

BBVA

Banca Privada

Nota Especial

Que los árboles no
nos impidan ver el
bosque

Madrid, marzo de 2020

El coronavirus ha superado nuestras previsiones iniciales

Pese a que apuntábamos que estábamos dentro de una gran incertidumbre, para hacer un pronóstico del coronavirus empleamos el modelo de anteriores crisis sanitarias, con un grado de contagio limitado.

El **coronavirus** tiene dos características que hacen que hayamos infraestimado su contagio. En primer lugar, porque hay una fase asintomática en el afectado, que impide identificarlo para contener la propagación. En segundo lugar, **es un virus nuevo**, por lo que no hay remedio ni vacuna, además de que no existe inmunización de grupo (herd immunisation).

Esperamos que un 85% de los contagiados no vaya a tener síntomas graves. Pero para el 15% restante, y especialmente para un tercio de los mismos, **es crítico disponer de asistencia sanitaria para reducir la tasa de mortalidad**. Con este fin, es necesario tomar medidas para aplanar la curva de contagio, para que los casos graves que necesiten asistencia sanitaria puedan ser atendidos adecuadamente y no superen la capacidad del sistema sanitario, pese a que sumemos las disponibilidades públicas y privadas.

Si tenemos en cuenta que por ser un virus nuevo puede alcanzar al 100% de la población, las medidas tomadas en algunos países parecen absolutamente necesarias para aplanar las curvas de contagio, de modo que los casos que sí necesitan asistencia sanitaria puedan ser atendidos, eliminando una mortandad evitable. Además, con ello, conseguimos tiempo en el que puede aparecer una vacuna u otro remedio, o incluso el desarrollo de una inmunidad en el humano. #YoMeQuedoEnCasa

Las medidas tomadas sí van a tener un impacto significativo en la economía

A nadie debe extrañar que estas medidas extraordinarias sí tengan un impacto en la economía. Hagamos un supuesto sencillo y, sobre todo, intuitivo; estaremos aproximadamente acertados y evitaremos hacer un cálculo preciso pero imposible de seguir.

Vamos con él. El PIB, esto es, la riqueza creada en un territorio en un periodo, en nuestro caso, un año, tarda 52 semanas en generarse (redondeemos a 50 para simplificar). Supongamos que la generación es homogénea en el tiempo, de modo que cada semana se genera en torno a un 2,0% ($=100/50$) del PIB. Si las medidas adoptadas para preservar la salud pública hacen que la economía funcione al 60% -y esto es una mera conjetura para las economías que seguimos, ¡qué más quisiéramos que disponer de este número! - de su ritmo normal, mientras duren, cada semana se genera un 1,2% ($=2,0\% \times 60\%$). Se deja por lo tanto de crear un 0,8% ($=2,0\% - 1,2\%$) de PIB por semana mientras dure la situación excepcional. Si, supongamos, teníamos previsto que la economía afectada creciera un 1,0% en 2020, si la excepcionalidad se extiende durante 3 semanas, el PIB en vez de crecer se comprimirá un -0,4% ($=1,0\% - 0,8\% \times 3$).

Y ello incluso suponiendo que la actividad se recupera en V y desde el mismo día que se levantan las medidas, la velocidad del PIB vuelve al punto de partida (el 2,0%).

Por lo tanto, **no debemos escandalizarnos si las economías que han tenido que tomar medidas sanitarias ven caer su PIB en 2020**. Si su estimación de crecimiento estaba por debajo del 2,0%, bastan unas cuantas semanas de medidas sanitarias para dejar en negativo el crecimiento del país en cuestión, aunque, e insistimos, vuelva al punto de partida una vez resuelta la situación.

Pero, además de lo anterior, **no está garantizada** una recuperación en V hasta el punto de **volver al punto de partida una vez resuelta la situación**. La **caída de los mercados** ha sido muy vertical y profunda, especialmente la bolsa, y la draconiana **reducción la actividad** en numerosos y significativos territorios, consecuencia de las medidas sanitarias, tienen **efectos de segunda ronda** que impedirán que las áreas afectadas y las de su influencia vuelvan a recuperar los niveles previos por sí mismas de un modo inmediato y espontáneo.

