

Alex Fusté
Chief Global Economist
Andbank
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

Comentario de situación y visión de mercados - 9 de Marzo de 2020

Dado que el 2019 fue un año extraordinario, cabía una posibilidad de ver una corrección del mercado en algún momento del 2020. Personalmente no veía una amenaza inminente, y ha tenido que ser necesario el desarrollo de un *cisne negro* (suceso de alto impacto, pero imposible de predecir) para provocar esta violenta y desordenada corrección del mercado. Mirándolo en perspectiva, debo tranquilizarme y estar preparado hoy para ver ciertas magnitudes en las caídas diarias, sin que la exuberancia de las mismas me invite a pensar en el fin del mundo financiero. La economía financiera venía estando fuertemente asistida, dando lugar a un apetito voraz por el riesgo que puso a todo el mercado con las velas totalmente desplegadas a favor de la corriente. Este *cisne negro* llamado COVID-19, ha sorprendido a todo el mercado posicionado (por supuesto, largo en riesgo). Este es un detalle importante, pues en este mundo de ETFs en donde el inversor *retail* conforma ya una parte importante de los mercados, se percibe más claramente ese carácter impetuoso de esta tipología de inversores. Estamos pues atravesando esa fase de embudo en donde las órdenes de ventas no encuentran contrapartidas (*flash crash*), y restamos a la espera de que algunos agentes (*bargain hunters*) se posicionen en el lado comprador. Pero esto puede tardar algún tiempo. ¿Por qué? Los inversores están viendo cosas muy impactantes, como la decisión de poner en cuarentena a un cuarto de la población en un país en el centro del mundo desarrollado. Y como el mercado es experto en proyectar todo tipo de cosas, hoy visualiza la posibilidad de que países como los EUA pasen por las mismas circunstancias. Y eso pesa. De nada sirve que la severidad de esta enfermedad sea muy baja, ni que la evidencia sugiera una naturaleza pasajera del brote (ver países como China, Corea del Sur, o Japón, están ya en fase de control). El inversor no atiende a estas cuestiones objetivas. Como suele ocurrir en estos casos.

Si ustedes me preguntan qué opino sobre todo este asunto, les respondería que en un par de meses veremos las cosas mucho más claras. Pero ustedes quieren que les responda a otra pregunta. ¿Cuánto más puede caer el mercado?

Para responderles, replantearía la cuestión: ¿Qué circunstancias deben darse para poner fin a la fuerte corrección del mercado? Vemos cuatro factores que, de darse, pueden ayudar a consolidar un suelo.

1. Estabilización del mercado de deuda corporativa: En ausencia de compradores privados en este segmento crítico del mercado, se hace necesaria una actuación concertada de los bancos centrales. ¿Cómo? Poniendo el foco en el uso de sus programas de compras de activos (deuda corporativa), con el fin de estabilizar el mercado de crédito *Investment Grade* (IG). Creo que con eso podríamos ver también una estabilización del *High Yield* (HY), y sería suficiente para calmar los ánimos. ¿Es esto algo factible? Creo que sí. La Fed ya viene actuando agresivamente mediante el recorte de tipos y la ampliación del programa de liquidez

semanal en el mercado repo (de 100bn a 150bn de dólares) y el programa quincenal (de 20bn a 45bn dólares). No obstante, creemos necesario que la Fed incida directamente sobre el mercado de deuda corporativa. Ahora es el turno del BCE, quien tiene una reunión programada para esta semana. La mayor parte de los analistas esperan un anuncio en forma una ampliación del programa de compra en deuda de empresas. Nosotros esperamos que anuncien un aumento de estas compras desde los €20bn mensuales a los €40bn de una formamás o menos permanente (hasta que se normalice la situación). Por parte del BoJ también esperamos anuncios de estímulos en este sentido. Una señal en este sentido podría ser suficiente para estabilizar el mercado.

2. Señalización de un impulso fiscal por parte de aquellos países con capacidad: Alemania ya ha anunciado un impulso de la inversión pública valorado en €12.4bn para proteger la economía y los sectores más afectados. Al mismo tiempo, Alemania ha suavizado la regulación laboral, para hacer más sencillo el acceso a ayudas para empresas que han tenido que parar producción. En esta misma línea se muestra el ministro francés de finanzas, Le Maire, quien ha declarado que Europa necesita un plan masivo de estímulo. El ministro avanzó que en la reunión del Eurogrupo del 16 de marzo, se discutirá el volumen del plan de estímulo fiscal. Fíjense que lo da como algo hecho, y solo estaría pendiente determinar la cantidad.

