

Coronavirus: ¿qué les espera ahora a las economías y los mercados?

Ha sido un periodo turbulento para los inversores e todo el planeta. El *momentum* cobra una vital importancia a la hora de analizar las futuras perspectivas para los mercados bursátiles y el empleo en todo el continente

Paul Doyle, Director de Renta Variable Europea (excluido el Reino Unido)



Europa lleva ya más de medio año inmersa en la pandemia provocada por el coronavirus después de pasar el primer trimestre de 2020 observando

con impotencia cómo se propagaba la enfermedad por China y oriente. Cuando el brote llegó a aquí, se impusieron cierres de fronteras, otras restricciones de viaje, el teletrabajo obligado y el distanciamiento social. Igual que sucedió en el resto del mundo, las economías europeas se llevaron un buen revés.

¿Cómo han reaccionado los mercados? En un primer momento, las posiciones de cabeza las ocuparon los valores defensivos, liderados por los sectores de tecnología y productos farmacéuticos, y la situación se prolongó hasta que los títulos de valor marcaron sus cotas mínimas el 18 de mayo.¹ En junio asistimos a una generalización del repunte en el mercado. Los ratios de precio/beneficios de los bancos y los «cíclicos de valor» tocaron fondo, lo que no resultaba sostenible.

Hasta finales de abril, numerosos gestores activos cosecharon resultados superiores a los del índice porque mantenían posiciones defensivas y, en esa fase, no parecía existir ninguna desconexión: los inversores se mostraban prudentes y los datos eran malos. Sin embargo, más recientemente, los mercados de renta variable se han desvinculado de la economía de los fundamentales, en especial en Estados Unidos.

Los valores cíclicos registraron un comportamiento horroroso hasta mediados de mayo, momento en el que retomaron la senda alcista: en un mes el subíndice del



sector bancario se recuperó en un 30%. El sector de alimentación y bebidas, que se había visto beneficiado anteriormente por su condición de defensivo, pasó a convertirse en el farolillo rojo, mientras que los de minería y finanzas se alzaron a los primeros puestos. En ese periodo, los títulos orientados al valor se recuperaron del grueso de las pérdidas y los resultados en lo que va de año regresaron a terreno positivo. Los mercados asiáticos fueron los que registraron las fluctuaciones más extremas, puesto que la rentabilidad relativa de estos valores se invirtió por completo.²

Hay quien considera esto más que un simple movimiento táctico, aunque nosotros no estamos tan seguros. Puede establecerse una clasificación de la correlación entre el factor de «crecimiento frente a valor» y otros factores: en primer lugar con los rendimientos de los bonos,

en segundo lugar con el dinamismo del PMI (índice de gestores de compras, una medida de las tendencias económicas), seguido del dólar estadounidense y, por último, del precio del petróleo. Para que una rotación perdure, necesita la ayuda de estos factores, si bien la principal tarea de la Reserva Federal (Fed) estadounidense en estos momentos consiste en mantener controlados los rendimientos de los bonos.

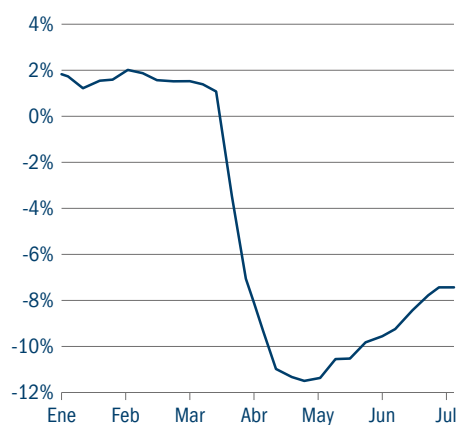
Por tanto, la rotación está frenándose porque los rendimientos de los bonos se han estancado. Asimismo, aunque el dinamismo del PMI indicaría una recuperación en forma de V, al igual que el reciente comportamiento del mercado, seguimos un 20% por detrás de la antigua normalidad,³ por lo que identificamos un segundo factor: un cambio de tendencia en el dinamismo de actividad.

