



QUÈ ESTAN DESCOMPTANT ELS MERCATS

GUILLEM BIENERT

Responsable de Gestió de Carteres

Fimarge SFI, SA

Març de 2016

En els últims mesos hem estat explicant perquè els mercats financers ens semblaven molt fràgils. Recordo l'article de gener del 2015 en què comentàvem que no podia durar molt la desconexió existent entre l'evolució de l'economia i els actius de risc. Ja portem vuit mesos de mercats de borsa baixistes i d'elevada volatilitat a la que no estàvem acostumats. Sens dubte, pocs inversors esperaven una correcció d'aquest calibre aquest inici d'any.

Les correccions del mercat estan avisant que la recuperació econòmica impulsada per la laxa política monetària dels bancs centrals no està funcionant. Endemés, les dèbils dades macroeconòmiques publicades els últims mesos minen la credibilitat dels bancs centrals. La transició cap a un menor creixement es reflecteix en els últims PIBs publicats. En el cas americà, el producte interior brut s'ha incrementat un modest +0,7% anualitzat en l'últim trimestre del 2015, portant el creixement de l'any a un +2,4%. A Europa, la desacceleració de l'últim trimestre també s'aprecia en un +0,4% anualitzat, creixement que deixa l'expansió de l'any en un +1,5%. Altres indicadors publicats en relació amb l'economia europea mostren que la desacceleració pot estar-se intensificant. L'índex manufacturer, l'indicador de sentiment econòmic i l'*IFO Survey* alemany no auguren una recuperació en el primer trimestre del 2016.

Segons la meua opinió, els inversors de borsa no han descomptat del tot aquesta desacceleració econòmica. Durant els dotze mesos anteriors a l'enfonsament de Lehman Brothers, al 2008, els mercats de borsa i de deute corporatiu i els tipus d'interès van estar anticipant un alentiment econòmic i no l'efecte Lehman. Al setembre, la borsa americana ja havia corregit un 20%, els *spreads* dels bons corporatius *high yield* s'havien ampliat 600 punts bàsics i el tipus d'interès americà a 10 anys havia baixat 75 punts bàsics fins al 2,75%. Actualment, la correcció de la borsa americana no és significativa. Des de màxims de l'any passat, assolits el dia 29 de maig, la correcció de l'S&P500 és de -7% a finals de febrer, els bons corporatius *high yield* han corregit 300 punts bàsics i el tresor americà ha baixat 45 punts bàsics fins a l'1,84% actual. Normalment, l'evolució de la borsa és un indicador retardat respecte als tipus



d'interès per anticipar més o menys risc financer. Sembla que, si ens remetem a la crisi econòmica del 2008, el mercat de borsa encara no ha descomptat prou la desacceleració econòmica. Dit d'una altra manera, si s'intensifica la desacceleració, la borsa hauria de caure més, fruit de la revisió dels resultats empresarials futurs.

Seguim pensant que una política monetària laxa no és la solució adequada per propiciar una recuperació econòmica més vigorosa i consistent. En la recent reunió del G-20 a Shanghai s'ha parlat d'una acció coordinada per propiciar-la, però novament s'ha passat la responsabilitat als bancs centrals. L'economia mundial necessita, entre altres accions, reformes estructurals i polítiques d'oferta i de demanda que promoguin un creixement més pròsper.

A aquestes alçades tot gestor es pregunta si ha d'aprofitar les correccions per comprar, de mantenir l'exposició a borsa o bé de retallar les pèrdues. Des de la gran crisi del 2008, les fortes correccions dels mercats s'han contingut gràcies a la intervenció del Banc Central Europeu o de la Reserva Federal injectant liquiditat via recompra d'actius. Com hem comentat, la recent correcció no té una magnitud suficient per propiciar una nova reacció dels bancs centrals. És més, en l'entorn actual en què tenen menys credibilitat, existeix el risc que el mercat no els vegi capaços de frenar el pànic. Si fos el cas, els actius que s'han beneficiat del seu intervencionisme haurien de ser els més perjudicats.

Com que no creiem en l'eficàcia de la política monetària per generar la recuperació econòmica desitjada, se'ns fa difícil incrementar l'exposició a borsa de manera notable. Encara que no sembla que el cicle econòmic hagi tocat fons per iniciar una nova fase d'expansió, seguim analitzant actius per incorporar-los a les nostres carteres, sempre i quan tinguin una valoració atractiva i compleixin les condicions de la nostra filosofia d'inversió. Seguim molt conservadors, però durant el mes de febrer hem incrementat lleugerament la nostra exposició a borsa i a deute corporatiu aprofitant les atractives valoracions de vells coneguts.

