

ON ÉS EL RISC?

GUILLEM BIENERT

Responsable de Gestió de Carteres

Fimarge SFI, SA

L'intervencionisme del Banc Central Europeu (BCE) ha seguit incentivant l'acceptació de major risc per pal·liar l'entorn de tipus d'interès baixos. L'actual repressió financera continua generant una ineficient distribució del diner, forçant els inversors a assumir més risc en un moment en què el diner no troba com generar valor. El primer beneficiat n'ha estat el mercat de borsa que, gaudint d'un important flux de diner nou, ha elevat encara més les seves ràtios de valoració. Després l'euro, que s'ha depreciat enfront del dòlar via una major impressió de bitllets per reactivar l'economia europea i importar inflació. I finalment els tipus d'interès, que s'han mantingut excepcionalment baixos en els diferents trams de la corba.

La realitat és que hem sabut identificar i aprofitar aquesta inflació financera. Hem estat invertits en bones companyies, ja sigui en els seus bons o en la seva acció, i, com no hauria de ser d'una altra manera, el rigor de l'anàlisi ha donat els seus fruits. A més a més ho hem fet acompanyats d'una mica de dòlar o de lliura esterlina, aprofitant la depreciació de l'euro, i la jugada ha sortit rodona. Els rendiments a 30 de novembre de les diferents carteres varien aproximadament entre el 4,91% de la cartera de renda fixa pura i el 8,50% de les més emprenedores, que durant l'any no han arribat a la meitat de l'exposició en renda variable que podien assolir.

Malgrat l'intervencionisme del BCE, en general ha estat un any de transició en termes de rendiment de les diferents classes d'actius.

En el cas dels bons, els rendiments actuals estan essent pobres i, en alguns casos, negatius. El motiu n'és que hem vist com els tipus sobirans han pujat una mica i com la percepció de risc envers els emissors corporatius n'ha fet caure el preu dels bons. En altres paraules, el mercat demana ara als emissors un tipus d'interès més alt perquè intueix un major risc de no cobrar a venciment.

La borsa, si bé ha tingut un inici sorprenentment positiu en la primera part de l'any, en aquesta segona ha anat perdent pistonada. La forta correcció de l'estiu va portar els índexs a números vermells però recentment el nou intervencionisme dels bancs centrals ha tornat a impulsar els rendiments positius. El retard en l'enduriment de la política monetària americana i la promesa d'una política monetària encara més



laxa per part del BCE semblen garantir novament una recuperació econòmica que justifiqui les valoracions actuals. Tot i així, el rendiment de la borsa ja no està essent tant positiu com a principis d'any o com l'any anterior.

On creiem que està el risc? Com dèiem a principis d'any, l'intervencionisme dels bancs centrals ha de generar el creixement econòmic que validi les valoracions actuals de la borsa i aconseguir l'objectiu d'inflació desitjat per normalitzar l'entorn de tipus d'interès. Precisament aquest és el risc que ens preocupa: la fluixa recuperació actual de les economies europea i americana en un moment en què un xoc exogen pot trencar aquest elevat optimisme dels inversors. Força senyals fan pensar-ho: caiguda de les matèries primeres, política monetària més restrictiva als Estats Units, reducció d'inventaris per una caiguda de la demanda, caiguda del comerç internacional per la desacceleració asiàtica, etc. Si l'any vinent es confirma una disminució del creixement econòmic, el que més ens ha de preocupar és la nostra exposició a borsa i no l'actual entorn de tipus d'interès baixos.

Quina és la nostra resposta? Seguim poc invertits en borsa i reduïm el pes d'aquells emissors més exposats a una desacceleració econòmica. D'aquesta manera ens posicionem per augmentar el pes en bons sobirans americans, que ens podrien aportar guanys de capital en un entorn de menor creixement, i mantenim una exposició moderada al dòlar.