

COMUNICADO A INVERSIONISTAS 09-20

Número 381, Año XXXII

Septiembre 1, 2020

Ciclo Económico y Bursátil

Mientras la economía mundial claramente se encuentra en medio de una muy fuerte recesión, las bolsas en los EE UU y buena parte del mundo reflejan una bonanza imposible de conciliar con la realidad económica actual. Este fenómeno, reiteradamente señalado en ediciones anteriores, continuó acentuándose durante el mes de agosto.

Naturalmente, existe conciencia que los precios de las acciones típicamente reflejan el futuro (algunos trimestres adelante). Por lo mismo, no es descartable que en breve la tasa de recuperación de la economía cobre tal ímpetu que en unos cuantos trimestres próximos el mundo deje claramente atrás la mayor parte de los significativos estragos infligidos por la crisis. Sin embargo, dicho escenario, aunque potencialmente viable, dista mucho de reunir suficiente evidencia para ser el más probable de ocurrir.

Independientemente de ello, y aún si una gran bonanza económica muy próxima en verdad está gestándose, el actual ciclo alcista no está exento de ajustarse a los patrones básicos de alzas previas. Es decir, la inevitabilidad de enfrentar, más temprano que tarde, un periodo de baja intermedio es absoluta, aún si el actual ciclo alcista tiene mucho por delante. En otras palabras, el riesgo presente en los actuales niveles de precios ya es muy elevado. Más aún, en la medida que este ciclo alcista continúe sin algún retroceso intermedio, la enorme desalineación

existente contra múltiples parámetros se agrava cada vez más, aumentando en dicha medida el nivel de riesgo del mercado.

Desde una perspectiva muy básica, sólo existen dos posibilidades futuras al respecto, cuya definición parece estar por darse en un plazo relativamente corto:

- A. Que el ciclo económico continúe fortaleciéndose para en un futuro relativamente cercano llenar con solvencia las gigantescas expectativas que el nivel de precios ya trae implícitas. En otras palabras, que la recuperación tipo V, aunque rezagada, continúe materializando con vigor renovado muy próximo a ocurrir. En este escenario, una recuperación plena tomaría forma muy próximamente, para materializar por completo durante los siguientes trimestres, antes del cierre del 2021.

Aún dentro de ese escenario, es inevitable una baja intermedia de suficiente magnitud y duración que elimine buena parte de los excesos de la severa multi aludida desalineación. Una vez transcurrida dicha baja, se construiría una nueva plataforma que fortalecería la continuidad de la tendencia ascendente en el precio de los mercados accionarios que la hipótesis A implica.

- B. Que el nivel de precios experimente un descenso suficiente en magnitud para reflejar de una manera más apropiada la realidad subyacente en la economía de la gran recesión en marcha. Dentro de este escenario, la baja aquí aludida sería de mucha mayor magnitud y alcance que la del escenario anterior, el A.

Si bien hay algunos indicios favorables que abonan a favor del escenario A, como la inusitada fortaleza del sector de construcción de vivienda (junto con la venta de casas ya existentes), y las ventas de menudeo (incluyendo ventas presenciales, no sólo por Internet), la mayoría de los indicadores están todavía muy rezagados, aún sin visos claros de mejoría sustancial inmediata. Adicionalmente, como se menciona más en detalle en el apartado siguiente, desde finales de junio la fuerza de la recuperación se redujo de manera muy significativa cayendo en un virtual estancamiento, hasta ahora.

Para que la hipótesis A prevalezca es absolutamente indispensable que la recuperación de la economía (en su conjunto) pronto recobre fuerza de manera muy significativa, tanto para salir del actual bache rápidamente, como para fortalecer la probabilidad de validez de la hipótesis A. Sin esa condición, el escenario A sería absolutamente imposible de materializar (detalles más adelante).

El “Back-to-Normal Index”

La semana pasada fue lanzado al mercado un súper oportuno y mega importante Índice (el Back-to-Normal Index) para medir y monitorear la evolución de la actual recesión en su regreso a la normalidad. Dicho índice es la creación de la dupla CNN/Moody's, y mide 37 indicadores y factores de la economía.