► Pérdida de dinamismo

En enero, antes de que estallara la crisis del COVID-19, se había firmado la primera fase del acuerdo comercial entre EE. UU. y China, y la segunda fase era inminente. Parecía que el presidente Trump y China estaban cooperando y que todo apuntaba a que Trump sería reelegido para un segundo mandato. Entonces llegó la crisis y los datos económicos se desplomaron. El mes pasado se produjo un repunte, pero esa tendencia no va a acelerarse a partir de ahora. Las ventas minoristas de mayo en Estados Unidos progresaron un 17% interanual, lo que supone un fuerte avance, pero habían retrocedido un 15% en abril. El crecimiento de las ventas comparables semanales ha vuelto a tender a la baja.⁴

El gráfico 1 siguiente muestra el cambio de tendencia del índice económico semanal de la Fed de Nueva York. Parece que el índice de sorpresas económicas ha alcanzado su cota máxima y, a partir de ahora, puede deteriorarse. El PMI retrocedió a 20 puntos antes de recuperar el nivel de los 50, pero probablemente sea demasiado tarde para esperar que los valores financieros y cíclicos vuelvan despuntar.

Gráfico 1: Índice económico semanal del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (EE. UU.)



Fuente: Bloomberg / Banco de la Reserva Federal de Nueva York, julio de 2020.

Es cierto que la demanda tiende al alza. Por ejemplo, en pleno confinamiento resultaba prácticamente imposible comprar un coche o una casa, y ahora estamos recuperando el tiempo perdido: la demanda repuntará, pero no debemos olvidar que carecerá de dinamismo sostenible. Tomemos el ejemplo de las ventas de coches chinos, que recientemente registraron un descenso del 17% durante cuatro semanas y ahora han vuelto a los niveles de marzo.⁵ Se vieron respaldadas por el apoyo del banco central y las autoridades fiscales, pero creer que esta tendencia continuará implicaría unos rendimientos de los bonos más elevados y una (improbable) aceleración en el repunte del crecimiento.

Efectos secundarios del desempleo

En estos momentos, el mercado prevé una recuperación en forma de V, si bien creemos que la destrucción del empleo podría truncarla. A medida que las economías van reabriendo, los datos del empleo van empeorando. El aumento del desempleo perjudicará a los sectores que dependen de las masas (ocio, hostelería y venta minorista), puesto que su capacidad se verá reducida. El impacto en la economía mundial será de como mínimo el 10% a medida que salimos de la crisis; el Fondo Monetario Internacional estima que la economía mundial, valorada en 85 billones de dólares, perderá unos 10 billones de dólares.⁶ Todo esto supone un peligro real para las economías orientadas a los servicios como el Reino Unido y, evidentemente, Estados Unidos.

Así pues, con una pérdida del PIB del 10% y un mercado laboral renqueante, es imposible lograr una inflación del 2%, por lo que el rendimiento a 10 años será cero. Entretanto, los datos del PMI indican que China fue el primer país en entrar en esta espiral bajista y también el primero en salir de ella. En marzo, cuando el PMI chino avanzó de 30 a 50 puntos, las acciones de los bancos subieron un 35%, pero ahora han regresado a sus cotas mínimas relativas.⁷ En 2009, el crecimiento de la oferta monetaria se aceleró y los valores cíclicos se dispararon al alza; y lo mismo sucedió en 2016. Sin embargo, actualmente, la oferta monetaria china nos indica que no podemos confiar en que los valores cíclicos arrojarán buenos resultados a partir de ahora.

Dicho esto, si los rendimientos de los bonos y los índices PMI no pueden subir y la oferta monetaria china se está frenando, lo que perjudica a los títulos de valor y cíclicos, ¿qué títulos se verán beneficiados?

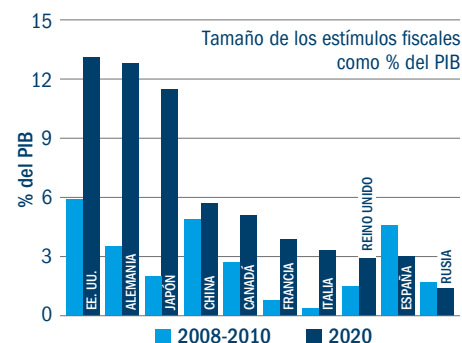
La consecuencia de que los sectores cíclicos se vean perjudicados es que cabe esperar que la tecnología y los productos farmacéuticos vuelvan a despuntar. Con la inflación y los tipos de interés en niveles próximos a cero, reviste cierta dificultad ofrecer argumentos en contra de los valores de crecimiento defensivos. Los irrisorios rendimientos de los bonos comprimen los tipos de descuento, lo que favorece a los activos de larga duración con flujos de caja elevados y sostenibles. El ratio de precio/beneficios relativo de los bienes de consumo básicos europeos se halla en su nivel más bajo en 10 años,⁸ y lo mismo se aplica a los servicios públicos, la tecnología, la atención sanitaria y otros activos de larga duración.

