 %.

Tal com anticipàvem abans de l'estiu, la falta de solució a les incerteses per part dels governs està obligant els bancs centrals a jugar el rol de «poli bo» més del que els agradaria (així va quedar clar en la reunió de banquers centrals de Jackson Hole aquest agost). D'altra banda, se'ns confirma el successor al BCE: Christine Madeleine Odette Lagarde, que prendrà el càrrec a partir del novembre. En aquest sentit, seguim sense descartar augments de la volatilitat durant els propers 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%		-0.67%		
Sweden	-0.67%		-0.74%		-0.37%		-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%	-0.88%	-0.77%	-0.63%	-0.40%	-0.10%	0.43%
Ireland		-0.67%	-0.56%	-0.36%	-0.08%	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%		1.42%
Norway	1.07%		1.06%	1.05%	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%		1.96%
Singapore	1.62%		1.62%		1.70%	1.82%	1.99%
Australia	0.73%	0.68%	0.69%	0.80%	0.92%	1.13%	1.48%

Gràfic 3. Taula de rendiments dels principals deutes sobirans

**Miquel Soca, CEFA**

miquel.soca@morabanc.ad

**Ruben Giménez, FIC**

ruben.gimenez@morabanc.ad