

Perspectivas Globales

Marzo 2009

1. La economía y los beneficios de las empresas.

La situación económica se ha clarificado mucho más en estos últimos meses: nos encontramos a nivel mundial en una contracción del crédito, que genera una contracción económica, que a su vez genera una contracción de los beneficios de las empresas.

La crisis de la que estamos siendo testigos es el resultado de una combinación fatal de **sobre-endeudamiento** y **mala asignación de capitales**. Para mantener o aumentar las rentabilidades, algunos (esencialmente los bancos) han ido asumiendo cada vez mayor riesgo.

Como este cóctel nocivo ha sido preparado a gran escala durante años, cada vez resulta más evidente que los efectos serán profundos y duraderos.

Por lo tanto, sufrimos el efecto boomerang de dicho sobre-endeudamiento prolongado, **un desendeudamiento o contracción del crédito forzado**, que hace daño, mucho daño a la economía y a todos estos actores, sobre todo, y naturalmente, a los que están más endeudados.

En las fases de contracción del crédito y de contracción económica, son el endeudamiento, por un lado, y la estabilidad de los ingresos, por otro, los que marcarán la diferencia **entre supervivencia y quiebra**.

Por consiguiente, al tener como objetivo la seguridad de sus activos, centramos toda nuestra atención en estas dos ideas: **endeudamiento limitado y estabilidad de los ingresos**.

A pesar de este entorno deprimente, hay algunas buenas noticias:

Todo el mundo no ha participado en este error histórico. Los excesos se encuentran principalmente en el sector financiero, los bancos a la cabeza, cuyo apalancamiento es, a veces, imponente.

Numerosas empresas no están en absoluto en esta misma situación de precariedad, más bien al contrario.

Los estados han evaluado la crisis y están totalmente dispuestos a no volver a cometer los mismos errores que en los años 30. La resistencia se organiza. Demasiado lentamente, quizás, de una manera a veces caótica, con opiniones desgraciadamente demasiado nacionalistas,... pero se organiza a pesar de todo. En Estados Unidos en particular, la administración Obama ha puesto en práctica una potencia de fuego impresionante. Realmente hará falta para descongelar el sistema.

Algunos **precios bajan** mucho, siendo las bajadas más importantes las del precio de las materias primas y el precio del dinero. Es una buena noticia. Solamente el descenso del precio del petróleo a los niveles de 40/50 USD por barril aligerará la factura energética en aproximadamente 1.500 miles de millones de USD en 2009 con respecto a 2008, lo que representa del 2% al 3% del PIB mundial. Evidentemente no es una buena noticia para los productores de petróleo.

La política monetaria del BCE tiene, como mínimo, seis meses de retraso, pero a pesar de todo, hace seis meses que tenemos **finalmente tipos sensiblemente más bajos**. A pesar del escepticismo generalizado, este descenso de los tipos debería comenzar a surtir efecto a partir del 2º o del 3º trimestre del año.

Algunos mercados muy importantes ofrecen signos de vida. Pensamos en particular en el mercado de **bonos corporativos**. Las sociedades con endeudamientos razonables han logrado, durante este primer trimestre, emitir una cantidad importante de nuevas obligaciones, en condiciones bastante favorables (para el emisor y para los inversores) que ilustran de paso que había liquidez abundante para inversiones sencillas con riesgos razonables.

Vemos que vuelven a anunciarse **transacciones estratégicas**. Creemos que es sólo el comienzo. Las divergencias entre las empresas y los precios históricamente bajos crean oportunidades de las que van a aprovecharse las sociedades más sólidas.

La **curva de los tipos vuelve a ser ascendente**, lo que históricamente ha sido un excelente signo premonitorio de recuperación económica. Esto, como siempre que se está en recesión, es muy difícil de creer dado que la distorsión ha sido brutal, pero se verá.

Por consiguiente, la noticia muy mala es la quiebra del sistema bancario, antaño el sector más grande del mundo por capitalización bursátil.

En numerosos casos (ver Bélgica) los propietarios/accionistas y los prestamistas subordinados han sido sencillamente borrados del mapa.

¿Saldrán los prestamistas seniors indemnes? Si hay que creer en las cotizaciones de las obligaciones, no.

¿Saldrán indemnes los depositarios? Si hay que creer en los gobiernos, sí.

La gran pregunta a plantearse (muy pronto) es ¿qué van hacer los estados para financiar su intervención actual?

Naturalmente, no hay soluciones simples.

Inevitablemente, los contribuyentes tendrán que hacer más contribuciones, en dinero y en años de trabajo. En otras palabras, los impuestos y la edad de jubilación van a aumentar.