Adicional a las estadísticas gubernamentales tradicionales (como PIB y desempleo), este original, ingenioso, y muy completo índice mide y monitorea

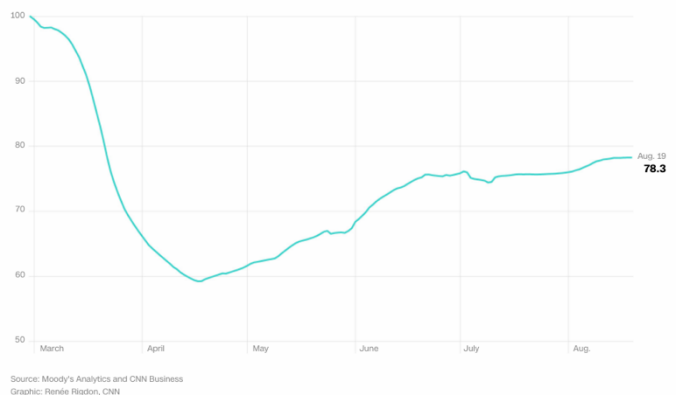
estadísticas del sector privado, tanto para lograr una cobertura más amplia, como un nivel de sensibilidad mucho más elevado y oportuno respecto al entendimiento de cómo las empresas y los consumidores están respondiendo a la recesión provocada por la pandemia.

Algunos ejemplos del tipo de información analizada, adicional a la información gubernamental, son las estadísticas de: ventas de casas (Zillow.com Research), horas trabajadas en pequeñas empresas (Homebase), solicitudes de préstamos hipotecarios (Mortgage Banker Association), tráfico ferroviario de carga (Association of American Railroads), porcentaje de ocupación en hoteles (STR, una filial de CoStar Group), reservaciones en restaurantes (OpenTable), y datos de movilidad de personas de Google, una ventana de información permanente muy actualizada respecto a los movimientos de cientos de millones de usuarios a tiendas y centros comerciales, a espacios de entretenimiento presencial y traslados a las oficinas, entre otros.

El índice utiliza el punto de partida como base 100, y corresponde al nivel de actividad económica de principios de marzo, antes del impacto negativo devastador de la pandemia.

An economy well below normal

US economy activity, as measured by the Back-to-Normal Index, declined suddenly as businesses shut down in March and April. Although it improved slightly in May and June, it has moved sideways for most of the summer.



Se puede apreciar con toda claridad que en los cuatro meses transcurridos desde el punto mínimo, 59%, el 17 de abril pasado, se ha logrado un sustancial avance, a 78.3%, el 19 de agosto pasado.

Sin embargo, al analizar en detalle dicho período, surgen cuatro observaciones muy relevantes al respecto:

1. A pesar del sustancial avance logrado hasta muy recientemente, el nivel de actividad económica se encuentra todavía poco más de una quinta parte por debajo del nivel de normalidad, el 100%.
2. Así pues, aún con el sustancial avance y recuperación ya experimentado el tramo por recorrer para llegar a normalidad es todavía enorme.

El rebote logrado del 17 de abril hasta junio fue, por decirlo así, la parte fácil. El tramo que falta es el de mayor dificultad en avanzar, donde los mayores riesgos acechan y donde inevitablemente la tasa de recuperación se reduce de manera muy importante.

3. El ritmo de avance se ha frenado mucho, de tal suerte que durante junio y julio el índice estuvo virtualmente estancado. Durante agosto la recuperación tímidamente reanudó su tendencia alcista, con una tasa de crecimiento muy pequeña.
4. Un aspecto muy preocupante es que la duración de las dos etapas señaladas hasta la fecha es virtualmente idéntica, dos meses en cada caso, del 17 de abril a mediados de junio la etapa del vigoroso rebote, y de otros dos meses la etapa de estancamiento y más recientemente de avance muy anémico.

Desde luego, existe la posibilidad de un aceleramiento próximo muy vigoroso en la tasa de crecimiento de la economía en su conjunto que mantenga la viabilidad y aumente significativamente la probabilidad de ocurrencia del escenario A.

En el otro extremo, tampoco se puede descartar la posibilidad de un gran estancamiento y pesadez en el avance de la economía, es decir, una muy peligrosa prolongación del actual estatus de las cosas. De no resolverse esto muy favorablemente y pronto, seguramente sería el fin del escenario A.

El choque de fuerzas está muy claro. El resultado final de dicha confrontación no debe tardar demasiado en manifestarse.

Sorprendente Fortaleza en Crecimiento en Ventas Presenciales y en Utilidades de Grandes Empresas Comerciales

En el lado favorable, los reportes trimestrales recientes de empresas tradicionales líderes como WalMart, Target, Home Depot, Lowes, y Best Buy claramente apuntan hacia el mejor escenario, el A. Sin embargo, estos indicadores actualmente no son suficientemente representativos de la economía en su conjunto. A pesar de tratarse de empresas mucho muy grandes, sólo cubren un sector (si bien un sector muy relevante); por lo mismo, para poder hacer un diagnóstico integral, de conjunto, más confiable es indispensable ampliar el lente. A pesar de dicha limitación, el desarrollo señalado es excelente, difícil de menospreciar.

