

AGF – Abante European Quality Fund

La crisis del coronavirus

La crisis del coronavirus ha provocado una caída bursátil sin precedentes. En apenas quince días, las bolsas europeas han perdido más de un tercio de su valor y la bolsa estadounidense, más de una cuarta parte. Muchas grandes compañías, líderes en sus sectores a nivel nacional, continental o incluso global, han visto caer el precio de sus acciones a la mitad.

Evidentemente, nos encontramos, en primer lugar, ante una crisis sanitaria de graves implicaciones desde el punto de vista de la salud, humano y social. Y es, precisamente, en la resolución de la crisis sanitaria, en el freno del contagio, en lo que tiene puesto el foco el mercado en estos momentos. Siendo este aspecto preocupante, confiamos en que se resolverá. Y mirando al aspecto económico y financiero, me gustaría hacer, como gestor de Abante European Quality Fund, una serie de reflexiones sobre lo que está ocurriendo en los mercados.

En primer lugar, hay que recordar que el valor de una compañía depende de su capacidad de generación de beneficios y de reparto de dividendos en toda su vida futura, en los próximos veinte, treinta, cuarenta, cincuenta años... Una gran empresa, como lo son la inmensa mayoría de las que forman parte de los grandes índices bursátiles, tiene no decenas, sino cientos, de trimestres de vida por delante. Un trimestre, o dos, o tres trimestres perdidos, significa la disminución en un pequeño porcentaje, de un solo dígito, de su capacidad de generación de beneficios y reparto de dividendos.

Pero los mercados no se comportan de forma tan fría como deberían. En especial si se enfrentan a una incertidumbre sin claros precedentes. Voy a intentar hacer una valoración de la magnitud de las crisis, sanitaria, económica y bursátil que puede generar el coronavirus:

a) La crisis sanitaria

Oficialmente, el coronavirus COVID-19 ha sido el responsable de tres mil muertes en China. La fiabilidad de los datos chinos estará siempre sujeta a discusión, pero los datos europeos sí pueden parecernos a todos más fiables, sobre todo los de los fallecimientos. En Italia ya superan los dos mil y en España es previsible que la semana del 23 de marzo superemos los mil. El número de fallecimientos seguirá aumentando a un ritmo notable durante las próximas semanas y el saldo final podría llegar a multiplicar por tres, cuatro o cinco veces el actual. Pensar que entre España e Italia el número de fallecidos con coronavirus se sitúe en el entorno de 10.000 a 20.000 personas es, desgraciadamente, bastante probable. Ello significaría que, en 2020, del millón de personas que fallecerán en España e Italia (la mortalidad en Italia alcanza las 600.000 personas y



en España las 400.000 cada año), entre un 1% y el 2% de los fallecidos sería una persona infectada con coronavirus. Y detrás de las cifras, recordemos, hay personas.

Las estadísticas italianas de fallecidos por la crisis del coronavirus asumen que todos los fallecidos que han dado positivo en el test de coronavirus han muerto debido a dicha infección. En otros países, como Francia o Alemania, los criterios no son tan claros. Si se considera que la causa principal y determinante del fallecimiento era otra patología grave previa a la infección por coronavirus, puede no imputarse al virus la muerte. Cuando el año que viene repasemos las estadísticas demográficas europeas, veremos hasta qué punto la mortalidad total ha aumentado.

Más allá de estas cifras, y cómo las interpretaremos en el futuro, hoy percibimos que estamos, en términos anímicos y hasta jurídicos, en estado de alarma. Vemos cómo muchos hospitales se están quedando prácticamente sin ucis libres, cómo los médicos y el personal sanitario se están dejando la piel, con jornadas interminables de trabajo corriendo grandes riesgos para su propia salud. Y hoy vemos como muchas personas, la mayoría de la edad de nuestros padres o abuelos, sí, pero precisamente por eso, las personas más queridas, están muriendo. Y, lo que es peor, vemos que, si no se ralentiza el ritmo de contagio del virus, podría llegar a colapsar el sistema sanitario por la imposibilidad de atender, en un corto período de tiempo, una altísima afluencia de enfermos graves.

