

REVISION DE INVERSIONES

Q4 2020

Escrito por James Macpherson

REVISION TRIMESTRAL DE INVERSIONES

El capitalismo sin la quiebra es como el catolicismo sin el infierno. Los mercados funcionan mejor cuando los participantes tienen un temor saludable de perder.

Howard Marks

Los Estados Unidos se encuentran hoy en una trayectoria en la cual cada uno de sus presidentes en ejercicio parece tener la intención de agregar tanta deuda pública como todos sus predecesores combinados.

Gavekal 18.12.2020

La gente siempre me pregunta donde hay una buena perspectiva, pero esa es la pregunta equivocada. La pregunta correcta es: ¿dónde está la perspectiva más miserable?

John Templeton

En el cuarto trimestre de 2020 los mercados continuaron su fuerte recuperación gracias a dos acontecimientos. En primer lugar, el anuncio del descubrimiento de varias vacunas efectivas para combatir el virus Covid-19 y el inicio de las campañas de vacunación. Estas campañas representan fuertes razones para tener la esperanza de pensar que la vida puede volver a la normalidad en algún momento de 2021. En segundo lugar, los resultados de las elecciones estadounidenses fueron celebrados por los mercados, que dieron la bienvenida a la presidencia Biden, junto con un Senado controlado por los Republicanos lo que permitirá mantener las políticas el Ejecutivo bajo control. Incluso si la carrera por el Senado del Estado de Georgia, el 5 de enero, cambiar esto, tal y como están las cosas, el presidente Biden tendrá menos margen de maniobra para expandir los déficits fiscales, introducir una estricta regulación de las grandes empresas tecnológicas y aumentar los impuestos. En consecuencia, los mercados terminaron el año con fuerza, con el índice MSCI World subiendo 14% en dólares estadounidenses, lo que significa una recuperación notable si se tiene en cuenta que, a finales de marzo de 2020, el mismo índice cayó 32%, en pleno pánico por el Covid.

El colapso económico en 2020 se tradujo en una recesión altamente inusual en la que los ingresos personales se mantuvieron, la construcción de viviendas se aceleró, las ofertas públicas de venta de acciones ("IPO" en inglés) se dispararon y las empresas pudieron emitir deuda a tasas muy bajas a pesar del deterioro de sus condiciones comerciales. A finales de año, la cantidad de deuda con rendimiento negativo había alcanzado el récord de 17,7 billones de dólares estadounidenses y alrededor del 80% del total de bonos con grado inversor cotizaba a 1% o menos, ya que los gobiernos hicieron todo lo posible por resolver el problema mediante medidas de apoyo. Sin embargo, la pandemia ha ampliado la brecha social. La brecha de ingresos nunca ha sido mayor y es probable que los gobiernos continúen subsidiando a los sectores de ingresos más bajos, incluso si ello conlleva un recalentamiento de la economía debido a un fuerte crecimiento del consumo. A diferencia de 2009, el estímulo no se dirige a bancos tambaleantes, sino a la financiación del gasto público, que en última instancia acaba en la economía real. A vía de ejemplo, se estima que el gobierno de los Estados Unidos tuvo un déficit fiscal de USD 4 billones en 2020, financiado principalmente por la Reserva Federal. El estado de ánimo en la política ha cambiado, hoy no se habla más de austeridad. La elección estadounidense fue relevante en este sentido. Si bien Biden ganó, la contienda fue extremadamente reñida en los votos de la clase obrera, donde Trump demostró ser electoralmente competitivo. Uno de sus logros no reconocidos fue que revirtió la disminución relativa de los ingresos del segmento más bajo de la población estadounidense después de cuarenta años de deterioro. Los demócratas no van a correr el riesgo de perder nuevamente ese segmento de votación y, probablemente, harán todo lo

