

PERSPECTIVES PER AL 2015

GUILLEM BIENERT

*Responsable de Gestió de Carteres
Fimarge SFI, SA*

Iniciem l'any amb una nova extensió de la política monetària del Banc Central Europeu. En els darrers anys hem vist com els bancs centrals d'Europa, del Regne Unit, dels Estats Units i del Japó han reduït el nivell dels tipus d'intervenció –els tipus d'interès oficials– fins a nivells insospitats, per després continuar amb el ja conegut *Quantitative Easing*, eina no convencional de política monetària. En un moment en què els tipus d'interès estan molt baixos, els bancs centrals han de recórrer a l'expansió dels seus balanços via la impressió de bitllets. En el cas europeu, l'objectiu és comprar deute dels estats membres per generar liquiditat en el sistema financer i així incentivar la presa de riscos, la creació de crèdit i la depreciació de l'euro. En resum, el Banc Central Europeu vol lluitar contra el risc de deflació que amenaça la recuperació econòmica.

La gran desconexió entre l'evolució dels mercats de risc (borsa, mercat de crèdit i matèries primeres) i l'economia real segueixi ampliant-se. Els mercats financers anticipen novament que la injecció de liquiditat per part del Banc Central Europeu generarà una nova inflació en els preus dels actius financers com la que s'ha experimentat als Estats Units. La borsa i la venda d'euros són els actius més afavorits davant un deute sobirà de poc risc creditici que no remunera suficientment els inversors.

Avui ningú no es qüestiona les valoracions ni els fonamentals de les companyies. És tan gran l'intervencionisme dels bancs centrals que els actius amb valoracions atractives i amb bones perspectives de creixement escassegen. Els inversors no tenen alternatives per generar rendiments interessants sense assumir un major risc de pèrdues. En termes econòmics, la demanda d'actius financers de major rendibilitat esperada excedeix l'oferta i els seus preus puguen.

La divergència entre els mercats i l'evolució de les economies i de les seves empreses ha d'equilibrar-se d'una manera o d'una altra, ja sigui mitjançant una clara millora de la situació econòmica, ja sigui mitjançant una correcció dels mercats. En el cas europeu, el creixement econòmic futur ha de justificar les recents pujades de les valoracions dels actius financers. Els fonamentals de les companyies han de millorar aportant creixement en vendes, majors marges i major generació de *cash flow*. Si no és així, els mercats tendiran a corregir, com en anteriors ocasions, les altes valoracions actuals en reacció a un xoc financer inesperat o a un canvi en la política monetària que els ha arrossegat fins a aquest nivell.

El Banc Central Europeu ha estat el darrer en embarcar-se en l'expansió quantitativa just quan la Reserva Federal ha finalitzat la seva i comença a enviar el missatge que el canvi de cicle monetari és proper.

Creiem que la distorsió actual es tancarà amb una correcció dels mercats, o bé per un xoc inesperat propiciat per la recent baixada del preu del petroli, la guerra de divises, la major deflació o qualsevol altre factor no previst, o bé per l'inici d'una pujada de tipus d'interès als Estats Units. Ara mateix el mercat s'està focalitzant en la intervenció dels bancs centrals i no està tenint en compte els accidents que poden succeir en el futur.

Durant els darrers trimestres hem anat preparant les carteres per a la correcció anunciada sense deixar d'aprofitar l'entorn de mercat. Tanquem el 2014 amb rendibilitats mitjanes que varien entre el 6,5% de les carteres purament de renda fixa i el 9,13% de les carteres emprenedores. Encarem el 2015 amb baixa exposició a borsa, una bona selecció d'emissors de renda fixa amb venciments predominantment curts i amb exposició a dòlars i a lliures per afrontar el nou cicle.