Las medidas de confinamiento darán resultado. Todavía no hemos visto esos resultados en Europa (en Italia llevan apenas unos días con una mínima reducción del número de fallecidos, pero todavía no son datos realmente significativos...). Pero los veremos en el espacio de dos, tres o cuatro semanas, las que previsiblemente durará el estado de alarma. La ralentización del número de contagios se producirá, sin ninguna duda, si la inmensa mayoría de la población limita sus contactos, como lo hace permaneciendo encerrada en su casa.

¿Cómo sabremos que se avanza en la reducción de la propagación del virus? Desgraciadamente, solo siguiendo el peor dato: el de los fallecimientos. A estas alturas de la crisis parece muy evidente que las estadísticas sobre número de contagiados no son, en absoluto, representativas de la realidad. Solo hay que ver la proporción de políticos contagiados para concluir que una extrapolación, por conservadora que fuera, de la incidencia del virus a partir de esa muestra de población (que tiene acceso a pruebas con criterios mucho menos restrictivos que el conjunto), sitúa el porcentaje de contagios en tantos por cientos, no en tantos por miles.

Multipliquen por diez el número oficial de contagiados medidos por positivos en test de coronavirus y, con gran seguridad, no se quedan cortos. Lo único cierto, desgraciadamente, es que esta semana, en España, habían muerto más de 800 personas que dieron positivo en las pruebas de coronavirus. Lo que es completamente erróneo es pensar que los fallecidos representaban un 5% del total de infectados (sería una tasa de mortalidad terrorífica).

Con gran probabilidad, el número de infectados es diez veces superior, no hablamos de 10.000, sino de más de 100.000 (si toda la población fuera sometida a un test, probablemente, incluso esa cifra quedaría corta), con lo que la tasa de mortalidad también se dividiría por 10, situándose en el 0,5% que, por ejemplo, es la muestra Corea que ha realizado pruebas masivas. Los únicos datos ciertos, y que habrá que seguir para evaluar el avance en la lucha contra el virus, serán los ingresos en las ucis y, sobre todo, el número de fallecimientos.

Tenemos por delante, como mínimo, una semana en Italia y dos en España, de malas noticias. El número de fallecidos, la única cifra fiable que hay que seguir, como decía, seguirá aumentando día tras día. En Semana Santa podríamos ver ya una clara disminución en las defunciones y entradas en las ucis, lo que permitiría una progresiva vuelta a la normalidad (fin del confinamiento). Las medidas excepcionales de confinamiento tienen un propósito principal: no colapsar las unidades de cuidados intensivos. Si este propósito se consigue, si en tres o cuatro semanas, el número de salidas de estas ucis es superior al número de nuevos ingresos, el estado de alarma podrá levantarse.

b) La crisis económica

Cerrar comercios minoristas, bares y restaurantes y muchas otras empresas, total o parcialmente, de forma indirecta, tendrá sin duda consecuencias negativas relevantes para la economía. Tanto menores cuanto más limitado en el tiempo sea el cierre. Pero, con lo que ya tenemos prácticamente garantizado (dos semanas oficialmente, más otras dos con gran seguridad, hasta Semana Santa), la caída de la actividad económica (medida por PIB) y el perjuicio sobre las cuentas públicas (caída de recaudación de impuestos, coberturas adicionales por desempleo...) será muy notable durante dos trimestres, el primero y el segundo de 2020.

Esta reflexión es trasladable, con matices, por la distinta composición de la actividad económica (España, se verá especialmente afectada, por la importancia relativa de los sectores relacionados con hostelería y turismo), al conjunto de grandes países de la eurozona, que han adoptado medidas de confinamiento similares a las españolas.

Ya no podemos albergar ninguna duda sobre la evidencia de que, en los dos primeros trimestres de 2020, el crecimiento de la economía de todos y cada uno de los principales países de la eurozona registrará tasas negativas notables. Parte de la actividad económica detenida en los dos primeros trimestres se recuperará en los trimestres siguientes (los coches y la ropa no comprada en la primera mitad del año podrá ser vendida, en parte, en la segunda mitad), pero otra parte (la recaudación inexistente de bares y restaurantes), no se recuperará.

