

# Lo que el mercado de valores nos dice sobre las consecuencias de COVID-19



Stefano Ramelli, Alexander Wagner

[Voxeu.org](https://voxeu.org), 12 de marzo de 2020

Traducción: Enrique A. Bour

*El nuevo coronavirus representa un riesgo temible que está provocando un comportamiento febril entre los inversores de todo el mundo. Esta columna muestra que, inicialmente, las expectativas económicas sobre el comercio internacional subyacen a variaciones en las cotizaciones bursátiles de las empresas individuales; más tarde, la preocupación por la deuda corporativa comenzó a desempeñar un papel.*

El brote del nuevo coronavirus (COVID-19) pasará a la historia como un ejemplo importante de un riesgo desatendido. El tema de las "enfermedades infecciosas" ocupaba el décimo lugar en cuanto a su impacto en el Informe sobre el Riesgo Global 2020 del Foro Económico Mundial (FEM 2020, publicado el 15 de enero de 2020), pero se consideraba bastante improbable. La atención de los encargados de adoptar decisiones en las empresas y los políticos se concentraba principalmente en las fuentes tradicionales de riesgo empresarial y en cuestiones ambientales apremiantes. Sin embargo, sólo unas semanas después, su atención cambió drásticamente.

Según la Organización Mundial de la Salud (OMS), al 10 de marzo de 2020, el COVID-19 había provocado más de 110.000 infecciones confirmadas y 4.015 muertes en 110 países, y las cifras están aumentando rápidamente. Se están produciendo enormes trastornos en la vida personal, incluidos toques de queda (o situaciones que se asemejan a toques de queda) para un gran número de personas. Más allá de las tragedias inmediatas de muerte y enfermedad, los efectos indirectos del miedo se están apoderando de un número incontable de personas en todo el mundo.

A la luz de los impactos masivos del coronavirus en la salud física y psicológica pública, los impactos económicos y financieros pueden parecer secundarios. Sin embargo, los efectos económicos van a ser potencialmente de primer orden. Los economistas están empezando a considerar estas consecuencias (véase en particular el último libro electrónico de Vox editado por Baldwin y Weder di Mauro 2020). Los trabajos anteriores también proporcionan valiosos conocimientos. Por ejemplo, Adda (2006) analiza los brotes de varias enfermedades virales en Francia y evalúa los efectos (a veces sutiles) de políticas como el cierre de escuelas y la clausura de redes de

transporte público. En última instancia, las predicciones son difíciles porque se desconocen la propagación de la enfermedad, las respuestas políticas y el comportamiento individual.

Una herramienta importante para entender las consecuencias de eventos como la aparición de COVID-19 es considerar los cambios en el precio de los activos. Estos cambios de precio captan expectativas actuales. Por lo tanto, el investigador no necesita rastrear todos los cambios futuros de los flujos de caja y las tasas de descuento por separado (Schwert 1981). Efectivamente, los mercados de activos proporcionan estudios continuos y de alto interés sobre los resultados futuros esperados.

## **Incubación, brote y fiebre**

En un nuevo artículo (Ramelli y Wagner 2020), proporcionamos un primer examen de la reacción del precio de las acciones al brote de COVID-19. Investigamos tres períodos, que denominamos Incubación (jueves 2 de enero de 2020 a viernes 17 de enero), Brote (lunes 20 de enero a viernes 21 de febrero) y Fiebre (lunes 24 de febrero a al menos el viernes 6 de marzo).<sup>1</sup>

- **Incubación:** El 31 de diciembre de 2019 se notificaron por primera vez a la OMS casos de neumonía detectados en Wuhan (China) y el 1º de enero de 2020 las autoridades sanitarias chinas cerraron el mercado mayorista de mariscos de Huanan después de que se descubriera que los animales salvajes que se vendían allí podían ser la fuente del virus. El primer día de comercio después de estos acontecimientos fue el 2 de enero de 2020.
- **Brote:** El 20 de enero, las autoridades sanitarias chinas confirmaron la transmisión del coronavirus de persona a persona, y la OMS emitió el primer informe de situación sobre el brote.
- **Fiebre:** El domingo 23 de febrero, Italia puso a casi 50.000 personas en estricto aislamiento en Lombardía (una de las regiones más pobladas y productivas de Europa) en un intento de controlar el brote después de registrar sus primeras muertes por COVID-19 el sábado 22 de febrero.