Una mirada al futuro

Uno de los efectos secundarios del desplome de los tipos de interés consiste en que los gobiernos tienen incentivos para contraer préstamos justo en un momento en el que más sustento necesitan las economías. En el gráfico 2 se observa una respuesta fiscal mucho mayor a la crisis

provocada por el coronavirus que a la crisis financiera mundial de 2008-2009. Con esta combinación de reducidos tipos de interés y enorme relajación fiscal, no sorprende que la renta variable haya repuntado con tanta fuerza.

Gráfico 2: El estímulo fiscal es hoy mayor de lo que fue durante la crisis financiera mundial



Nota: Las garantías de préstamos quedan excluidas si hay una determinada cantidad en las noticias

Fuente: BCA Research, julio de 2020.

Si Joe Biden ganara las elecciones presidenciales, una posible derogación de las rebajas de impuestos impulsadas por Trump podría reducir las ganancias del S&P 500. Sin embargo, en Estados Unidos resulta complicado conseguir cambios a escala nacional; solo hay que recordar el intento fallido de Trump de derogar el *Obamacare*. Por tanto, bajo un mandato de Biden, cabría la probabilidad de que la anulación de las rebajas fiscales fuera solo parcial. ¿Qué conlleva esto para el dólar? El balance de la Fed en comparación con el del resto del mundo presenta correlación con el dólar, por lo que un balance en expansión asociado a un debilitamiento del dólar conllevaría riesgos para el comercio. ¿Por qué se ha depreciado el dólar? ¿Por el impulso de la Fed al crédito o por la reflación? No se puede saber con exactitud.

Si los beneficios tardan cinco años en recuperar la tendencia previa a la irrupción del virus, el valor actual de la renta variable debería ser más reducido. Sin embargo, los tipos de interés se han desplomado en todos los tramos y los rendimientos a 10 y 30 años han quedado nivelizados. Un tipo de descuento más reducido sería indicativo de una renta variable al alza, no a la baja.

¹ Bloomberg, junio de 2020.

² Análisis de Columbia Threadneedle / Bloomberg Stoxx 600 Sector, 15 de mayo-8 de junio de 2020.

³ Datos de Bloomberg / análisis de Columbia Threadneedle Investments.

⁴ Índice Johnson Redbook, junio de 2020.

⁵ Datos de análisis de Wish, junio de 2020.

⁶ FMI, «El reajuste económico mundial: Fomentar una recuperación más inclusiva», 11 de junio de 2020.

⁷ Bloomberg, julio de 2020.

⁸ Análisis de Columbia Threadneedle / Bloomberg, julio de 2020.

Si desea más información, visite
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. **Invertir implica un riesgo, incluyendo el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos.** El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. **La inversión internacional** conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. **Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables.** Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. **La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad.** La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

En Australia: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades (*Corporations Act*) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 relativa a la prestación de servicios financieros y de comercialización a los clientes mayoristas australianos, tal y como se define este término en la sección 761G de la Ley de sociedades de 2001. TIS está regulada en Singapur (número de registro: 201101559W) por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289), que difiere de la legislación australiana.

En Singapur: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, entidad regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

En Hong Kong: Publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, firma autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros de Hong Kong («SFC») para desarrollar actividades reguladas incluidas en el epígrafe 1 (CE:AQA779). Sociedad registrada en Hong Kong conforme a la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622) con el n.º 1173058.

En la región EMEA: Publicado por Threadneedle Asset Management Limited. Sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para distribuidores: Este documento ha sido concebido para ofrecer a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no está destinado a su posterior divulgación. Para clientes institucionales: La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información. **Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.**
columbiathreadneedle.com

Publicado en septiembre de 2020 | Válido hasta marzo de 2021 | J30888 | 3235525