

Perspectivas para el segundo semestre de 2020

El Mercado de valores aumento 32% desde sus mínimos a mediados de Marzo. En nuestro artículo anterior, del 4 de marzo, afirmamos que dicha caída era una corrección y no una crisis económica.

Para que exista una crisis económica debe haber un exceso en algún sector de la economía que colapsa. El periodo de crisis es el tiempo de corregir ese exceso. En el caso coronavirus no hay un exceso que corregir, por lo que no vimos una crisis financiera y los mercados han aumentado.

Que pasa con el desempleo? Los mercados de valores predicen la economía, por lo que reaccionan antes que los acontecimientos sucedan. Si analizamos las distintas crisis de los EEUU, los mercados de valores comienzan a recuperarse unos meses antes de que la tasa de desempleo llegue a su tope.

Por ejemplo, en la crisis de 1929 el punto más alto de lo bolsa fue en setiembre de dicho año y el punto más bajo fue en julio de 1932. En estos casi tres años la tasa de desempleo aumento del 6% en 1930 al 25% al inicio de 1933. Es decir, la Bolsa ya había comenzado la recuperación más de 6 meses antes que el empleo comenzara a crecer.

El mismo timing de sucesión de acontecimientos de aumento de mercado de valores y tasas de desempleo ocurrió en las crisis del 2001 y 2009, entre otras.

Como en la actualidad no tenemos ningún exceso que debamos reparar, los mercados están prediciendo que el empleo comenzará a aumentar en los próximos meses. La mayor parte de las solicitudes por desempleo son temporales, por lo que esta hipótesis está siendo sustentada con los hechos.

Problemas al futuro: Las deudas

En otros artículos hemos hablado del peligro de las deudas que están en máximos históricos: desde tarjetas de créditos, deuda gubernamental y de corporaciones a préstamos estudiantiles.

Mientras las tasas de interés sean bajas y la Fed siga inyectando capitales en la economía, el costo de mantener y refinanciar estas deudas es bajo, por lo que estos créditos pueden seguir subsistiendo.

El punto de inflexión de nuestra economía no es el coronavirus, será el momento en que aparezca la inflación y las tasas de interés comiencen a aumentar. Habrá quiebras masivas debido al aumento del costo de aquellas deudas que serán imposible refinanciarlas.

Al día de hoy las empresas están refinanciando deudas con costo de 6% o 7% al 3%. El problema vendrá cuando el caso sea inverso.

Este es un punto a tener en cuenta. Las deudas a nivel corporativo o gubernamental son refinanciadas constantemente. Por lo que el ratio, por ejemplo, de Deuda/PBI no nos dice mucho. Los países no pagan deuda con el PBI, pagan con los ingresos fiscales. No es lo mismo una deuda con costo de 10% o 30% sobre los ingresos. Lo mismo sucede para las corporaciones.

Para que este sistema colapse, necesitamos un costo de endeudamiento más alto, es decir tasas de intereses más elevadas, que generalmente van a ser consecuencia del aumento de la inflación.

La buena noticia es que la inflación no aparece en un instante, sino que es un proceso monitoreable. El cierre de las economías por coronavirus, en países subdesarrollados como Uruguay, les genera inflación (devaluación de moneda/importaciones). Pero a países como EEUU, el cierre es deflacionista ya que hay menos demanda a productos ya producidos. Por lo tanto, la inflación demorará algún tiempo en aparecer.

En corto plazo tenemos dos problemas:

- 1- Demora en la reapertura completa de EEUU- que afectará al consumo, a las industrias más afectadas por el cierre y al comercio internacional.
- 2- La guerra comercial, de propiedad intelectual y de liderazgo con China- que también afectará el comercio internacional.

Estos dos problemas pueden traer volatilidad a los mercados, pero no creemos que ocasionen una crisis económica o financiera.

Creemos que el punto más bajo del mercado fue en Mayo de 2020.

Estímulos de la FED

Contando todos los estímulos: recorte de tasas, programa CARES, programas de emergencia, extensiones de impuestos y créditos estudiantiles, y ahora el programa Heroes, se podría afirmar que esta la FED estaría inyectando un potencial USD 6 T en el sistema financiero.

En el corto y mediano plazo debería afectar a los mercados financieros, aumentando el precio de los activos y la suba de los metales preciosos (más dólares en circulación e igual cantidad de oro y plata).

Más a largo plazo afectaría a la inflación, si realmente toda esa liquidez entra en el sistema. En el pasado muchos de estos estímulos han quedado en la reserva de los Bancos. Gracias al aumento de productividad y el mantenimiento de liquidez de los Bancos la inflación se ha mantenido baja.

Inversiones

Estamos enfocando nuestras inversiones en empresas cuyos negocios siguieron funcionando durante el cierre por el coronavirus, pero el precio de sus acciones cayeron a valores relativos tan atractivos como en la crisis financiera del 2008/09.

Por ejemplo Wells Fargo al precio actual de 26, tiene un rendimiento de dividendos de 7,7% y un precio/valor en libros de 0,68. En el 2009 la relación precio/valor en libros más bajo fue de 1. Gracias a las medidas tomadas en Basilea 3 los Bancos son mucho más fuertes que en el 2009, por lo que la subvaloración no tiene sentido. Wells Fargo cumple con todos los ratios de capitalización acordados. Si en la actualidad se vendiera al valor en libros el precio sería de usd 40, un 50% sobre el precio actual. Tal vez el valor justo se acercara a usd 50 por acción.

Así como los Bancos, encontramos oportunidades en las industrias del Software, Biotecnología y de Defensa, ya que el gobierno mantiene los flujos de caja constantes al mantener los servicios. Muchas de las empresas en estas industrias, muestran crecimientos de sus ventas y flujos de caja en 2020 y están a mitad de precio de la pre-caída coronavirus.

También en los metales preciosos: oro y plata. Todos los Bancos Centrales están expandiendo sus Balances inyectando capital en el sistema financiero. Los metales preciosos son finitos, no se pueden imprimir. Por lo

tanto, a más dólares, euros, yenes, etc, e igualdad de onzas, el precios de estos metales debería aumentar. La plata tiene un descuento histórico respecto al oro, es más volátil pero mayor poder de ganancia.

Consideramos que es un buen momento para comprar activos de calidad a bajo costo, particularmente en la renta variable predecible, y mantener reservas de cash y metales preciosos para aprovechar rebalances en futura volatilidad.



Ec. Gabriel Canelli

31 05 2020