

## PERSPECTIVAS PARA EL 2015

**GUILLEM BIENERT**

*Responsable de Gestión de Carteras  
Fimarge SFI, SA*

Iniciamos el año con una nueva ampliación de la política monetaria del Banco Central Europeo. En los últimos años hemos visto como los bancos centrales de Europa, Reino Unido, Estados Unidos y Japón han reducido el nivel de los tipos de intervención –los tipos de interés oficiales– hasta niveles insospechados para luego continuar con el ya conocido *Quantitative Easing*, herramienta no convencional de política monetaria. En un momento en el que los tipos de interés ya están tan bajos, los bancos centrales tienen que recurrir a la expansión de sus balances vía la impresión de billetes. En el caso europeo, el objetivo es comprar deuda de los estados miembros para generar liquidez en el sistema financiero y así incentivar la toma de riesgos, la creación de crédito y la depreciación del euro. En resumidas cuentas, el Banco Central Europeo quiere luchar contra el riesgo de deflación que amenaza la recuperación económica.

La gran desconexión entre la evolución de los mercados de riesgo (bolsa, mercado de crédito y materias primas) y la economía real sigue ampliándose. Los mercados financieros anticipan nuevamente que la inyección de liquidez por parte del Banco Central Europeo va a generar una nueva inflación en los precios de los activos financieros como la experimentada en Estados Unidos. La bolsa y la venta de euros son los activos más favorecidos ante una deuda soberana de poco riesgo crediticio que no remunera suficientemente a los inversores.

Hoy nadie se cuestiona ni las valoraciones ni los fundamentales de las compañías. Es tan grande el intervencionismo de los bancos centrales que los activos con atractivas valoraciones y buenas perspectivas de crecimiento escasean. Los inversores no tienen alternativas para generar rendimientos interesantes sin asumir un mayor riesgo de pérdidas. En términos económicos, la demanda de activos financieros de mayor rentabilidad esperada excede la oferta y sus precios suben.

La divergencia entre los mercados y la evolución de las economías y de sus empresas debe equilibrarse por un lado o por otro, ya sea mediante una clara mejoría de la situación económica, ya sea mediante una corrección de los mercados. En el caso europeo, el crecimiento económico futuro debe justificar las recientes subidas de las valoraciones de los activos financieros. Los fundamentales de las compañías deben mejorar aportando crecimiento en ventas, mayores márgenes y mayor generación de *cash flow*. Si no es así, los mercados tenderán a corregir, como en anteriores ocasiones, las altas valoraciones actuales ante un shock financiero inesperado o ante un cambio en la política monetaria que los ha arrastrado hasta ese nivel.

El Banco Central Europeo ha sido el último en embarcarse en la expansión cuantitativa justo cuando la Reserva Federal ha finalizado la suya y empieza a mandar el mensaje de que el cambio de ciclo monetario está próximo.

Creemos que la distorsión actual se va a cerrar con una corrección de los mercados, o bien por un shock inesperado propiciado por la reciente bajada del precio del petróleo, la guerra de divisas, la mayor deflación o cualquier otro factor no previsto, o bien por el inicio de una subida de tipos de interés en Estados Unidos. Ahora mismo el mercado está focalizado en la intervención de los bancos centrales y no está teniendo en cuenta los accidentes que pueden acaecer en el futuro.

Durante los últimos trimestres hemos ido preparando las carteras para la corrección anunciada sin dejar por ello de aprovechar el entorno de mercado. Cerramos 2014 con rentabilidades medias que varían entre el 6,5% de las carteras puramente de renta fija y el 9,13% de las carteras emprendedoras. Encaramos el 2015 con baja exposición a bolsa, una buena selección de emisores de renta fija de vencimientos predominantemente cortos y con exposición a dólares y a libras para afrontar el nuevo ciclo.