Los acontecimientos que dieron inicio a los períodos de Brote y Fiebre cambiaron notablemente la atención de los participantes en el mercado. La Figura 1 muestra que en las llamadas de conferencia sobre ganancias, los gerentes y analistas de las empresas sólo empezaron a prestar atención al nuevo coronavirus después del 20 de enero. La primera conferencia telefónica internacional en la que se discutieron las palabras clave "coronavirus", "covid-19", "2019-ncov", o "sars-cov-2" tuvo lugar el 22 de enero. La fracción de empresas que discutieron estos temas aumentó notablemente con el tiempo, hasta alrededor del 30% al final del período del brote. Cuando comenzó el período de Fiebre, esa fracción aumentó a aproximadamente el 50%.

---

<sup>1</sup> Para una línea de tiempo completa, véase [https://en.wikipedia.org/wiki/Timeline\\_of\\_the\\_2019-20\\_coronavirus\\_outbreak](https://en.wikipedia.org/wiki/Timeline_of_the_2019-20_coronavirus_outbreak).

La intensidad de búsquedas globales en Google sobre Coronavirus se incrementó masivamente después del 20 de enero. Disminuyó un poco después de su pico interino a fines de enero, pero cuando comenzó el período de Fiebre, la intensidad de la búsqueda se disparó.

