



¿Dejamos atrás lo peor de la crisis?

ABRIL, 2020

por DIEGO FALCONE,
Estratega en Jefe

¿Se justifica la suba acumulada de +20% en el S&P 500 desde los mínimos del 23 de marzo? ¿Qué están viendo los inversores: un piso a la caída o una salida a la crisis? Algunas ideas para pensar durante las próximas semanas.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

LLEGA LA CABALLERÍA

Hacia mediados de febrero, para el mercado, la epidemia era un problema lejano que se circunscribía a China y a los países limítrofes, como Corea, Taiwán o Singapur. Recién cuando los contagios subieron de forma exponencial en el norte de Italia, el mercado tomó nota de la gravedad de la situación. Esto ocurrió para el 20 de febrero, justo cuando el S&P 500 lograba nuevos máximos (3.386 puntos).

En las siguientes dos semanas, fruto de la incertidumbre, las variaciones diarias del S&P 500 oscilarían entre el -4,5% (la mayoría de la veces) y el +4,5% (las menos). Para tener dimensión de la volatilidad alcanzada por el índice bastaría con compararlo con los datos de los últimos 3 años (~820 ruedas): el 82% de las veces (685 ruedas), el índice se movió entre -0,5% y +1%. Sin embargo, esto sería solo el principio de la crisis; entre el 9 y el 23 de marzo, las oscilaciones pasarían a ser entre el -9% y el +9%. Solo la intervención de la Reserva Federal y del Tesoro lograría estabilizar a los mercados. El lunes 23 de marzo a la tarde, los inversores pudieron percibir que con el paquete fiscal anunciado por Donald Trump, por US\$2,2 billones, la caída en el nivel de actividad – producto de las medidas de distanciamiento social necesarias para combatir la ola de contagios por el COVID-19 – tendría un piso.

Esta primera fase permitió recuperar parte del terreno perdido y por eso el S&P 500 está +20% desde los mínimos. La Fed y del Tesoro son los responsables de que hoy veamos el índice en 2.700 puntos en vez de los 1.700/1.800 que muchos, por esos días, pronosticaban.

¿COMPRAR, VENDER O NO HACER NADA?

Después de una suba mayor al 20%, la decisión de invertir o seguir en cash, será percibida de forma diferente si Ud. es un inversor que vendió en los peores momentos de la crisis, o si Ud. tenía una cartera diversificada con un porcentaje alto de Treasuries o de cash en cartera al 20 de febrero. Para el que vendió, comprar ahora podría implicar un doble golpe si el mercado vuelve a corregir; en cambio, para quien tenía cash esta es una gran oportunidad porque puede concentrarse y apostar al futuro en vez de lamentar

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

las pérdidas realizadas por haber vendido en lo peor de la corrección.

A pesar de las diferentes situaciones personales de cada inversor, desde el punto de vista estrictamente financiero, la posición de ambos es similar: el mercado sube y la “allocation” de cash en las carteras luce menos adecuada que unas semanas atrás.

(Casi) todos estamos de acuerdo sobre la inutilidad de pronosticar lo que hará el mercado en las próximas semanas. Pero sí existe un consenso sobre la importancia de intentar comprender lo que espera el mercado. En este momento los inversores quieren saber si la cuarentena funciona y cuándo saldremos de ella.

Por esta razón el descenso en la cantidad de nuevos contagios en Italia y otros países europeos disparó una ola de optimismo el día lunes. No es lo mismo una cuarentena de 10 semanas como la que se implementó en Wuhan, epicentro de la crisis, que una de 6 meses. En otras palabras, si el distanciamiento social dura lo mismo que en China, el paquete de US\$2,2 billones aprobado por el Congreso de los EE.UU. será suficiente para evitar el quiebre de la cadena de pagos. Pero si esta se extiende en el tiempo, el número de empresas que sobrevivirá a la falta de ingresos será muy reducido.

Más compleja es la pregunta que se hace el mercado sobre cómo se vuelve a la normalidad. El ejemplo de China parecería no ser suficiente, es necesario que sea una sociedad occidental para que sirva de ejemplo. Si Austria – que ha sido el primer país europeo en anunciar un esquema de salida gradual de la cuarentena – tiene éxito, el mercado tendrá una mayor confianza de que podremos volver pronto a los “good old days”.