Existen una serie de factores muy favorables, no recurrentes, que han contribuido de manera muy particular a dicha bonanza, que la hacen insuficientemente representativa respecto al gran grueso de la economía en su conjunto.

Por ejemplo, el atributo *one-stop-shop* ha probado ser extremadamente importante durante la pandemia, ya que los consumidores prefieren ahorrar viajes múltiples a diferentes tiendas, buscando trasladarse lo menos posibles (si es una sólo tienda mejor), para minimizar el riesgo de contagio. Desde luego, la venta de alimentos es fundamental y Walmart reúne todos los requisitos

señalados, y Target también, aunque en menor grado (no vende frutas ni verduras, aunque sí alimentos enlatados, envasados, y empacados).

El caso de Home Depot y Lowes es también muy especial, ya que la pandemia ha incidido en pasar mucho más tiempo en nuestras casas, y viajar al mínimo, cancelando vacaciones y salidas a restaurantes. Como resultado de ello, tantas horas en casa ha despertado un fuerte interés en hacer mejoras y reparaciones a los hogares, en aquellas familias que no han sido afectadas por la crisis (una minoría numérica, pero con alto poder de compra).

Finalmente, Best Buy, con una orientación muy clara hacia la venta de productos electrónicos y muebles y enseres para el hogar, también ha sido un beneficiario muy lógico de la pandemia ya que la demanda de productos digitales ha aumentado de manera muy sustancial debido al confinamiento y a trabajar y estudiar desde casa.

De hecho, todas las empresas señaladas con certeza han canibalizado ventas que de otra forma se habría hecho en tiendas departamentales, y en otros canales, perdedores netos de la pandemia. De ahí la insuficiente representatividad de dichas empresas sobre la economía en su conjunto en la coyuntura actual.

“Priced to perfection”

La clásica frase anglosajona hace alusión a aquellas situaciones en las que el nivel de precios está fuertemente desalineado al alza, como el caso actual, que la única manera de justificarlo es que virtualmente todo hacia adelante salga a la perfección. Es decir, no hay colchón para cubrir y absorber imprevistos negativos, cuando se presenten. Obviamente, por definición, un nivel de precios tan sobre-extendidos es insostenible y por lo mismo conlleva un enorme riesgo; de ahí la inevitabilidad de un ajuste intermedio próximo en el nivel de precios.

Por otra parte, la bonanza bursátil ha estado muy concentrada en unos cuantos sectores y emisoras del NASDAQ, en particular de alta tecnología digital. Aún a pesar de dicha concentración, la presencia de muchas emisoras de alta tecnología digital en el resto de los índices ha logrado impactar en los mismos, si bien no con la intensidad del índice NASDAQ. El gran grueso de los sectores y las emisoras virtualmente no han participado de dicho auge (detalles más adelante).

El gran Avance en el Precio de las Acciones de las Empresas Tecnológicas Líderes

No es cuestionable la solidez (fuertes balances con poca deuda) y bondad de la mayoría de los modelos de negocios (uber vigorosas tasas de crecimiento en ventas y en utilidades, con enormes y crecientes márgenes de utilidad) de las empresas tecnológicas líderes en el rally en curso, por ejemplo: Zoom (43 veces ventas), Adobe (19.5 veces), Tesla (18.5 veces), Microsoft (11.2 veces), Salesforce (11.7 veces), Facebook (11.1 veces), Apple (9.3 veces), Netflix (9.3 veces), Alibaba (8.6 veces), Google (7.3 veces), y Amazon (4.9 veces). Naturalmente, existen decenas adicionales de empresas en una situación similar, de extrema sobre valoración.

Lo que sí es ultra cuestionable es el actual nivel de precio de las acciones de ese tipo de empresas. En todas las empresas recién señaladas entre paréntesis se incluye el múltiplo Precio/Ventas (precios al 28 de agosto pasado). Como se puede observar, en todos los casos se trata de múltiplos exorbitantes, múltiplos muy transitorios que sólo se logran muy ocasionalmente cada ciertos años. Dichos múltiplos corresponden a precios de niveles máximos históricos, a una gran burbuja en los precios que, por lo mismo, los hace insostenibles en el largo plazo.

Sectores Rezagados y Amenazantes, “Bombas de Tiempo” Potenciales

Un elevado porcentaje de los sectores vitales, críticos para la economía, están en mala forma: el industrial, el inmobiliario, turismo y conexos (Aerolíneas, hoteles, renta de autos, etc.), el sector energético, un elevado porcentaje de las Pymes, las finanzas estatales y municipales, entre otros. Por otra parte, extrañamente el sector bancario aún no ha sido clasificado como de alto riesgo, pero la creciente avalancha de préstamos a empresas, entidades y personas con un elevado y creciente riesgo de insolvencia es muy grande, una consecuencia ineludible de la muy elevada tasas de desempleo y de la gran debilidad del ciclo económico.