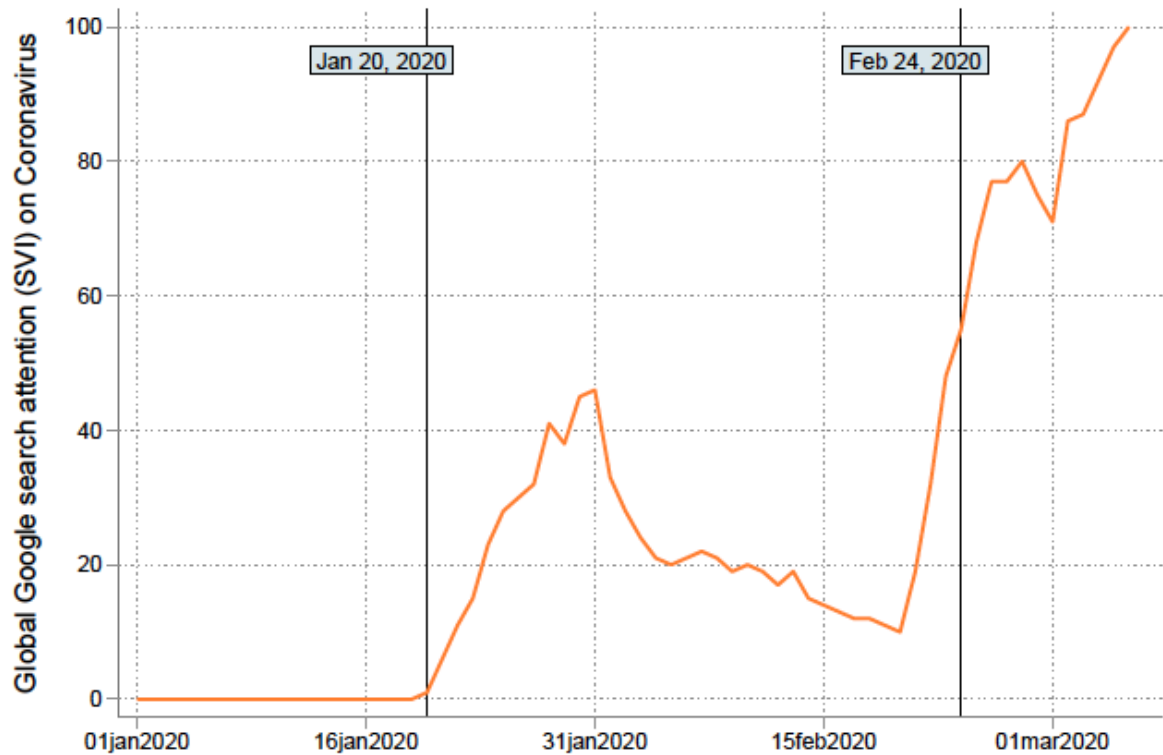
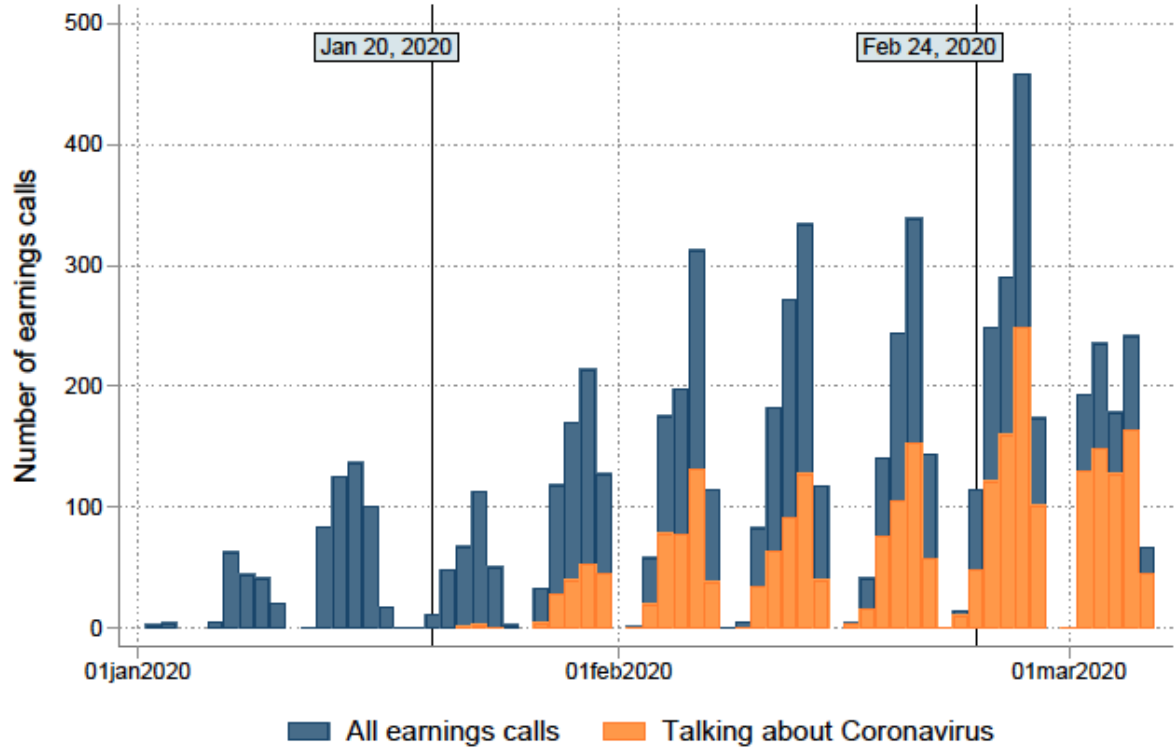


Figura 1. Atención mundial al coronavirus

## Rendimiento internacional de las acciones en el sector industrial

Comenzamos nuestros análisis con una visión general de los rendimientos a nivel industrial en China, EE.UU., Europa y Asia ex China, a lo largo de los meses completos de enero y febrero de 2020 (los últimos datos de que disponemos para los países que no son EE.UU.). Si bien en los debates de los medios de comunicación se han utilizado generalmente rendimientos brutos, también calculamos los rendimientos ajustados por el CAPM, es decir, rendimientos ajustados por la exposición de una empresa al mercado global.

En la Figura 2 se muestran los promedios industriales de rendimientos acumulados de China (panel superior) y Estados Unidos (panel inferior). Energía, Comercio y Transporte fueron perdedores tanto en China como en EE.UU. Sanidad ganó sustancialmente en ambos países (y en otros). También hay diferencias entre regiones. Por ejemplo, el sector de Semiconductores ganó fuertemente en China, pero perdió en EE.UU. El sector de Servicios Públicos perdió en China, pero ganó fuertemente en EE.UU.

