

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Juan Diego Londoño

Noviembre 13 de 2019

La abundante liquidez global y el mercado de capitales privados

La abundante liquidez provista por los principales bancos centrales en la década pos-Lehman (2008-2019) ha continuado apoyando importantes valorizaciones de la renta variable, especialmente en el mundo desarrollado. Por ejemplo, los índices de renta variable del G7 se han valorizado un 21% en lo corrido de este año y mantienen niveles un 9% superior al de finales de 2017 (a pesar de las correcciones bajistas por cuenta de las expectativas de alzas en la tasa del FED que nunca se consolidaron). Pero en el mundo emergente, la historia es muy diferente, pues su valorización en este año (+16%) no alcanza a compensar el desplome de años anteriores y sus niveles son hoy un 5% inferiores a los de finales de 2017.

Pero a estos niveles de la renta variable se tiene que la relación Precio/Ganancia, por ejemplo, del S&P500, ya luce elevada a niveles de 20 y al ajustarla por el ciclo bordea 30 (claramente niveles costosos como para continuar comprando dichos activos).

Esa abundante liquidez global también ha tenido efectos sobre los mercados de capitales privados, particularmente sobre el *Venture Capital* (VC) y *Private Equity* (PE). Es por allí que se han venido fondeando los proyectos de empresas innovadoras (denominados unicornios-tecnológicos). No obstante, se calcula que esos *startups* con valoraciones superiores a los US\$1.000 millones están teniendo problemas de diversa índole, tales como: i) excesivas pérdidas contables que cuestionan su viabilidad financiera (sin trayectorias claras para lograr rentabilidades futuras); ii) opacidad contable en sus balances; y iii) precario gobierno corporativo. En un intento por tomar correctivos, se han tenido ajustes drásticos en juntas directivas para reducir el excesivo poder de CEOs-fundadores (siendo emblemático el caso reciente de Wework), ver *The Economist*, “*Venture-Capital After Softbank*”, octubre 31 de 2019.

Previamente se habían dado los casos de las empresas Lyft y UBER, donde la emisión de acciones (IPOs) en el NYSE no ha salido bien, pues ambas acciones han terminado por perder cerca del 30% de su valor. Wework terminó siendo una “víctima” del escrutinio más exigente que viene realizando el mercado accionario sobre las perspectivas de estas empresas. De hecho, Wework tuvo que abortar su emisión accionaria y está requiriendo un salvataje por parte de Softbank (su principal accionista). Antes de la emisión accionaria, se pensaba que dicha firma valía unos US\$47.000 millones (según la última ronda de fondeo en los mercados privados), pero ahora se cree que dicha firma no supera los US\$8.000 millones (implícitos en el rescate de SoftBank).

Históricamente, los mercados de capital privado eran relativamente pequeños. Las mejores ideas empresariales se trataban de apoyar por la vía cuasi-colegial en las inmediaciones de la Universidad de Stanford (California). Pero la abundante liquidez produjo la entrada a este mercado de grandes jugadores institucionales (*asset-managers*, fondos de pensiones y soberanos).

No obstante, el rasero que deben superar estas empresas a nivel financiero es muy diferente entre la etapa inicial de “inversionistas ángeles” y la posterior de consolidación empresarial a través del exigente mundo de los mercados públicos de las emisiones accionarias. Otro factor que ha incidido en este desencanto con empresas innovadoras es que el tiempo de maduración ahora es mucho mayor, pasando de 5 a 10 años el momento en el cual estas buscan las acciones para su fondeo. Esto se evidencia en el declive del número de emisiones, actualmente rondando 400/año vs. 800/año dos décadas atrás. También han bajado los valores de emisiones anuales (totales) a US\$20.000 millones vs. US\$80.000-100.000 millones de décadas anteriores (ver gráfico 1). Actualmente, las compañías lista-

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Juan Diego Londoño

das en Estados Unidos rondan las 4.000 vs. las 8.000 que se tenían en los 90s (ver gráfico 2).

El auge de estos mercados privados ha hecho que los activos bajo administración (AUMs) del PE se incrementen de US\$0.5 billones a US\$2.2 billones durante la última década solo en Estados Unidos (ver *Financial Times*, “*The powerful forces reshaping America’s capital markets*”, octubre 30 de 2019). De alguna vez llegar a los mercados accionarios-públicos, esos *startups* son ya empresas maduras, cuyas etapas de acelerado crecimiento probablemente ya han quedado atrás (de ahí el bajo interés de los inversionistas de los mercados públicos por esos IPOs). Ello sugiere un menor grado de dinamismo en los mercados-accionarios públicos que en otras épocas fueron la principal fuente de capital de Microsoft, Google, Apple, Amazon e incluso Facebook.