Hay múltiples ejemplos del estatus actual de la economía mundial. Uno muy representativo es el tráfico aéreo. El aeropuerto de Gatwick en Inglaterra (el 2o en importancia después de Heathrow) recién ha reportado que el tráfico aéreo de ese aeropuerto descendió $\frac{2}{3}$ durante el primer semestre del 2020. Un abismo tan profundo difícilmente puede ser superado en un 100% antes de 3 años o más. Un factor muy importante que ha incidido (y al parecer lo seguirá haciendo por largo tiempo) es el cambio de los patrones de consumo y de demanda de servicios (probablemente ya estructural), en este caso de transporte aéreo.

El mundo está en medio de una muy fuerte transformación, con demasiados cambios simultáneos en muy corto tiempo. Aún en los casos de transformaciones virtuosas, la inestabilidad que provoca la profundidad y brusquedad de dichos cambios es realmente muy grande y nociva.

A nivel global, una crisis de deuda en los países emergentes se cierne en el horizonte. Si la historia sirve de guía, muy difícilmente dicha crisis se resolverá con el simple transcurso del tiempo. Desde luego, los mercados accionarios de los países

emergentes están muy distantes y ajenos al auge bursátil de Wall Street.

Por último, dentro de las bombas de tiempo potenciales gravitando sobre la economía está el enorme problema de la desigualdad de ingresos y de oportunidades en todo el mundo, incluyendo el tema de discriminación racial. No sorprendentemente, la actual crisis ha agravado dicho reto tan ominoso e imperativo de resolver. Naturalmente, no hay soluciones mágicas ni rápidas al respecto. La muy triste realidad señala un lacerante y progresivo problema irresuelto. No hay manera de subestimar el enorme riesgo social, político, y económico que este tema conlleva.

¿Qué Sigue?

Hay certezas casi absolutas en este punto. Por ejemplo, la imposibilidad de que una racha alcista tan pronunciada y vertical como la experimentada desde el 23 de marzo a la fecha continúe indefinidamente sin un regreso de cierta magnitud, digamos un 20, 25% o más de lo avanzado durante este periodo de alza. La racha alcista en curso ya cumplió 5 meses, es decir, ya también en duración parece estar claramente sobre extendida.

Y todo ello independientemente de que el ciclo alcista continúe después de que se presente la baja intermedia señalada. Así pues, una baja futura intermedia relativamente próxima es virtualmente una certeza, en ambos escenarios:

- A. Continuación del ciclo alcista después de dicho ajuste o,
- B. Inicio de un ciclo bajista más largo y pronunciado.

El principal reto inmediato de la economía mundial puede ser focalizado en un sólo concepto: muy elevado desempleo. Desde luego, el muy elevado desempleo es un efecto directo de la brutal

contracción de la economía por el confinamiento provocado por la pandemia. Por tanto, el objetivo ideal buscado es lograr un acelerado descenso del desempleo que provenga de un vigoroso crecimiento económico incluyente y sustentable.

Si dicho binomio no materializa con mucha fuerza durante las semanas y meses siguientes, la expansión del ciclo económico corre un enorme riesgo de abortar, via estancamiento, o algo peor. En el extremo de la adversidad, se puede presentar una segunda contracción de la economía en su conjunto (double-dip recession) con consecuencias mucho más devastadoras que lo vivido hasta ahora.

De máxima importancia, lo más lejana que se mantenga la economía y el mayor tiempo que le tome para regresar a pleno empleo, mucho mayor será el riesgo de daño estructural, de largo plazo, que la economía experimentará, junto con todas las terribles consecuencias implícitas.

En ese escenario tan desfavorable, el tiempo que se ha comprado hasta ahora con los excepcionales programas monetarios y fiscales de apoyo a la economía y a sus ciudadanos puede terminar siendo insuficiente, y muchas variables negativas razonablemente contenidas hasta ahora pueden terminar prevaleciendo en el gran encontronazo de fuerzas, descarrilando mucho de los logros alcanzados.

Esperemos que no sea así y que el escenario A muy pronto se materialice con gran fuerza, prevaleciendo durante muchos trimestres hasta regresar al punto de inicio de la crisis, para seguirse de largo con una sana expansión económica global hacia nuevos niveles de bienestar colectivo nunca antes experimentados.



Blog: www.understandglobalization.com



Facebook: www.facebook.com/globalizationthebook



Twitter: www.twitter.com/#!/globalmarmolejo

En los tres medios anteriores la firma publica información periódica sobre temas relacionados con la globalización.