posible para consolidar el voto de la clase obrera a través de políticas laborales que les sean favorables. Bonos con rendimiento negativo parecen incompatibles con esta política. Cada vez hay más señales que apuntan a un aumento de la inflación. Los estímulos de los gobiernos, bancos centrales que continúan imprimiendo papel moneda, la perturbación en las cadenas de suministro debido al diferendo con China y una recuperación violenta debida a que las economías reabastecen y reconstruyen sus suministros en la era post-Covid, son todos ingredientes que apuntan a un aumento de la inflación. Además, debe existir una gran tentación por reducir la gigantesca carga de la deuda que se ha acumulado en la última década. Por ejemplo, Gavekal estima que los préstamos del gobierno de los Estados Unidos han agregado USD 12'800 de deuda por habitante solo en 2020. Históricamente, no hay ningún ejemplo de un país que elija la deflación sobre la inflación para reducir una gran carga de deuda. Sin embargo, este es un mensaje que el mercado de bonos aún no ha asimilado. En noviembre, Perú realizó una emisión de bonos a 101 años, es decir a 2121, por USD 4 mil millones. En 200 años de historia, Perú ha incumplido ocho veces el pago de su deuda, sin embargo, la demanda por la emisión de bonos a 101 años fue cuatro veces superior a la oferta con un cupón de solo 3¼ %. Parece extraño que el ahorro de las personas pueda asignarse así. Especular sobre cual sería el precio de los bonos sólo es posible si los bancos centrales no estuvieran tan activos en los mercados impidiendo así el descubrimiento de los precios reales. No obstante, dadas las condiciones actuales, los bonos siguen siendo poco atractivos para el inversor que busca rendimientos reales o la preservación del capital. En períodos inflacionarios, el dinero muere y los rendimientos de los bonos ofrecen escasa protección contra cualquier subida de precios. Al final, probablemente será la inflación la que ponga fin al mercado alcista de bonos a largo plazo que comenzó en 1981. La mayoría de los inversores privados ya no están convencidos de invertir en los mercados de bonos, que sólo cuentan con el respaldo de las compras de los bancos centrales. Si la inflación efectivamente aumenta, los inversores venderán sus bonos para buscar retornos más seguros en otros lugares. Como consecuencia, se generará una presión alcista sobre las tasas de interés afin de traer a los inversores de regreso al mercado de bonos. Este podría ser un proceso de varias décadas, similar al largo descenso a tasas de interés negativas.

Con el refugio natural de los mercados de bonos al descubierto, los inversores activos se ven obligados a recurrir a la renta variable. Dada la catástrofe económica, los inversores han buscado empresas que puedan demostrar la capacidad de crecer incluso en caso de un cierre económico. La mayoría de ellas han sido empresas relacionadas con la tecnología o Internet, ya que el Covid dió un impulso adicional al cambio hacia la actividad económica en línea. De hecho, casi todas las ganancias del S&P 500 de 2020 provienen sólo seis compañías de tecnología (Apple, Amazon, Microsoft, Google, Facebook y Nvidia). El liderazgo tecnológico en los índices se remonta a antes. La última década fue testigo del auge de aquellas empresas que explotaron el flujo de innovaciones creadas por el rápido avance del poder de la informática. Los gigantes de la tecnología son empresas formidablemente impresionantes con características financieras inmensamente sólidas y perspectivas de crecimiento sólido y continuo. No obstante, estas empresas han alcanzado una escala en la que la ley de los grandes números puede entrar en vigor. Wall Street proyecta que las cinco empresas de tecnología más grandes aumentarán sus ventas en un 18% anual durante los próximos cinco años. Si los precios de sus acciones crecen al mismo ritmo, su capitalización de mercado combinada alcanzará más de USD 15 billones. Para poner las cosas en contexto, el S&P 500 tiene en la actualidad una capitalización de mercado de USD 30 billones. Además, estas grandes empresas están comenzando a competir entre sí mismas para mantener su crecimiento. Apple está ingresando al sector de los motores de búsquedas y Amazon está creciendo en el sector de la publicidad. Es probable que los legisladores tomen medidas reguladoras y antimonopolistas más sustanciales contra ellas. Nada de esto significa que estas empresas no continuarán produciendo resultados y crecimientos excelentes, pero los numerosos vientos de cola de que han disfrutado los precios de sus acciones en la última década pueden disminuir. Si las vacunas provocan una rotación de los sectores ganadores en el Covid (sectores que pueden sintetizarse como “quedarse en casa”) hacia los que apuntan a una recuperación inmediata (sectores que

pueden sintetizarse como “de regreso a la normalidad”), otras áreas de mercado comenzarán a florecer. Recuperar el crecimiento significará un aumento de los rendimientos de los bonos, lo que es malo para las acciones denominadas “de crecimiento”, porque aumentará la tasa de descuento por la que se valoran, pero será bueno para las acciones denominadas “de valor” porque sus ingresos se recuperarán. Las ponderaciones de los inversores se inclinan drásticamente hacia las acciones de crecimiento, por lo que existe la posibilidad de un reequilibrio espectacular.