También se tienen cambios por el lado de la demanda, donde el llamado “capitalismo sin capital” juega un papel central en redes y APPs. Nótese cómo ello implica menores necesidades de capital tanto para iniciar como para escalar sus operaciones (buscando generar fenómenos de *winner-takes-all* bajo la inexorable lógica de la economía de redes).

A nivel tecnológico existen algunos atenuantes en costo, tales como considerar: i) la disponibilidad pública de códigos computacionales-base (en repositorios tipo *Git-hub*); y

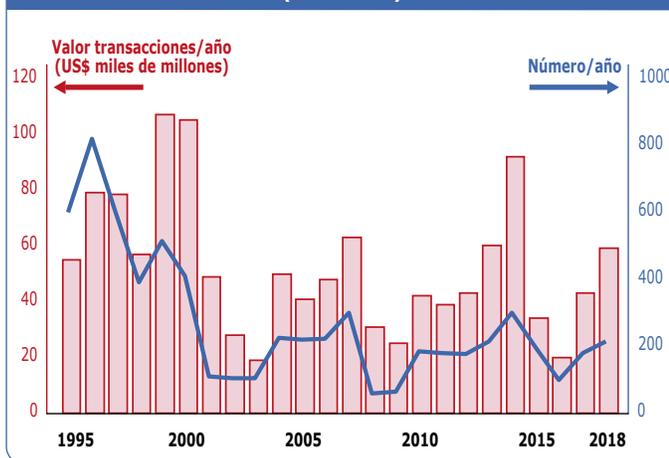
ii) el movimiento hacia arrendamientos de poder de cómputo en la nube. El resultado de todo esto es un evidente cambio en el balance de poder desde la oferta hacia la demanda de capital (averso al escrutinio de los mercados públicos).

Esos elementos de oferta y demanda han afectado seriamente el balance de mercado en la emisión de acciones. Los empresarios privados muchas veces (con razón) son aversos a la lógica cortoplacista del afán de revelación de utilidades trimestrales (algunas veces en detrimento de la sostenibilidad de largo-plazo de sus empresas).

En síntesis, la revolución tecnológica y los excesos de liquidez están marcando un verdadero cambio de paradigma en los mercados de capitales a nivel global. Allí muchas empresas están optando por permanecer en los mercados de capitales privados, evitándose los costos financieros y de revelación de información de los mercados públicos-accionarios.

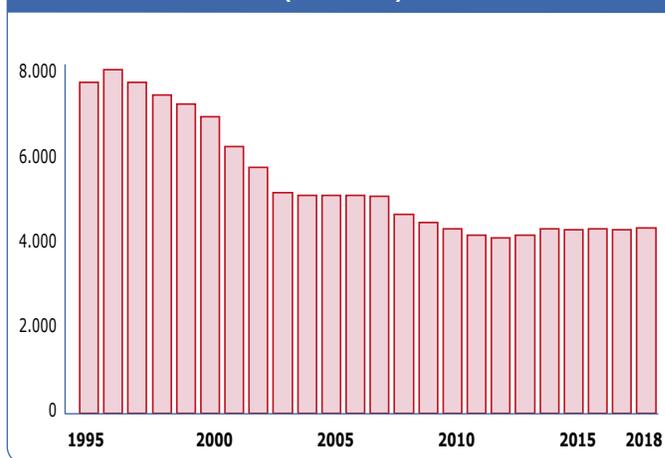
Aún es temprano para hacer un balance de dicha tendencia estructural, pero las primeras lecciones sugieren la importancia de la “disciplina de mercado” a nivel del mercado accionario, mucho más exigente que el de los fondos de inversión en sus primeras etapas (financiamiento privado). Ello es particularmente evidente en la necesidad de descontar las compañías que venden meros “sueños” vs. las requeridas utilidades futuras descontadas (ver *The Economist*, “*IPOs are a racquet, but try finding something better*”, octubre 24 de 2019).

Gráfico 1. IPOs en EE.UU. (1995-2018)



Fuente: Dealogic.

Gráfico 2. Número de empresas listadas en bolsa en EE.UU. (1995-2018)



Fuente: Banco Mundial.