¿CARO O BARATO?

Regresando a las recomendaciones para nuestros inversores, podríamos decirle al primero, el que vendió en medio de la corrección preso del pánico, que reformule su cartera de inversión y acepte que posee menor tolerancia al riesgo de la estimada en un principio.

Para nuestro segundo inversor, aquel que entró en la crisis con una cartera diversificada, tal vez sea momento de revisar su “allocation”. Los Treasuries han tenido un buen rendimiento durante estas semanas mientras que las acciones se han abaratado respecto

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

de principios de año, generando buenas oportunidades de entrada. Pero nuestro inversor se preguntará, como lo hacen muchos otros, si no tendremos mejores oportunidades para comprar. En ese caso, tal vez, la mejor estrategia sea esperar un poco más.

Esta idea de esperar se sustenta en que el índice S&P 500 está caro de acuerdo al CAPE (“cyclically adjusted price/earnings ratio” o “Shiller P/E”). ¿Por qué? Porque el CAPE promedio desde 1960 es de 23x, mientras que el de hoy cotiza a 27x. La comparación es aún peor si lo medimos contra los mínimos observados en marzo de 2009 de 15x, justo al final de la crisis de 2008.

Sin embargo, esta estrategia es equivocada porque supone dos cosas: 1) que los inversores tenemos la capacidad de pronosticar los próximos movimientos de mercado de corto plazo, y 2) que el futuro será como el pasado. La primera suposición la descartamos de plano porque es incorrecta; veamos la segunda.

FUTURO

Durante gran parte del siglo XX, el S&P 500 estuvo conformado principalmente por acciones de empresas siderúrgicas, ferrocarriles, bancos, automotrices y petroleras. Pero a fines del siglo pasado, el surgimiento de internet inició una transformación en la composición del índice. Hoy, el liderazgo pertenece a las acciones de empresas de tecnología como Amazon, Apple, Microsoft o Google.

¿CUÁL ES LA DIFERENCIA ENTRE AQUEL S&P 500 DEL S.XX Y ESTE DEL S.XXI?

La flexibilidad. Cuando se fundó Amazon, a fines de los noventa, se trataba de una tienda on-line para la venta de libros. Apple, en los ochenta, había surgido como un fabricante de ordenadores. Hoy estas dos empresas son historias mucho más complejas y diversificadas que poseen una enorme y leal base de suscriptores que les ha permitido lanzar productos Amazon Prime Video o Apple TV, y ser exitosas.

Esta adaptabilidad y capacidad de crecer contrasta con una compañía que produce acero y que difícilmente pueda reinventarse con la misma habilidad.

Esto explica por qué creemos que el mercado está dispuesto a pagar un premium en

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

términos de P/E por este S&P 500 del año 2020, que por uno con la misma composición que tenía en el año 1960.

EL CASO DE WUHAN

Mientras especulamos cómo será el día después de la cuarentena, esta semana la ciudad de Wuhan nos dió algunas pistas. Las escuelas siguen cerradas, los eventos masivos prohibidos y sigue la recomendación de las autoridades de permanecer en sus casas. Pero la mayoría de los pequeños negocios – comercios e industrias – han abierto sus persianas: se estima que el 94% de las 11.000 pymes de la ciudad ha reanudado sus operaciones. Para el caso de las grandes empresas, este ratio es incluso más alto: 97%. Para empresas de servicios, el número también es elevado: 93%.

Pero si bien el porcentaje de industrias abiertas es +90%, el nivel de trabajadores empleados es sólo del 60% respecto del nivel observado previo a la crisis. El dato que llama la atención es el consumo eléctrico, que sólo se redujo 20% respecto del mismo periodo del año pasado. Esto nos dice que las empresas están siendo más productivas, es decir, precisan menos horas hombre por unidad de producto final. Esto es así cada vez que salimos de una recesión: el capital se vuelve más productivo. Y esto también lo descuenta el mercado: por eso siempre después de cada crisis las acciones vuelven a subir.

DIEGO FALCONE
Estratega en Jefe

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invita-

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

ción o recomendación de inversión de Cohen Sociedad de Bolsa S. A para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen Sociedad de Bolsa S.A. considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa S. A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descrita en este informe. Cohen Sociedad de Bolsa S. A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.