En noviembre se produjo un repunte violento en las acciones de valor. ¿Se trata de un simple destello o de algo más permanente? Muchas de las acciones de valor están gravemente comprometidas y parecen estructuralmente deterioradas pues luchan contra una pesada deuda y las elevadas cargas jubilatorias, al tiempo que sus negocios se volvieron vulnerables debido a competidores que hacen un mejor uso de la tecnología. Pero otras empresas tienen una perspectiva más brillante, al cotizar a un nivel consistente con un colapso económico importante. Si se logra una recuperación, podrán recuperarse. La demanda se normalizará y los precios serán firmes a medida que se reduzca la capacidad y se agoten los inventarios. Inusualmente, visto que estamos saliendo de una recesión, los balances son sólidos tanto a nivel corporativo como de los consumidores, ya que las tasas de ahorro de los hogares se dispararon durante el cierre de las economías gracias a los esquemas de apoyo del gobierno. Se estima que, sólo en los Estados Unidos, los ahorros de los hogares superan con creces el billón de dólares estadounidenses. Ese ahorro se gastará probablemente cuando las personas se sientan lo suficientemente seguras y puedan hacerlo. Las existencias en la industria y el comercio minorista de los Estados Unidos se encuentran cerca de mínimos históricos. La fuerte actividad derivada del rápido aumento en la demanda de rulemanes (también conocidos como rodamientos o cojinetes) y el aumento vertiginoso de las tarifas de los contenedores en Shanghái dejan pensar que una recuperación que se avecina. Las empresas sobrevivientes verán en 2021 y 2022 un aumento en sus ganancias. A medida que las vacunas establecen la confianza del consumidor, la economía debería sorprender vigorosamente al alza. Esto contrasta notablemente con 2008, cuando el consumidor estaba sobreapalancado y obligado a ahorrar, lo que llevó a años de crecimiento moderado. Esta vez, el exceso de ahorro se gastará y ayudará a la recuperación.

En este escenario, las oportunidades dependerán de las fortalezas de cada empresa, por lo que la selección de acciones será fundamental. Sin embargo, algunas áreas generales parecen ser terrenos de caza fértiles. A pesar de las disputas comerciales, Asia sigue siendo la fábrica del mundo, por lo que es un claro beneficiario. Es de notar que desde mayo los mercados asiáticos han comenzado a tener rendimientos superiores. Japón es un beneficiario natural de una recuperación cíclica mundial. También es un buen mercado para jugar cualquier retorno de la inflación. La inflación tendría un impacto psicológico dramático en las instituciones nacionales de Japón, que están muy sobreponderadas en su mercado de bonos e infraponderadas en su mercado de acciones. Japón ha visto un desmoronamiento de su estructura industrial posterior a 1945 y un repunte significativo en la reestructuración y consolidación industrial. El nuevo primer ministro está impulsando una agenda digital, donde Japón se ha quedado rezagado, por lo que ofrece un tema de inversión independiente del crecimiento económico. Estas políticas, junto con las reformas de gobierno corporativo, están respaldando un mercado alcista tranquilo en Japón, a pesar del bajo crecimiento de su economía. El Nikkei se encuentra ahora en su nivel más alto desde 1991, y cerca de su máximo histórico medido en dólares estadounidenses. A medida que el impulso se centra en mejorar las ganancias hay razones para privilegiar las acciones sobre los bonos en Japón, el mercado puede alcanzar nuevos máximos. El mercado del Reino Unido también parece atractivo, ya que la larga cuestión del Brexit ha finalmente llegado a término, aunque la letra pequeña del acuerdo aún está siendo analizada. Los inversores internacionales están, como siempre, infraponderados en el mercado británico, lo que suele ser un buen punto de entrada para el inversor paciente. El índice FTSE está por debajo de donde comenzó el milenio.

En términos de sectores, las materias primas son un claro beneficiario de la reactivación económica. Más allá del beneficio de un crecimiento económico más fuerte, las materias primas cuentan con otros dos apoyos por parte de las políticas gubernamentales. En primer lugar, una buena parte del gasto fiscal que han realizado los gobiernos se destinará a mejorar la infraestructura, la que requiere grandes cantidades de materias primas. Tanto en los Estados Unidos como en Europa la infraestructura básica, como carreteras, puentes y alcantarillas son vetustas y necesitan renovación. En segundo lugar, la lucha contra el cambio climático ha dado lugar a una transición energética que requerirá una enorme cantidad de metales. Los vehículos eléctricos, por ejemplo, requieren mucho cobre. Esta demanda llega en un momento en que la inversión en nueva oferta de estos metales no ha sido fuerte. “Enverdecer” la economía mundial (es decir, hacer la economía mundial más ecológica) junto con la dramática impresión de dinero por parte de los bancos centrales es una receta potente para un mercado alcista de materias primas. A pesar de la crisis económica de 2020, varios metales como el cobre cotizan ya mucho más alto que hace un año. Las empresas de productos básicos no tienen las características financieras sobresalientes de las grandes empresas de tecnología, pero cuando el ciclo cambia, estas empresas pueden producir rendimientos dramáticos. Las empresas de energías más controvertidas también deberían beneficiarse. Los precios de las acciones de estas empresas han sufrido por ser percibidos como grandes contaminantes y por enfrentar una extinción a largo plazo a medida que las energías renovables las reemplazan. Sin embargo, el mundo todavía depende en gran medida de los combustibles fósiles. La caída del sector energético ha sido incluso más extrema que la de los metales. Las acciones en el sector de materias primas tienen la ponderación de índice más pequeña en décadas, pero es uno de los pocos sectores que se beneficiaría del aumento de los rendimientos de los bonos, la actividad y la inflación.