La actuación de las autoridades económicas es necesaria

Es por esta razón por la que la actuación de las autoridades económicas es necesaria; **la economía no volverá a los niveles de partida por sí misma en un tiempo aceptable**. Las dos anteriores razones (caídas mercados de valores y medidas sanitarias), van a generar una disrupción muy notable y seguramente no conocida en muchos negocios, que pueden verse abocados al cierre. La decidida actuación de las autoridades económicas deberá ir enfocada a minimizar el número de negocios en situación inviable, intentando evitar los efectos en cadena.

No basta con medidas monetarias como las ya tomadas, por muy contundentes que sean, **es necesario actuar también en política fiscal** apoyando a los ciudadanos y a las empresas en su actividad habitual, para que en la fase de recuperación alcancemos los niveles más próximos posibles a la situación anterior a la aparición del coronavirus. La crisis será profunda, pero con una persistencia evitable con las medidas apropiadas.

Los mercados de valores descuentan una recesión

Tanto los **mercados de renta fija** (una parte significativa de los bonos en Europa tienen rentabilidades negativas; pensemos que ningún bono alemán tiene rentabilidad positiva, ni el de 30 años) como los de renta variable (el EuroStoxx 50 ha caído un 36% y el Standard & Poors 500 un 30% desde sus recientes máximos) **descuentan un acusado deterioro permanente de la situación económica**.

Nuestra tesis es que la **corrección es excesiva** pues no pensamos que el deterioro vaya a ser permanente. Esto es compatible con nuestra sospecha de que la recuperación tampoco va a ser en V, esto es, que no volveremos inmediatamente al punto de partida. Y es compatible, porque tampoco nos vamos a estar arrastrando por el fondo, en los actuales niveles de actividad. En los mercados asiáticos, observamos cómo el éxito de las medidas de contención se refleja también en sus principales parqués: El índice de Hong Kong ha retrocedido “solo” un 20% desde máximos y el CSI 300 poco más del 120% y eso que son “índices referenciados a la zona cero”, China.

Los mercados muestran que **esto no ha sido una limpia de una excesiva sobrevaloración**. El índice Nasdaq Composite, donde cotizan las tecnológicas y donde aparentemente había un problema de sobrevaloración, ha caído algo menos que el Standard & Poors 500, y los dos índices norteamericanos, que partían de valoraciones superiores a las de Europa, han caído marcadamente menos que los índices europeos. Podemos justificar también esta tesis con el comportamiento sectorial.

¿Cuál es la alternativa?

Las casas de análisis acuñaron la expresión **Lower for Longer**, más bajo por más tiempo, para indicar que los rendimientos de los activos financieros van a estar mucho más bajos de lo que era usual por un más tiempo de lo que era habitual.

La cuestión está en **cómo protegemos la capacidad adquisitiva** de nuestro capital en este entorno en el largo plazo. Pensemos además que los bancos centrales tienen como objetivo una inflación del 2,0%. Desde luego, no vamos a encontrar la solución en los bonos gubernamentales, incluso aceptando que permanezcan en los actuales niveles de rentabilidad, lo cual es ya mucho suponer. Van a asegurarnos perder casi un 25% de poder adquisitivo en 10 años (tomando la rentabilidad del bono alemán a 10 años, -0,5% y suponiendo que la inflación coincide con el objetivo de BCE, 2,0%).

La renta variable muestra ahora un PER y una rentabilidad por dividendo que hacen de ella **la clase de activo más atractiva para preservar la capacidad adquisitiva** de nuestro patrimonio en el largo plazo, pese a la gran incertidumbre del momento, que ya se ha reflejado y en exceso, en los precios. Somos conscientes de que va a haber una **oleada de revisiones a la baja de las previsiones** de venta y de beneficios, y además **severa, pero esta serán temporales**. Recordemos que las cotizaciones reflejan un pronóstico de los dividendos ad infinitum y no solo de los más próximos.

La valoración no es un buen catalizador de las cotizaciones bursátiles en el corto plazo, luego no confiemos en su virtud de provocar un rebote en los precios de los mercados, pero sí es un indicador de rentabilidad de la clase de activos en el medio y largo. **No vendamos nuestras posiciones de renta variable**, pues la actual situación es transitoria y no permanente, no se acaba el mundo, y desde luego recuperaremos niveles de actividad muy superiores a los actuales, aunque no lo veamos inmediatamente.

Dirección de Inversiones

BBVA Banca Privada

CONTENIDOS DE LA PRESENTACION BBVA

La presente documentación se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategias de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que pueda contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conllevan que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo, por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.