La recuperación previsible en el segundo semestre (en el que el PIB recuperará tasas de crecimiento positivas) no permitirá compensar la gran caída del primer semestre y, en conjunto, 2020 se saldrá con un retroceso del PIB de la eurozona, quizás de un punto porcentual.

China, tras un primer trimestre muy negativo, recuperará la actividad a partir del segundo trimestre y debería cerrar el año 2020 con una tasa de crecimiento de PIB positiva, pero probablemente muy inferior (la mitad, como orden de magnitud, bajando del 6% al 3%), a la del año anterior.

La gran incógnita, en términos macroeconómicos, provendrá de Estados Unidos. No parece en estos momentos evidente que la senda seguida por los grandes países de la eurozona, de gran parálisis (por un tiempo limitado, de entre cuatro y a lo sumo seis semanas) de la actividad económica para evitar una rápida expansión de la infección que llevara al colapso de los sistemas sanitarios, universales, gratuitos y públicos, vaya a ser la adoptada por Estados Unidos. Pese a ello, parece difícil pensar que Estados Unidos, gran actor de la economía global, no vaya a verse afectado por la parálisis temporal de China (ya en fase de salida) y Europa. Podríamos esperar datos de crecimiento de PIB neutros o ligeramente negativos en el primer trimestre, y negativos en el segundo, que podrían ser compensados por un crecimiento positivo en el segundo semestre, para cerrar el año con un crecimiento próximo al 0%, y desde luego no superior al 1%.

A nivel global podríamos ver cómo el crecimiento del PIB, para el conjunto de 2020, se viera reducido notablemente con respecto al 3% del año anterior, para quedar en niveles no muy por encima del 1%.

En resumen, 2020 será un año con un par de trimestres de recesión en la mayoría de los países y de estancamiento económico para el conjunto del año a nivel global. Pero, será una recesión muy distinta de la registrada a raíz de la crisis financiera de 2008. Se verá una caída muy marcada de la actividad en un espacio muy corto de tiempo, pero superado el virus, se habrá superado la caída

de actividad económica. La crisis de 2008 provocó una caída más lenta, pero mucho más prolongada en el tiempo, todo el largo tiempo que hizo falta para sanear los balances de empresas y familias altamente endeudadas y de los bancos que les habían prestado el dinero.

Para explicarlo de una manera fácilmente inteligible y poniendo como ejemplo la economía española. La crisis de 2008 llevó a paralizar, no por un trimestre, sino por casi una década, la actividad de edificación residencial, haciendo desaparecer del mercado prácticamente un millón de empleos relacionados directamente con dicha actividad durante una década.

Esta crisis hará perder el empleo de un millón de empleados de restauración y hostelería durante uno, dos o a lo sumo tres meses, no durante una década. Y los bancos, afrontarán esta crisis de liquidez de algunos de sus clientes (empresas hosteleras, pymes y autónomos de restauración de pequeño comercio), con unos balances mucho más saneados (tanto los propios, como los de sus clientes), y con financiación abundante y más que gratuita proporcionada por el Banco Central Europeo y garantizada por los gobiernos nacionales (en la línea de los 100.000 millones de avales comprometidos, por ejemplo, por el gobierno español).

Habrà una crisis económica muy fuerte medida por datos trimestrales, pero reducida en el tiempo, seguida de una rápida vuelta a la normalidad, gracias al aseguramiento de financiación para superar el breve período (porque, en la expectativa vital de una empresa, dos trimestres es un período breve), de inactividad.

En 2021, el mundo debería recuperar su tasa de crecimiento normal, próxima al 3% (5% en Asia, 2% en América, 1% en Europa) y las empresas podrían recuperar los niveles de beneficios obtenidos en 2019.

