

CORRECCIÓ, O CANVI DE CICLE?

JAVIER TOMÉ

Gestor de Carteres

Fimarge SFI, SA

Pujarà la Fed els tipus al setembre? Les probabilitats que se li atorga, com si fos un joc d'apostes a un partit de la *Champions*, són cada vegada menors. En la nostra opinió, no pujar-los abans de final d'any donaria un senyal més negatiu que positiu i donaria la sensació que les coses no van bé. Però ja sabem que en els darrers anys, la Fed és més *market dependent* que *data dependent*. Alguns li atribueixen a la previsible pujada de tipus part de les correccions en els mercats i aquí és on ens preguntem: si la probabilitat que els pugui està baixant, perquè baixen els mercats? No respondre aquesta pregunta és el que posa en evidència els desequilibris estructurals, l'enorme endeutament a tipus ultra-baixos i uns múltiples difícils de suportar quan l'alentiment global és evident, les revisions d'estimacions són a la baixa i alguns dels grans emeten *profit warnings*.

Diversos pretextos són els que sento fa dies per anomenar aquests moviments "correcció". Una correcció, per definició, implica que quelcom baixa per posteriorment continuar amb la tendència alcista natural. En realitat les borses estan "corregint" des del maig. Els comentaris més recurrents que he sentit aquest estiu mentre feia castells de sorra a la platja eren: **1) Les borses europees estan molt lluny d'on estaven el 2007** (p.e. a l'Euro Stoxx 50 li faltaria un +45%) mentre la nord-americana ha marcat màxims històrics. Fals. Els índexs europeus estan fortament influenciats pel pes dels bancs. Ajustant les cotitzacions a les recurrents ampliacions de capital, als pocs dividends pagats en efectiu, als continus programes de recompra d'accions de les nord-americanes i a les ja recurrents ampliacions alliberades de les europees, que no fan altra cosa que diluir encara més l'accionista, *voilà!*, la borsa europea està on ha d'estar, segurament més amunt d'on hauria d'estar. **2) És la volatilitat pròpia de l'estiu**, amb poc volum. Fals. Es veu clarament com els fluxos en dies de fortes correccions doblen o tripliquen els d'un dia de negociació normal d'hivern. **3) Les companyies estan avui molt millor del que estaven el 2007**, amb menor endeutament, majors marges i millors balanços. Cert, en aparença, i parcialment. Els marges en màxims històrics només es poden deteriorar, l'endeutament és el mateix, però a tipus ultra-baixos i a terminis més llargs, i el balanç, per bo que sigui, se suporta en un PiG i en un flux de caixa que, si s'estressa, canvia totalment la foto. Les empreses no són menys vulnerables avui del que ho eren el 2007. **4) El BCE està en plena expansió monetària i ja hem vist l'efecte dels QEs sobre la borsa americana**. A més, potser s'aplica un QE4 i la Xina podria anunciar també un pla d'estímul d'aquest estil. No oblidem els problemes estructurals d'una Europa que no creix i que acaba de rescatar un país de la Unió que literalment ha empenyorat les illes. A múltiples injustificables, ni el mateix Draghi no pot evitar una carnisseria en els mercats. **5) El col·lapse del preu del petroli és la millor baixada d'impostos i de tipus que una família pot tenir**. Per tant, hi haurà més consum, creixement, etc., etc. Cert, però també parcialment. Cal recordar que el petroli cotitza en USD; quan el tipus de canvi puja, la caiguda del preu del barril s'esfuma. Cal tenir també en compte les nombroses estructures ultra-palanquejades sobre un petroli estimat a 80-100 \$/barril. Quan els fluxos de caixa comencin a no quadrar, els *defaults* —per cert, també en mínims històrics— seran successius i contribuiran a estressar, de rebot, els *spreads* de crèdit dels altres emissors.

Què s'ha de fer llavors davant d'aquest panorama? S'ha de partir de la base que tots els actius de risc van, en major o menor mesura, en la mateixa direcció. Per tant: 1) sobretot, tenir molta caixa per aprofitar oportunitats per fer compres estructurals, tot i que d'aquestes encara n'hi ha poques, 2) no prendre decisions en dies de +/-2% de variació i 3) apagar les pantalles i continuar llegint balanços i fluxos de caixa. Lamentablement no són dies ni de comprar, ni de vendre. S'hauria d'haver fet abans.