

## HOUSE VIEW



17 DE ABRIL, 2020

---

por DIEGO FALCONE,  
CHIEF STRATEGIST

---

**Análisis global y última  
posición de Cohen Wealth  
Management en clases de  
activos y temas de inversión**

### **PERFORMANCE DURANTE MARZO**

Durante el mes de marzo, nuestras carteras balanceadas tuvieron una performance negativa por el impacto de las medidas de distanciamiento social adoptadas por los países desarrollados, en las perspectivas de crecimiento económico. Los portfolios Income y Growth, retrocedieron un -9,2% y -12,1% respectivamente.

Por el lado de las carteras de renta fija, Capital Preservation tuvo un rendimiento neutro del 0%, mientras que Low Volatility rindió un -3,3% por su exposición a la renta fija emergente high yield; el asset class más castigado (-16,9%) dentro del universo de la renta fija USD.

## RENDIMIENTO POR ASSET CLASS

El índice de acciones globales MSCI ACWI retrocedió durante el mes un -13,4%. Destacamos que la mala performance fue común a todos los mercados: el S&P 500 registró una caída del -12,3% y el índice europeo EURO STOXX 50 -16,4%. Los Mercados Emergentes tuvieron otro mes para el olvido y perdieron un -15,4% (MSCI EM). Sólo podemos destacar como “positivo” que las acciones del índice MSCI China cayeran -6,6%. Esta mejor performance relativa se explica porque al ser China la primera economía afectada por el brote del virus, se encuentra liderando el proceso de salida de las medidas de distanciamiento social necesarias para reducir la tasa de contagio.

Sin embargo, esta ventaja de China fue el disparador para nuestra decisión de reducir la tenencia de iShares MSCI China ETF en las carteras Income y Growth. ¿Por qué? El racional detrás de la decisión es la menor contundencia – en términos monetarios – del paquete de estímulo fiscal anunciado por las autoridades chinas, respecto del realizado por el gobierno de EE.UU. o de la Unión Europa. Las economías occidentales tendrán mayor viento de cola en los próximos meses. De todas formas, esperamos que en el próximo Congreso Nacional del Partido Comunista, que tendrá lugar a principios de mayo, tengamos mayores precisiones sobre la composición de ese gasto fiscal que nos permitan repensar nuestra decisión.

De todos los sectores económicos que componen el índice MSCI ACWI, el más afectado ha sido el de energía. Los recortes de producción anunciados por la OPEC+ de 10 millones de barriles de petróleo diarios no serán suficientes para contrarrestar la caída estimada de 29 millones de barriles diarios en la demanda. En este contexto, el precio del barril de petróleo cayó un -54,2%, arrastrando consigo a todo el sector que retrocedió un -29,3% según el índice MSCI World Energy Sector.

De todas formas, a raíz del ajuste observado, no nos parece oportuno modificar nuestra posición de sobre-ponderación en el sector; aunque sí nos pareció importante

cambiar la composición de la tenencia: cerramos nuestra posición larga en futuros del WTI y la reinvertimos en acciones de compañías energéticas a través del Energy Select Sector SPDR Fund (XLE).

## **SAFE HAVEN**

Dentro de los activos considerados defensivos, el mejor instrumento para proteger las carteras en el mes de marzo fueron los Treasuries que subieron +6,4%. En un distante segundo lugar se ubicó el Yen Japonés con +0,3%.

Nuestra posición en Treasuries en la carteras balanceadas – Income y Growth – no pudo capturar esa performance porque a fines de febrero preferimos estar cortos de duración (1-3 años) dado que la tasa del bono del tesoro de 10 años estaba en 1,1%: un nivel demasiado bajo y que no justificaba el riesgo de duración en un escenario de “normal” de mercado. El perfil riesgo-retorno de los Treasuries largos, aún a pesar de la incertidumbre que rodea el regreso a la normalidad de la economía global, nos sigue pareciendo desfavorable para el mediano y largo plazo.

