

20 de marzo de 2020

Escenario Global.

El precio de los activos se desploma a nivel global. Las acciones de todos los mercados, los bonos de toda calificación, las acciones preferidas de sólidas compañías multinacionales, los commodities, ni siquiera el oro o el bitcoin pudieron esquivar la brutal pérdida de valor. El corona virus traerá consigo un parate feroz en el nivel de actividad, el comercio internacional y la globalización desde todas sus ópticas.

Si bien el precio de las acciones no ha caído en la misma magnitud que en la crisis global del 2008 y 2009, la velocidad del desplome es llamativa. Desde 1928, las grandes correcciones promediaron el 23% y tuvieron una duración en promedio de 147 días. En esta ocasión, la caída ronda el 30% pero en un cortísimo plazo de 17 días. El brutal y rápido desplome tiene su origen en la incertidumbre. La propagación del Corona virus es incierta y sus efectos sobre la economía global todavía no pueden determinarse. Cuanto más tiempo tarde la contención y mayor tiempo se prolongue la parálisis global, mayores los daños en la economía.

SPX Correction Analysis (1928 - 2020)			
	Magnitude of Correction	Duration of Correction	Avg. Daily Perf
Average	-22.65%	146.9	-0.32%
Average Since 1945	-19.46%	137.4	-0.32%
Average Since 1990	-20.71%	113.8	-0.43%
Median	-16.53%	74.5	-0.20%
2020	-26.74%	17	-1.57%

Fuente: @Amdalleq

Cuando uno miraba hace un mes los niveles de valuación y cotización récords del mercado norteamericano, una caída del 30% frente a semejante crisis parece poca. Sin embargo, como remarcamos en el Resumen de la semana pasada ([ver acá](#)), aproximadamente un tercio de la suba total del S&P en los últimos años se explicó por la excelente performance de un grupo de empresas (FB, AMNZ, NFLX, MSFT, AAPL y GOOGL). Con esto queríamos mostrar que las valuaciones son muy heterogéneas entre mercados, países, sectores, etc. El escenario de pánico actual barrió con todo prácticamente por igual.

Los siguientes gráficos muestran como las ventas masivas (sell-off) no solo afectaron a las acciones,

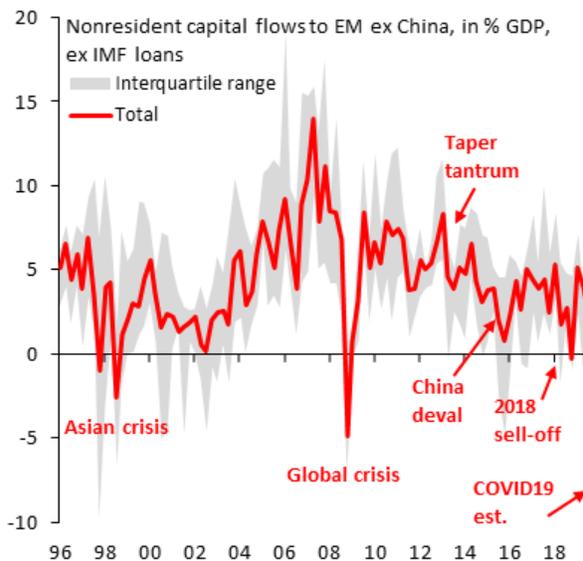
sino que también destruyó el precio de otros activos. Por orden de gráficos, aunque prácticamente son todos iguales, los bonos globales grado de inversión cayeron un 20%, los bonos americanos con calificación por debajo de BBB cayeron un 22%, los bonos de economías emergentes en USD se derrumbaron un 25% y las acciones preferidas de empresas de Estados Unidos se desplomaron en promedio un 29%. Para tener una dimensión del grado de incertidumbre, solamente en marzo los bonos grado de inversión norteamericanos cayeron un 13%, una caída aún mayor a septiembre de 2008 cuando Lehman voló por los aires. Una cuestión no menor. En los últimos años experimentamos una explosión de la industria de ETF pasivos, fondos que replican mercados, tanto de acciones como de bonos de forma pasiva, ponderan todo de forma idéntica al mercado. Cuando los inversores corren a la liquidez, como en estos escenarios, los ETF desarman posición, se encienden los algoritmos y se desatan las olas de ventas, sin distinción, simplemente venden para hacer frente a la liquidez.





Fuente: Bloomberg

En el siguiente gráfico, línea roja, se ve la formidable salida de capitales de los países emergentes. El *fly to quality* (huida a bonos del Tesoro Americano, Alemán, Suizo y Japonés, fundamentalmente) fue mayor que durante la crisis Asiática de los 90 e incluso bastante mayor al estallido de la crisis *subprime* del 2008.