El esfuerzo fiscal realizado por los gobiernos para ayudar a solventar la profunda crisis trimestral que tendrán muchas empresas tendrá claros efectos sobre las cuentas públicas. En España, (como en general en el conjunto de la eurozona) el déficit público aumentará notablemente. En el caso de España, hay que asumir que del 2% prometido (y 3% esperado) de déficit sobre PIB para 2020, pasemos a niveles próximos al 6%. La factura de la crisis soportada por las cuentas públicas podría situarse en niveles del orden de unos 40.000 millones de euros. La mitad de ese importe provendría de una menor recaudación impositiva por un mes de parálisis y un trimestre de muy baja actividad, una cuarta parte por mayor gasto público, en especial por coberturas de desempleo, y otra cuarta parte por financiación avalada y no devuelta.

Pero en 2021 los hoteles, bares, restaurantes, pequeños comercios y, en general, todas las empresas, volverán a tener un año completo de funcionamiento y el déficit público volverá a situarse en los niveles de 2019. Sí, quedará un saldo de deuda pública de unos 40.000 millones de euros más de lo previsto (un 3% del total de deuda viva), pero el pago por intereses derivado de la misma (con un BCE decidido a incrementar el programa de compra de activos), probablemente siga manteniéndose en 2020 y 2021 en niveles inferiores a los registrados en 2019.

En resumen, habrá una fuerte crisis económica trimestral, o semestral, pero será una crisis claramente coyuntural, no estructural, porque los fundamentales de la economía, española, europea y global, no cambiarán de forma determinante. Proseguirá la expansión de la clase media en los países emergentes, y la facilidad de financiación, a tipos muy bajos (en entornos de inflaciones también bajas, debidas a la globalización), a empresas y familias en los países desarrollados.

c) La crisis bursátil

En poco más de un mes, lo que era percibido como una grave epidemia en una región de China, se ha convertido en una pandemia global. La extensión del coronavirus a Europa y Estados Unidos ha provocado una rápida y muy marcada caída de los mercados bursátiles. De momento, la caída afecta de forma más acentuada a Europa (a pesar de que los múltiplos de valoración de partida, sobre beneficio o sobre dividendo eran mucho más bajos que en Estados Unidos). Las cotizaciones de las acciones de las principales empresas europeas acumulan caídas de entre un 30% y un 50%, mientras las estadounidenses registran retrocesos comprendidos, por lo general, entre el 20% y el 30%.

Estas caídas han llevado, en el caso de las grandes empresas de la eurozona, a situarlas en niveles de valoración absurdamente bajos, los menores de toda la historia. Partiendo del dividendo pagado con cargo al ejercicio 2019, la rentabilidad por dividendo media del Euro Stoxx 50 supera con holgura el 5%, y la mitad de los valores del índice con mayor rentabilidad por dividendo, ofrece en media una rentabilidad que supera el 7%, con un buen número de compañías por encima del 10%. Y todo ello en un entorno de tipos de interés próximos al 0%.

¿Van a mantener todas las empresas del Euro Stoxx 50 en 2020 el dividendo que pagaron con cargo al ejercicio de 2019? Probablemente no. Algunas lo harán, pero por lo general, no hay que descartar que coyunturalmente, muchas lo recorten. ¿Cuál será la magnitud del recorte? En algunos casos muy moderada, en otros (en los sectores más afectados por la crisis), puede que

incluso se suprima. Pero, con la vuelta a la normalidad, volverán los beneficios y los dividendos, que no serán tan distintos en 2021 de los obtenidos en 2018 o 2019.

Los niveles de valoración de algunas compañías son alarmantemente bajos. Tan alarmantemente bajos, que ya se están anunciando por algunos gobiernos (por ejemplo, el español), que las autoridades se reservan el derecho de autorizar la toma de control de algunas compañías estratégicas por parte de compañías extranjeras (entendidos como tales las ajenas a la Unión Europea). En España, los precios actuales de Telefónica o Repsol, las sitúan como fáciles presas de cualquier fondo de capital riesgo. Empresas que, con carácter recurrente, con una posición hegemónica en el mercado, obtienen un beneficio operativo recurrente normalizado que representa más del 20% de su actual capitalización bursátil, constituyen una oportunidad sin precedentes para una compra hostil apalancada, teniendo en cuenta que, pese a un ligero tensionamiento de las rentabilidades exigidas a la deuda corporativa, hay financiación cuasi ilimitada a tipos inferiores al 2% o al 3% a largo plazo.