El fuerte recorte de tasas realizado por la Fed nos obliga a reducir el nivel de T-Bills y Treasuries cortos en cartera; posición que a principios de abril era de ~50% para la Income y ~35% para Growth. El activo elegido para reinvertir esos fondos son los bonos corporativos U.S. Investment Grade. ¿Por qué? Porque los actuales niveles de spread sobre Treasuries – ~200 puntos básicos – a los que cotizan estos instrumentos nos parecen atractivos. Además, tienen detrás a una Reserva Federal que se ha convertido en el comprador de última instancia.

## **POSICIONAMIENTO PARA ABRIL**

Para determinar el posicionamiento de las carteras de cara a las próximas semanas, es preciso comprender la dinámica en la que se encuentran los mercados financieros desde que se impusieron las políticas de distanciamiento social necesarias para combatir el COVID-19.

Entre el 20 de febrero y el 23 de marzo, atravesamos lo que denominamos la Fase I o “en búsqueda de la estabilización”. Durante esas 4 semanas, cuando el mercado tuvo oscilaciones diarias de +/-10%, producto de la enorme incertidumbre que generaba el crecimiento del número de contagios por el coronavirus, el mercado buscaba una respuesta en las autoridades ante el descalabro. Cuando finalmente la Fed y el Tesoro de los EE.UU. lograron definir un paquete de medidas monetarias y fiscales, lo suficientemente grande para restablecer la liquidez en los mercados y evitar el colapso de la cadena de pagos, recién ahí los inversores pudieron respirar y el índice S&P 500 encontrar un piso a la caída.

A partir de ese momento entramos en la Fase II o “de recuperación”. En este periodo que creemos que va desde el 23 de marzo hasta el pasado 13 de abril, el mercado comenzó a descontar el éxito de las medidas de distanciamiento social para desacelerar el crecimiento de nuevos contagiados y lograr aplanar la curva. Este proceso le permitió al S&P 500 escalar un 27% desde mínimos.

Ahora estamos en la Fase III o “de consolidación”. Este periodo, a nuestro entender, queda inaugurada a partir del anuncio por parte de Donald J. Trump sobre cuáles serán los lineamientos para la salida gradual de las medidas de distanciamiento social en los EE.UU. En esta nueva fase, el mercado se debatirá entre “back to happy days” y “not out of the woods yet”. Es decir, entre un regreso a la normalidad como si nada hubiera pasado, o una recaída producto de una nueva ola de contagios.

Lamentablemente no sabemos cuánto podrá durar esta tercera fase, pero sí que será un periodo de incertidumbre y mucha volatilidad. De todas formas, creemos que no será tan volátil como durante la primera fase, pero sí que será más larga e incierta que la segunda.

Denominamos la Fase IV o “de crecimiento”, aquella en la que los mercados finalmente dejen atrás el periodo post-pandemia e inicien un nuevo bull market. En esta etapa será clave anticipar cuáles serán los ganadores, es decir, aquellas empresas

que expliquen una parte determinante de las ganancias del índice. Durante el anterior bull market, las cinco mayores empresas del S&P 500 – Apple, Amazon, Google, Microsoft y Facebook – explicaron un quinto de su expansión. ¿Quiénes serán las empresas líderes en el mundo post-pandemia? ¿Serán las compañías de energía renovables? ¿Las del sector de la Health Care? Falta mucho para ese debate, pero es importante saber que habremos de darlo llegado su momento.

## CONCLUSIÓN

En esta Fase en la que se encuentran los mercados, hemos decidido que las carteras balanceadas quedarán conformadas con una mayor ponderación de U.S. Corporate Investment Grade respecto de principios de marzo a expensas de los T-Bills y Treasuries cortos. Mantenemos nuestra posición en oro de ~5%, como así también nos parece oportuno continuar con la sobre-ponderación en los dos Asset Class más castigados durante la corrección: Energía y la Renta Fija Emergente High Yield.

Diego Falcone  
Chief Strategist

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, invitación 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 descripta 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