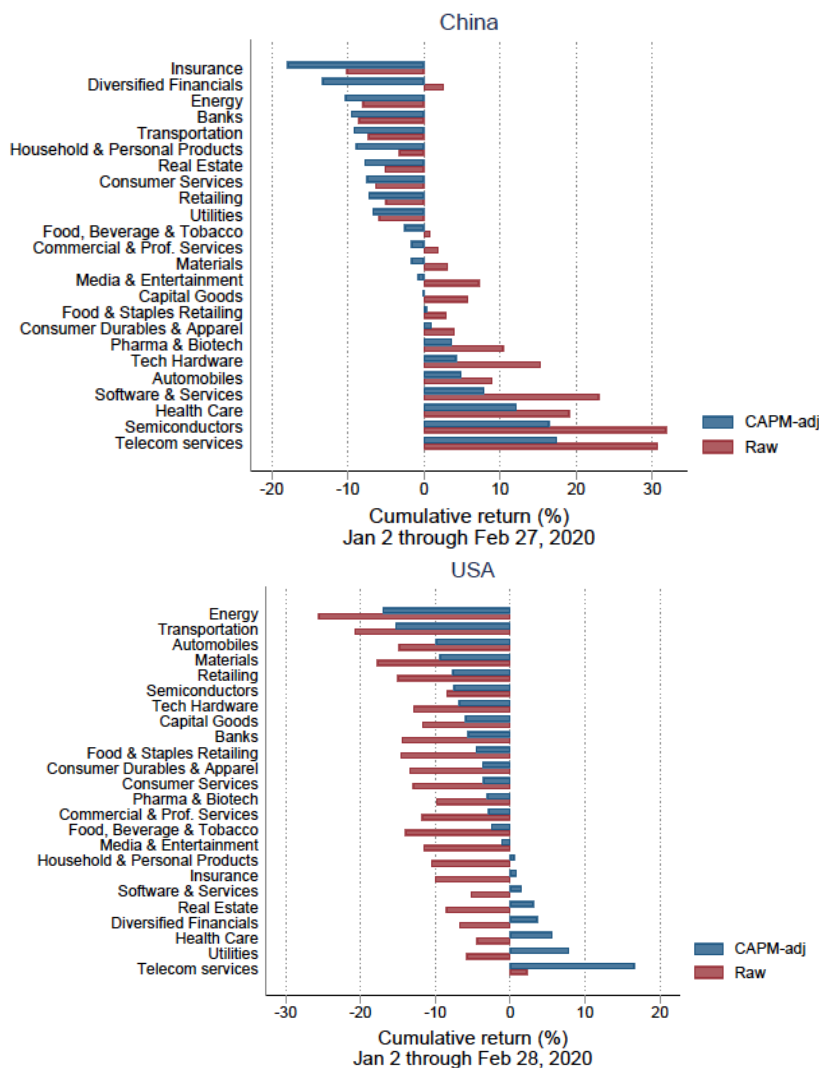


Figura 2. Rendimiento de acciones de la industria en China y EE.UU., de enero a febrero de 2020

A continuación, consideramos cuándo se realizaron estos retornos. Para esta cuestión, estudiamos las reacciones en Estados Unidos, que inicialmente no se vieron directamente afectados.<sup>2</sup> La Figura 3 muestra los rendimientos ajustados por CAPM a lo largo del tiempo para un subconjunto seleccionado de industrias. Resulta interesante que del total de run-up (pérdidas) que experimentaron las empresas estadounidenses de Sanidad y Servicios Públicos (Energía y Transporte) en los periodos de Incubación y Brote, alrededor de un tercio se produjo ya en el periodo de Incubación. Y también resulta sorprendente que en la fase de Fiebre se produjo temporalmente una fuerte inversión de rendimientos relativos (ya que los inversores aparentemente vendieron todas las acciones), seguido de una pauta de sierra de arco (como en el mercado agregado).