3. Que los países que han alcanzado la fase de control de la epidemia muestren signos de una recuperación en V (me refiero a países como China, Corea del Sur o Japón). Eso haría que el mercado pensara más allá de los costes de la parada económica inicial. ¿Es esto factible? Sí. Hemos empezado a ver una recuperación incipiente en algunos segmentos de la economía China (tickets de vuelos y trenes), y nos dicen que la economía estaría ahora al 60% de su capacidad. Por otro lado, el coste para los trabajadores ha sido de un 5% de su renta anual, mientras que la clase media (quien sostiene una gran parte del consumo) ha estado más inmunizada.

4. La guerra del crudo supone una capa adicional de complejidad que pone presión al HY energético (muy presente en los índices). Este factor de riesgo debiera desaparecer ¿Es eso factible? Se trata de un asunto político, y como tal, es difícil de predecir, pero sí es posible volver a la mesa de negociación. El problema surge por la decisión de Rusia de no acordar nuevos recortes de producción ante la caída de la demanda global, y se agrava con la consecuente respuesta de Arabia Saudí de aplicar fuertes descuentos en su petróleo para defender cuota. El resultado es el desplome del crudo, y el riesgo de quiebras de empresas productoras. En contra de una solución tenemos: 1) Rusia quiere causar un daño económico al *shale* norteamericano, y lo hace vía precios bajos, y 2) tiene unas amplias reservas (cercanas al 30% del PIB), con las que puede aguantar la menor entrada de divisas por venta de crudo. A favor de la solución tenemos: 1) el Rublo se ha depreciado un 25% en apenas unos días, y eso afecta a Moscú de manera importante; ya sea porque ahuyenta la inversión extranjera (fija y de capital), o porque la mega devaluación amenaza con derivar en hiperinflación. 2) Otro aspecto que juega a

favor es que los Saudíes amenazan con llevar la producción de Abril a 12 millones de barriles (desde los 9.7 millones de hoy), con el objetivo de infligir el máximo dolor a Moscú, y traerlo de nuevo a la mesa de negociación.

En resumen. Estos cuatro factores podrían estabilizar el mercado, pero de estos cuatro, el primero es el más importante. Una actuación concertada de los bancos centrales para estabilizar el mercado de bonos corporativos. Diría que es una condición necesaria y probablemente suficiente para la configuración de un suelo en el mercado. Confío en que los bancos centrales entiendan la urgencia de actuar en ese segmento. Si lo hacen y estabilizan el crédito (que es lo único que piden hoy los inversores), podríamos respirar más tranquilos.

Un aspecto que vale la pena comentar también es que el sistema financiero no supone hoy el riesgo que supuso en 2008. ¿Por qué? Tras aquella crisis, el regulador obligó a los bancos a ser empresas más ineficientes pero mucho más sólidas; y eso debiera servir para tranquilizarnos. Precisamente por este marco regulatorio, que nos hace más fuertes como bancos, considero que una decisión del BCE o la FED de otorgar nuevas líneas de liquidez para las entidades financieras sería estéril. Si la regulación (Pillar III) me obliga a tener más capital sobre activo ajustado por riesgo, por mucha liquidez que me den, no voy a conceder mucho crédito. Nuestras autoridades monetarias seguramente entenderán esto, y centrarán el tiro en el objetivo debido, que no es otro que estabilizar el mercado de deuda corporativa.

Sobre las amenazas, por supuesto que las hay, pero las conocen de sobras. Esta nota tiene por objetivo identificar elementos estabilizadores y determinar si pueden materializarse.

Por último. Estamos seguros que hay una componente de exageración en los movimientos recientes del mercado. Eso significa que algunos de los activos están ya muy por debajo del precio razonable. ¿Debo comprarlos? Me atrevería a decir que sí, pero sólo utilizando un criterio muy fundamental en valores y sectores de demostrada resistencia. Me parece aún pronto para involucrarse en compras generalizadas.

Vemos una recuperación en “V” tras todo este proceso. El problema es saber desde qué base. La respuesta, siempre difícil, es que esa base probablemente esté por debajo del nivel actual de cotización. Antes de ver la mejora (que la veremos), la cosa puede estar aún algo peor.

Cordiales saludos