2. Tipos de interés que bajan.

Hemos llamado su atención con regularidad sobre la inevitabilidad de un descenso importante de los tipos de interés en una contracción económica y de los riesgos (riesgos de reinversión) que esto significa para aquellos que viven de su capital.

Si usted ha decidido que no quiere soportar más la inevitable volatilidad de los precios y de las rentabilidades asociadas a las inversiones de riesgo y, por ejemplo, ha colocado su dinero a corto plazo con su gobierno o con su banco, su rentabilidad se acerca rápidamente a cero.

¡Afortunadamente hay alternativas! Alternativas que no están, por supuesto, exentas de riesgos (el riesgo cero evidentemente no existe) pero en las que los riesgos pueden ser gestionados y diversificados.

Los bonos corporativos (emitidos por las empresas) presentan rentabilidades históricamente altas de las que se puede beneficiar, aportando al mismo tiempo un servicio a la economía.

¡Atención! **Selectividad** y **diversificación** son las palabras clave!

3. La psicología de los inversores.

En tiempos más normales, la psicología de los inversores es difícil de delimitar.

En la actualidad, por el contrario, una cosa está clara, raras veces, por no decir **nunca, los inversores han sido más pesimistas**. Un pesimismo justificado, me dirán. Naturalmente, al menos tan justificado como durante las crisis precedentes, si no más.

El problema, y la oportunidad, son que **este pesimismo es contagioso y que genera movimientos de avalancha y comportamientos a menudo irracionales**.

En efecto, cuanto más baja el precio de los activos financieros y son más baratos, más rápidamente desean los propietarios deshacerse de ellos.

En efecto, no encontramos ya a un inversor interesado en una inversión en acciones a pesar de las valoraciones increíblemente bajas!

4. Las valoraciones de los activos y las rentabilidades esperadas.

4.1. Las obligaciones gubernamentales:

Los tipos gubernamentales (de los países serios, al menos) están en su nivel más bajo y representan poco o ningún valor.

Solamente en una perspectiva de depresión y de deflación profunda y prolongada pueden resultar atractivas las rentabilidades del 1% al 3%. Esta no es claramente nuestra perspectiva de futuro.

4.2. Los bonos corporativos:

Después de 18 meses de huida enloquecida de millones de inversores hacia los activos menos arriesgados, las rentabilidades de los activos de riesgo, más en particular de los bonos corporativos están en niveles muy elevados. Ya lo hemos dicho más arriba, creemos que aquí reside mucho valor.

De algún modo es un misterio para nosotros que muchos ahorradores sigan con su dinero depositado en el banco a corto plazo a tipos que tienden a cero en lugar de prestarlos a un número diversificado de empresas a tipos más altos que en el banco y para plazos más largos.

Nuestros equipos de análisis hacen un trabajo sobresaliente de discernimiento entre sociedades con endeudamiento razonable y el resto.

Las empresas de las que tenemos bonos en cartera tienen, como media, un endeudamiento neto, que equivale de 6 meses a 2 años de flujos de caja operativos. Es muy razonable.

4.3. Las acciones:

Nunca... Nunca hemos visto valoraciones de acciones tan bajas como en la actualidad y nuestra convicción es que, es muy probable, que nunca más volvamos a ver valoraciones tan bajas como las que hemos visto durante esta crisis.

No es una gran sorpresa, ya que se puede decir fácilmente que desde 1930/35, no se ha visto nunca una distorsión de este tipo en los mercados financieros seguida de una parada tan brutal del crecimiento económico.

Por consiguiente, las convicciones y los caracteres están siendo puestos a prueba de una manera muy dura.

Las empresas, de las que tenemos acciones en cartera, en base a estimaciones muy conservadoras, generan flujos de caja libres que representan como media del 6% al 12% de su capitalización bursátil. ¡Es enorme! Sobre todo cuando los tipos gubernamentales están tan bajos.

En conclusión:

¡La oportunidad histórica se encuentra en la financiación de las empresas, ya sea mediante bonos o mediante acciones!

Hay riesgos a gestionar pero las rentabilidades serán importantes.

Las cotizaciones son tan bajas que incluso no hará falta un crecimiento económico muy impresionante para lograrlos. Un crecimiento moderado, no demasiado inflacionista cumplirá perfectamente esta función.

Los que hayan preferido no correr riesgos (podemos comprenderles) ivan a contemplar muy pronto rentabilidades sin riesgos próximas a cero! No hacer nada será un error también histórico.

Atentamente,

Ivan Nyssen, CEO & CIO de **CapitalatWork**
CapitalatWork, 13 de marzo de 2009