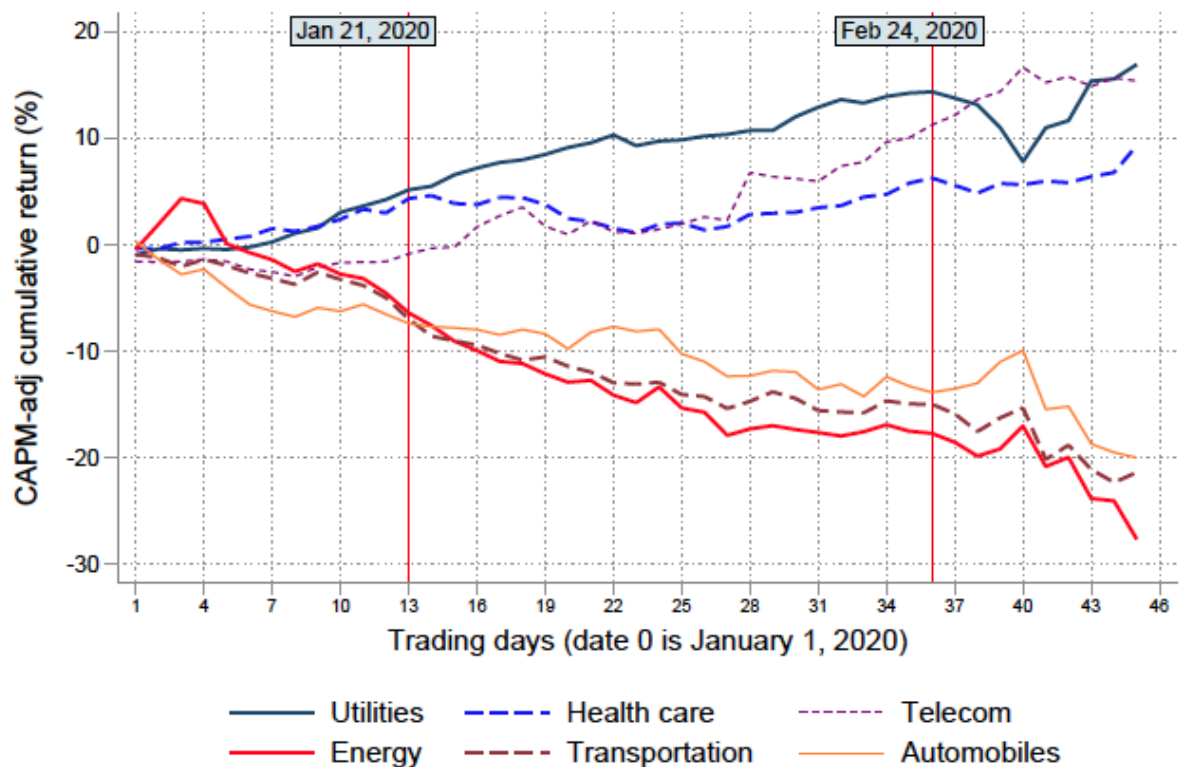


Figura 3. Ganancias y pérdidas relativas de industrias de EE.UU., 2 de enero al 6 de marzo de 2020

### Rendimiento de acciones a nivel de empresa: Rol del comercio y la deuda

A continuación, se cuantifican los efectos de diversos factores específicos de las empresas.

Primero, empleamos datos sobre exposición internacional de las empresas estadounidenses a partir de Hoberg y Moon (2017). Estos autores analizan los formularios

<sup>2</sup> El número de casos en EE.UU., aunque relativamente limitado en el momento de escribir esta columna, está a punto de aumentar rápidamente, a medida que la enfermedad se propaga y que comienzan los exámenes sistemáticos.

10-K de información de empresas actualizados anualmente con respecto a sus actividades internacionales, contando el número de veces que se menciona cada país, distinguiendo entre dependencia de insumos y exposición al mercado de exportación.