Fuente: @SergiLanauIIF

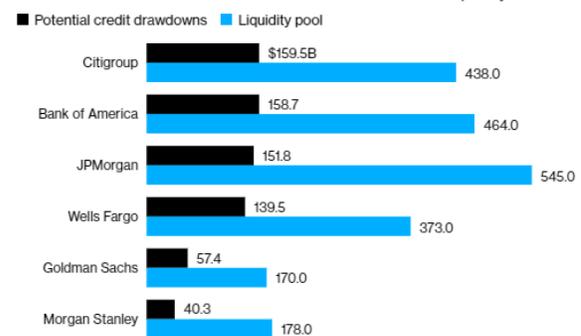
Si repasamos la caída de 2008/2009, a la renta variable le queda todavía un importante sendero bajista por delante (aproximadamente entre un 10% y 15%). En materia de renta fija, la trayectoria de precios actual equiparará prácticamente el derrumbe de la *subprime*. ¿Y entonces? ¿A dónde van los precios? En el corto plazo, como siempre decimos, 100% aleatoriedad. De mediano plazo creo que la cuestión clave es diferenciar esta crisis con la de 2008/2009.

Creo que este es el punto más importante. Los mercados no tendrán calma hasta que los efectos

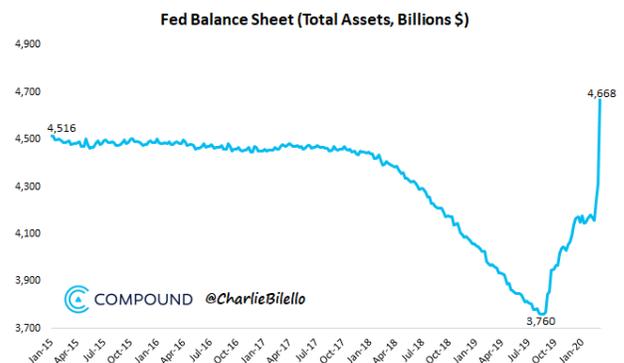
del virus se hayan contenido. El mercado ya descuenta un futuro parate en el nivel de actividad, pero todavía no puede medir bien hasta donde se extenderán los efectos de la pandemia. El colapso en la actividad tendrá fuertes consecuencias en los balances y sobre todo en la salud financiera de las compañías. La prolongación del parate determinará el daño financiero. Sin embargo, en esta ocasión la salud de los bancos es buena, las entidades a nivel global cuentan con importantes colchones de liquidez (primer gráfico). Además, para fortificar esa liquidez, los bancos centrales de todo el mundo sacaron en simultaneo una artillería para reforzar el sistema financiero, una acción rápida y simultanea creo que nunca vista (segundo gráfico muestra la acción rápida de la FED). Sobre este punto volveremos con mayor detalle en un próximo *Resumen Económico*.

Strained Scenario

A look at the bite credit lines could take out of banks' liquidity



Source: Company filings, Bloomberg calculations
Note: Assumes 70% drawdown of credit commitments in health care, energy, transportation, leisure and mining sectors as well as 30% in the rest of the corporate lending commitments. Liquidity pool is high-quality liquid assets defined by regulation, which include cash and easy-to-sell securities.



Fuente: Bloomberg y @CharlieBilello

Mismas conclusiones de la semana pasada. El colapso actual creo que trae oportunidades de largo plazo en diferentes tipos de activos. En el mundo de la renta fija algunos bonos emergentes, bonos corporativos investment grade, o por debajo pero de empresas con buena liquidez, y acciones preferidas volvieron a mostrar rendimientos muy elevados. En el mundo de la renta variable, muchas acciones volvieron a mostrar valuaciones atractivas en diferentes economías y sectores. Algunas acciones se volvieron atractivas considerando únicamente el futuro pago de dividendos. Solo compre si está dispuesto a subirse a la montaña rusa por varias semanas y mirar a largo plazo. De comprar, creo las compras parciales (siempre paulatinamente) y el prudente manejo de la liquidez es lo más aconsejable en este contexto. En nuestros *Resúmenes* mencionamos la importancia de tener liquidez en la cartera, pero la liquidez sólo es útil si en algún momento se empieza a utilizar.

Argentina es otro cantar, la abrupta caída en los bonos a nivel global creo que harán que el canje de deuda tenga que ser retrasado. El Gobierno durmió cuatro meses en los laureles y perdió el inmejorable escenario internacional para realizar el canje.

juan@cucchiara.sba.com.ar