

Primeras Impresiones del Aspecto de la Recuperación



Oussama Himani
Director de Inversiones
o@parkviewgroup.com

Londres
3 de abril de 2020

No hay precedentes históricos para el tipo de dislocaciones económicas que estamos padeciendo. En tiempos de guerra, las economías experimentan interrupciones en algunos sectores, pero también se benefician de la considerable movilización de recursos económicos hacia el impulso de la guerra. Los cierres de hoy son de una naturaleza diferente: se refieren a un intento deliberado de detener la propagación del Covid-19, minimizando toda actividad económica que implique interacción social.

Los costos económicos de reducir la interacción social son difíciles de cuantificar. Las consecuencias de primera instancia, tales como el cierre de todas las empresas no esenciales, son fáciles de identificar. Pero la duración de estos cierres sigue siendo desconocida. Estas medidas tienen también efectos secundarios dominantes que apenas ahora comienzan a ser aparentes. Algunas empresas no sobrevivirán. Las cadenas de suministro integradas generan interrupciones en ciertas áreas que se amplificarán en interrupciones con muchas otras áreas. Cuanto mayor sea la duración de los cierres, más complicada será la reanudación de la actividad económica.

A diferencia de lo que ocurrió en el 2008, cuando la crisis tuvo un epicentro claro, la crisis de hoy es endémica de la economía real de cada país. Un cierre obligatorio efectivamente hace ilegal el trabajar para muchas personas. No obstante, el apoyo del gobierno, por generoso que este sea, no será suficiente para compensar la caída del PIB.

Mientras no tengamos señales claras de cuándo la epidemia actual podrá alcanzar su punto máximo, es demasiado pronto para llegar a conclusiones claras sobre el alcance de la recesión. La interrupción repentina de la actividad en muchos sectores implica que estamos en medio de una caída de la actividad económica más típica de una depresión que de una recesión. Si esto se traduce o no en una depresión real, es decir, un período prolongado de actividad reprimida depende en gran medida del éxito de las políticas implementadas. Estas políticas, sin embargo, no tienen precedentes y por lo tanto no han sido probadas.

El cálculo de la trayectoria probable de la recuperación, por lo tanto, está sujeto a un grado inusualmente alto de incertidumbre. No obstante, varias características generales se están volviendo evidentes.

En primer lugar, en ausencia de una cura o vacuna que pueda estar disponible a gran escala y rápidamente, la eliminación de las restricciones a la actividad económica será gradual. Las restricciones para viajar pueden tomar un tiempo particularmente largo en eliminarse. Un avance inmediato es poco probable, dado el tiempo generalmente necesario para verificar la seguridad de un nuevo tratamiento.

En segundo lugar, el gasto discrecional del consumidor no se recuperará rápidamente. Esto se debe en parte a que los desempleados tardarán un tiempo en volver al mercado laboral, y los consumidores querrán reponer los ahorros agotados. Pensamos también que es probable que los consumidores van a volver a un ritmo lento a lugares llenos de gente, como centros comerciales, áreas de restaurantes, conciertos y salas de cine.

Tercero, el nacionalismo económico, que estaba en aumento antes de la crisis, es probable que aumente a medida que los gobiernos piensen acerca de las repercusiones de las interrupciones sobre sectores claves como la salud, la alimentación y la energía.

Todos los tres elementos anteriores sugieren que las esperanzas de una recuperación en V sean probablemente decepcionantes. La recuperación económica será gradual y desigual a través de sectores y países, y resultará en cambios permanentes en la distribución geográfica de algunas cadenas de suministros.

Las medidas económicas de apoyo tienen también consecuencias importantes sobre el panorama posterior a la crisis. La magnitud y la naturaleza de las medidas varían según el país, pero hay dos elementos en común: un apoyo excepcional directo a los ingresos de un segmento muy amplio de la población, y una intervención sustancial del banco central.

La infusión directa a los ingresos de los hogares puede lanzar el concepto Ingreso Básico al frente de la agenda política. Como mínimo, ha restablecido las expectativas para futuras recesiones. La naturaleza de la intervención del banco central tiene implicaciones igualmente sísmicas para el futuro de la política monetaria. El papel de los bancos centrales ha evolucionado de centrarse en la inflación y la estabilidad financiera, al crédito a los bancos. A través de la flexibilización cuantitativa, han asumido un papel importante en la financiación del gasto fiscal.

