

## I SI EL MERCAT FINANCER S'ESTÀ GIRANT...

GUILLEM BIENERT

Responsable de Gestió de Carteres

Fimarge SFI, SA

Fins a l'abril hem vist com el *Quantitative Easing* iniciat pel Banc Central Europeu ha generat dos efectes notoris. Per una banda els tipus d'interès dels bons europeus s'han anat reduint significativament fins a nous mínims: en el cas del 10 anys alemany fins al 0,07%. Per altra banda, la borsa ha pujat amb força com a resultat de la necessitat de substituir actius de menor rendiment per uns de millors expectatives però de major risc.

Durant el mes de maig sembla que aquesta tendència dels mercats hagi canviat. Els mercats financers han deixat de mostrar el seu optimisme en forma de guanys. M'explico: la borsa ja no ha seguit pujant com en els mesos anteriors; fins i tot ha corregit una mica els màxims del mes anterior. En el cas de la renda fixa sobirana alemanya i americana, el preu dels bons ha baixat, fet que ha provocat un increment del seu cost de finançament. I el dòlar, que tant bé ho estava fent, s'ha depreciat en front de l'euro.

Els moviments del mercats financers són difícils d'anticipar i, quan succeeixen, són fins i tot difícils d'entendre. Com sabeu, hem anat reduint el risc de les nostres carteres perquè anticipem una potencial correcció del mercats, tant de borsa com de renda fixa i de dòlar: considerem que les valoracions dels actius s'han encarit força a causa del *Quantitative Easing* i que hem de protegir els guanys obtinguts fins avui.

En el cas de la borsa les ràtios de valoració (PER, EV/EBITDA, etc) de les companyies han augmentat amb força i caldria que es publicuessin uns resultats creixents per justificar les majors cotitzacions actuals. Lluny d'això, el preu de les accions ha augmentat més que els resultats, fet que ha expandit les ràtios de valoració.

En els darrers mesos la nostra feina de gestors *value*, orientada a cercar companyies de qualitat a un preu just, ha estat difícil. Ens costa trobar noves idees a un preu just. Fins i tot, l'encariment d'algunes de les nostres posicions ens ha portat a vendre-les.

Posaré un exemple: el 2013 vàrem invertir en una companyia líder de supermercats principalment holandesos, belgues i americans. En aquell moment la companyia cotitzava a PER 11,5, és a dir a 11,5 vegades els resultats, tenia una rendibilitat per dividend del 4% i n'esperàvem un creixement a mig termini d'un 5% amb un marge operatiu proper també al 5%. Ens n'agradava la generació de caixa, la recurrència de resultats, la política de recompra d'accions, que millorava el benefici per acció, l'exposició al dòlar americà i l'objectiu de millora de marges. En definitiva, es tractava d'incorporar a la cartera una companyia defensiva a un preu força baix, on gaudíem d'un bon marge de seguretat.

Hem decidit vendre-la amb importants guanys. Avui cotitza a PER 18 amb una rendibilitat per dividend del 2,5%. Tot i que des que l'hem venuda l'empresa ha expressat la seva voluntat de fusionar-se amb un competidor per obtenir una major eficiència operativa, el nostre preu de venda i la seva cotització actual no difereixen molt. Pagar 18 vegades beneficis per una companyia de supermercats amb una rendibilitat tant baixa en un entorn de baix creixement i de baixa inflació no ens sembla un inversió assenyada. Tot i la seva qualitat, sabem que aquesta i altres bones companyies les podrem tornar a comprar més endavant, més barates i amb un potencial d'apreciació a mig termini superior. Per tant hem decidit prendre'ns un respir i mantenir la nostra baixa exposició a borsa.