A medida que 2020 llegaba a su fin, el Covid todavía tenía un impacto dramático en las economías y en las sociedades, particularmente en las del Occidente boreal, donde el invierno vio una aceleración de los casos. Sin embargo, los mercados son muy buenos para mirar a través de los problemas y las tres vacunas líderes permiten mirar más allá del malestar actual. Cualquier retraso o problema en la implementación de las vacunas sería mal visto por los mercados. Sin embargo, si tomamos como base una implementación razonablemente fácil de los programas de vacunación y un equilibrio político continuo en los Estados Unidos con los republicanos reteniendo el Senado, la economía mundial debería comenzar a recuperarse en 2021 a un ritmo acelerado. Los mercados disfrutaron de un apoyo sustancial. No hay indicios que los bancos centrales endurezcan sus políticas al tiempo que persiste la promesa de paquetes fiscales importantes. Los ahorros acumulados durante el cierre de la economía dan más combustible a los mercados. Esto ya se puede ver con el inversor estadounidense volviendo fuertemente al mercado accionario por primera vez en veinte años. Muchas empresas también han podido tomar decisiones que habrían sido difíciles de tomar en tiempos normales, como reducir la mano de obra y cerrar proyectos marginales. Ello ha dejado a las empresas ligeras y bien apalancadas para una eventual recuperación. Para muchas empresas de valor, esta recuperación se produciría en un momento en que los precios de sus acciones provienen de un punto extremadamente bajo. El mercado de bonos tiene poco interés, y si la inflación revive, debería evitarse activamente. Las acciones de tecnología y los proxies de bonos que han dominado los rendimientos en los últimos años también se enfrentarían a un entorno más desafiante. Los inversores deberían comenzar a considerar la rotación de sus carteras para incluir ideas más centradas en el valor y relacionadas con las materias primas. Los fondos de cobertura también tienen una excelente oportunidad dada la amplia dispersión de valoraciones. Las monedas son más difíciles de medir, pero las asociadas con las materias primas deberían tender a ser más fuertes, y no sería una sorpresa que el dólar estadounidense perdiera parte de su fortaleza reciente dado el tamaño de los déficits estadounidenses. En el caso de una actividad económica más fuerte, es probable que el oro se detenga en su mercado alcista, aunque sigue siendo una buena cobertura contra la continua y creciente cantidad de impresión monetaria global.

Los resultados pasados no implican resultados futuros. Las opiniones, estrategias e instrumentos financieros que se describen en el presente documento pueden no ser convenientes para todos los inversores. Las opiniones expresadas son sólo las del momento en la(s) fecha(s) que aparece(n) en este material.

Las referencias a índices de mercado o compuestos, índices de referencia u otras medidas de resultados relativos de los mercados durante un período específico sólo se proveen a título informativo. Notz Stucki no garantiza ni es responsable de la exactitud o la integridad de las informaciones (datos financieros de mercado, precios de bolsa, resultados de investigación u otros instrumentos financieros) que se mencionan en este documento.

El presente documento no constituye una oferta ni solicitud a ninguna persona ni jurisdicción donde tal oferta o solicitud no esté autorizada ni a ninguna persona a quien sería ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Toda referencia en este documento a instrumentos específicos o a emisores sólo tiene una finalidad ilustrativa y no debe ser interpretada como una recomendación para la compra o venta de dicho instrumento. Las referencias en este documento a fondos de inversión se aplican a fondos que no han sido registrados por la Finma y que por lo tanto no pueden ser distribuidos en o desde suiza excepto a ciertas categorías de inversores. Algunas de las empresas del grupo Notz Stucki o sus clientes pueden tener posiciones en los instrumentos financieros de alguno de los emisores mencionados en este documento, o ser asesor de uno de ellos.

Hay información adicional disponible a solicitud. © Notz Stucki Group