Existe un argumento convincente de que el creciente papel de los bancos centrales en el financiamiento de los paquetes fiscales, una vez que se recupere la demanda, será inflacionario. Será políticamente difícil para muchos gobiernos aumentar los impuestos lo suficiente para financiar completamente los costos de la crisis. El grado en que aumenten las presiones inflacionarias dependerá de la magnitud del gasto fiscal que se esté financiando, así como del nivel de recuperación de la demanda. En los Estados Unidos y el Reino Unido, la presión para financiar completamente el déficit será alta. En la Eurozona, es probable que las disputas sobre el papel del BCE limiten significativamente la financiación monetaria.

En los mercados emergentes, las perspectivas son más variadas y extremas. La crisis ha expuesto la brecha en calidad de las instituciones gubernamentales a través de los distintos países. China parece haber controlado el brote del virus, sin embargo, es muy probable que sus datos subestimen el número de casos. En países como India, es posible que nunca tengamos datos adecuados, pero lo que sí está claro es que políticas inadecuadas conllevarán una grave crisis humanitaria.

A diferencia de episodios anteriores de fugas de capital donde los mercados emergentes aumentaron las tasas de interés para estabilizar el tipo de cambio, en las últimas semanas la mayoría de estos mercados han suavizado la política monetaria. Esto es comprensible dado que la epidemia se encuentra en todos los países. Pero esto también ha significado que las excesivas depreciaciones monetarias han incrementado las tasas de amortización de deuda en moneda extranjera para bonos soberanos y corporativos, en un momento de fuerte caída de la actividad económica. Como era de esperarse, un tsunami de rebajas de calificación crediticia ya ha comenzado.

Como en el 2008, la liquidación de acciones y bonos en el mercado global ha expuesto considerables trastornos. Mientras la caída de los precios de las acciones a niveles de mercados en contracción ha sido la más rápida nunca registrada, el ajuste en el mercado de renta fija ha sido más lento pero preocupante. La liquidez se evaporó. Esto es en parte debido a la dificultad de determinar la calidad crediticia y los valores de recuperación de los bonos en circunstancias en las que los flujos de efectivo repentinamente se evaporan. Se espera que los gobiernos brinden apoyo. De otra parte, creemos que esto se debe también a la naturaleza de las regulaciones bancarias introducidas desde el 2009: Los bancos no pueden vender fácilmente las posiciones de bonos de gobierno ya que deben mantener los índices de liquidez, no pudiendo participar en el mercado de crédito.

Navegar los mercados en momentos de semejante trastorno al sistema, es muy complejo. Nosotros hemos tenido suerte de haber estado subponderados en renta variable antes de la crisis, y hemos reducido aún más la exposición al riesgo en las primeras etapas de la liquidación. Dada la incertidumbre sobre las perspectivas, es probable que mantengamos nuestra posición de efectivo más altas de lo habitual durante algún tiempo. Con los bancos centrales comprando créditos con grado de inversión además de bonos de gobierno, esperaríamos una mayor estabilización en los mercados de renta fija y una cierta reducción en los diferenciales de oferta y demanda. En el corto plazo, continuamos esperando que el retorno de la renta fija supere al de las acciones. A mediano plazo, si hay más evidencia que respalde nuestra opinión de que las presiones inflacionarias verán un cambio estructural al alza, nos estaríamos preparando para hacer un cambio significativo en los activos de renta fija.

La elaboración de este documento así como las opiniones expresadas en él son de Parkview S.A. a partir de la fecha de su escritura y están sujetas a cambios. Se ha preparado únicamente con fines informativos y para uso del destinatario. No constituye una oferta o invitación de o en nombre de Parkview S.A. a ninguna persona a comprar o vender ningún activo. Ninguna disposición contenida en este material constituye asesoría de inversión, asesoría legal, contable o fiscal, o una declaración de que cualquier inversión o estrategia es adecuada o apropiada a sus circunstancias individuales ni constituye una recomendación personal. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualesquiera ingresos que puedan acumularse pueden fluctuar, y pueden aumentar o caer. Cualquier referencia al desempeño pasado no es una guía para el futuro. La información y los análisis contenidos en esta publicación han sido compilados y obtenidos a partir de fuentes que se consideran fiables, pero Parkview S.A. no representa su exactitud o integridad y no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de su uso.