



## RISC ELEVAT I RENDIMENT BAIX

---

GUILLEM BIENERT

*Responsable de Gestió de Carteres*  
Fimarge SFI, SA

---

Juliol del 2016

Aquest any està sent molt complicat obtenir bons rendiments en els mercats financers. Tot i que la repressió financera, a la que m'he referit en anteriors articles, segueix forçant la inversió en actius de major risc, un pensaria que el mercat de renda variable hauria de ser el més beneficiat, afavorit per les promeses d'estímul monetaris sense fi i els tipus d'interès en mínims. De moment no és el cas aquest any. Les borses estan en pèrdues. Als dubtes sobre la recuperació econòmica, baixos tipus d'interès, elevats dèficits fiscals i caiguda dels beneficis empresarials, s'afegeix ara la possible marxa d'Anglaterra de la Unió Europea. El risc polític a Europa ha pujat notòriament. ¿Podríem estar a l'inici de la fragmentació de la Unió Europea? Si la marxa d'Anglaterra ja tindrà conseqüències per la seva economia i l'europea, la fragmentació seria devastadora pels mercats.

En un moment com l'actual, un hauria de tenir present els riscos que està assumint i els rendiments que espera. En un moment d'elevada incertesa, quins riscos val la pena assumir? Seria lògic que en moments d'incertesa i de menor probabilitat d'èxit se't remunerés amb un bon potencial de guany, o dit d'una altra manera, amb un actiu més barat en termes de valoració. I l'oposat, la major probabilitat d'èxit d'una inversió s'hauria de remunerar amb un menor rendiment. Normalment, els majors rendiments es produeixen quan menys probable és el guany. Aquesta és la raó per la que un assumeix un major risc.

Sorprementment, les valoracions dels actius financers no són precisament atractives en un entorn econòmic i polític incert. El múltiple de beneficis als que cotitza en borsa una companyia de qualitat (aquella que té un bon balanç, beneficis recurrents, poc intensiva en inversió, amb barreres d'entrada i generadora de caixa) no baixa de 18-20 vegades. Per què els inversors estan disposats a pagar aquests múltiples quan els hem vist en el passat un 20 o 30% més barats? El mercat, sap que aquestes companyies són molt recurrents en beneficis i està disposat a pagar un prima per





aquesta qualitat en un entorn econòmic i polític incert. I les altres companyies, les de menor qualitat? Els bancs, les asseguradores i algunes cícliques poden semblar barates, compensant el risc que tenen si la incertesa econòmica i política es dissipa. La resta de companyies, industrials, químiques, constructores, elèctriques, immobiliàries, etc, cotitzen a múltiples superiors a les seves mitjanes dels últims anys i segueixen exposades a la comentada incertesa.

Els actius de renda fixa, en general, tampoc presenten un risc-rendiment ben compensat. Els bons de major qualitat, els sobirans alemanys i americans estan en mínims de rendiment al igual que els perifèrics, que tenen el recolzament del Banc Central. En altres paraules, mai havien estat tant cars. El mercat reconeix la seva capacitat de retornar el capital si es posa lletja la situació i per això accepta pagar un preu elevat. Els bons de qualitat intermitja, bons de companyies com Repsol, Telefònica o BBVA també presenten rendiments molt baixos, fruit novament de la intervenció del Banc Central. Per contra, els bons de companyies més endeutades o de menor qualitat sí que ofereixen rendiments superiors, compensant la seva menor qualitat creditícia i el major risc que un assumeix.

Des del nostre punt de vista, el risc de pèrdua en una cartera financera ha augmentat en les darreres setmanes. La desacceleració econòmica que esperàvem per aquest any té més probabilitat de produir-se amb el Brexit. L'entorn de baix creixement e inflació seguirà dificultant el creixement dels resultats empresarials, afavorint un entorn de tipus d'interès baixos.

Si els beneficis es redueixen en els pròxims mesos, les borses s'encariran encara més via l'expansió de múltiples de les companyies (el benefici per acció en el denominador cau més que el preu de la companyia en el numerador). Amb beneficis a la baixa, les borses només s'abaratiran amb una correcció considerable.

En el cas dels bons de menor qualitat, si l'entorn econòmic es debilita cauran en preu davant la incertesa de poder pagar el seu deute.

En resum, estem un moment en el que el risc de pèrdua ha augmentat i els rendiments esperats s'han reduït. En el cas de la renda variable la asimetria entre el rendiment i el risc és de moment major que en la renda fixa de menor qualitat creditícia. No és un moment, encara, en el que compensi assumir grans riscos en borsa però sí per identificar aquells actius que amb les correccions presentin un bon binomi risc rendiment. Ens agraden les companyies de qualitat barates i els emissors de bons amb potencial de millora financera. Mentrestant, seguirem mantenint una cartera conservadora. En un moment com l'actual, la gestió activa del risc recompensa una cartera i no la penalitza.





FINNMARKSRETT