¿Qué podría justificar que los bancos coticen muy por debajo de los precios que presentaban tras la crisis de Lehman o la del euro? ¿O que las operadoras de telecomunicaciones o las compañías petroleras europeas (con una base recurrente muy sólida de beneficios procedentes del refino y marketing) ofrezcan rentabilidades por dividendo superiores al 10%? ¿O que líderes europeos propietarios de centros comerciales, como Unibail Rodamco, coticen muy por debajo de la mitad del valor de sus activos inmobiliarios?

Cualquier hipótesis razonablemente pesimista de menor crecimiento de ingresos no es suficiente para justificar las actuales valoraciones.

Simplemente, el mercado ha entrado en pánico, las caídas bursátiles marcadas en un corto espacio de tiempo se retroalimentan debido a las limitaciones de riesgo asumible de muchos fondos. Un gestor de un fondo gestionado con límites de volatilidad, con criterios VAR, tiene que vender las acciones que tiene en cartera porque ya ha perdido todo lo que podía perder. Aunque sepa, aunque esté convencido, de que las acciones que ha vendido, forzado, fríamente analizadas valen el doble. Es así de triste, y así de sencillo.

¿Cuándo se contendrá el pánico? Cuando todos los que son presa de él, o que están forzados a vender, aún a sabiendas de lo absurdo que es hacerlo a los actuales precios, se hayan retirado. ¿Cuándo entrará nuevo dinero para comprar lo que otros han malvendido, llevados por el miedo o la necesidad? Cuando los que lo tienen, y créanme, hay mucho dinero esperando para invertir (la

alternativa, ahora también en Estados Unidos, es tener el dinero al 0%), consideren que el sentimiento de pánico se va a detener.

En Europa, desde luego, las caídas ya son de auténtico pánico. En Estados Unidos son de miedo, de temor, pero no de huida despavorida. Es probable que no lleguemos a ver en Estados Unidos precios tan absurdamente bajos como en Europa. Pero hasta que el mercado no se convenza de que, también en Estados Unidos, todos los forzados a malvender ya lo han hecho, no podemos esperar que se produzca la recuperación en Europa.

El nivel de precios es lo suficientemente bajo (llegando incluso al absurdo en un buen número de acciones europeas) para que en cualquier momento una noticia, no digo ya buena, sino menos mala, detenga la sangría. La recuperación de lo perdido, por lo menos de la mitad de lo perdido en el último mes, puede ser tan rápida como la caída.

¿Cuál será esa noticia? Probablemente venga de Italia, cuando veamos, quizás en una o dos semanas, que el número de fallecidos empieza a decaer y que, salvado el colapso del sistema sanitario, la economía puede retornar a la normalidad.

Cuando un inversor, como los fieles inversores del fondo que gestiono, y a los que nunca podré agradecer lo suficiente su confianza, ven que el valor liquidativo se desploma y que el precio actual de mercado de sus inversiones ha caído notablemente, el sentimiento de desasosiego, de nerviosismo, de decepción es perfectamente inteligible.

Piensen, sin embargo, que siguen teniendo las mismas acciones de las mismas empresas que tenían. Que son propietarios de grandes compañías, que han superado muchas crisis, y que seguirán superándolas. Que volverá a salir el sol para todos, que volveremos a pasear por la calle, que volveremos a entrar en los centros comerciales y tiendas a comprar ropa, que no dejaremos de hablar por teléfono, que seguiremos repostando gasolina, consumiendo electricidad, comiendo alimentos envasados, viajando en avión y alojándonos en hoteles. Que el mundo no se acaba y que el mundo económico no es otro que el que lideran las grandes compañías de las que son accionistas. Compañías que seguirán vendiendo sus productos y servicios obteniendo un beneficio que repartirán como dividendos a sus propietarios. A ustedes.

Muchas gracias,

Josep Prats, gestor de Abante European Quality

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Blog en Finect](#)
- [Perfil de Twitter](#)

La información contenida en este documento informativo es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Este documento informativo ha sido elaborado el 20/03/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.