Encontramos que las empresas estadounidenses con alguna exposición china experimentaron un 7,1% menos de rendimientos ajustados por CAPM del 2 de enero al 6 de marzo que empresas comparables (5,3% cuando se controla por efectos fijos de la industria). Más menciones de exposición a la exportación o a la cadena de suministro en China dieron como resultado retornos anormales acumulados (RAA) sustancialmente más bajos durante todo el período. Una mayor exposición a exportaciones (insumos) con un desvío estándar está asociada con un 1,91% (1,80%) de RAA más bajos.

Estas consideraciones son válidas también cuando se examinan los efectos sobre el precio de las acciones de la participación de empresas en ingresos extranjeros (no necesariamente procedentes de China), lo que indica un pesimismo general de los mercados financieros en cuanto a los efectos perturbadores de COVID-19 sobre el comercio mundial.

La figura 4 muestra la sensibilidad a lo largo del tiempo de los rendimientos ajustados por el CAPM por cada mención puntual de China en la divulgación de actividades internacionales de una empresa. Resulta interesante que, en cuanto a la exposición de la cadena de suministro china, aproximadamente la mitad del efecto general hasta el final del período del brote se produjo en la primera parte de enero. Así pues, es concebible que los inversores sofisticados ya hubieran empezado a poner precio a las preocupaciones sobre perturbaciones de la cadena de suministro en el período de incubación. Es notable que estos cambios en el precio de los activos se produjeron en un momento en que las empresas que exportan a China en particular deberían, en principio, haberlo hecho comparativamente bien, dadas las discutibles buenas noticias contenidas en el acuerdo comercial de la "Fase 1" entre China y EE.UU. firmado el 15 de enero.

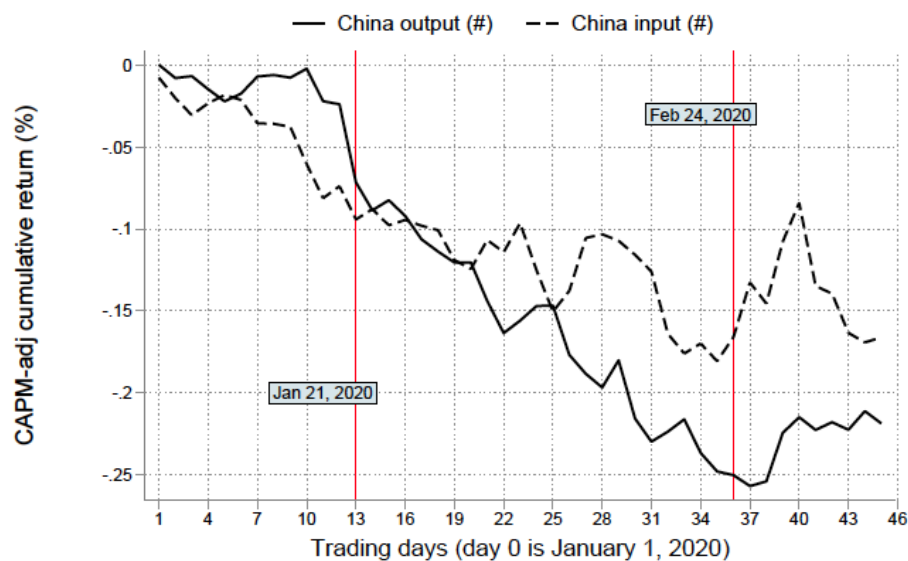


Figura 4. Precios de acciones y exposición a China, 2 de enero a 6 de marzo de 2020

En el período de Fiebre, el mercado entró en una febril pauta de rendimientos agregados, al igual que el valor de la exposición internacional de las empresas, aunque parece haber llegado cada día poca información fundamental de signos diferentes. El comportamiento de manada parece haber atraído a los inversores.

Por último, en la fase de Fiebre las preocupaciones sobre deuda (apalancamiento) y liquidez corporativa (tenencia de efectivo) comenzaron a desempeñar un papel importante, como se ve en la Figura 5. Estos resultados sugieren que los participantes en el mercado están cada vez más preocupados por la posibilidad de que la crisis de COVID-19 se convierta en una crisis financiera más amplia.

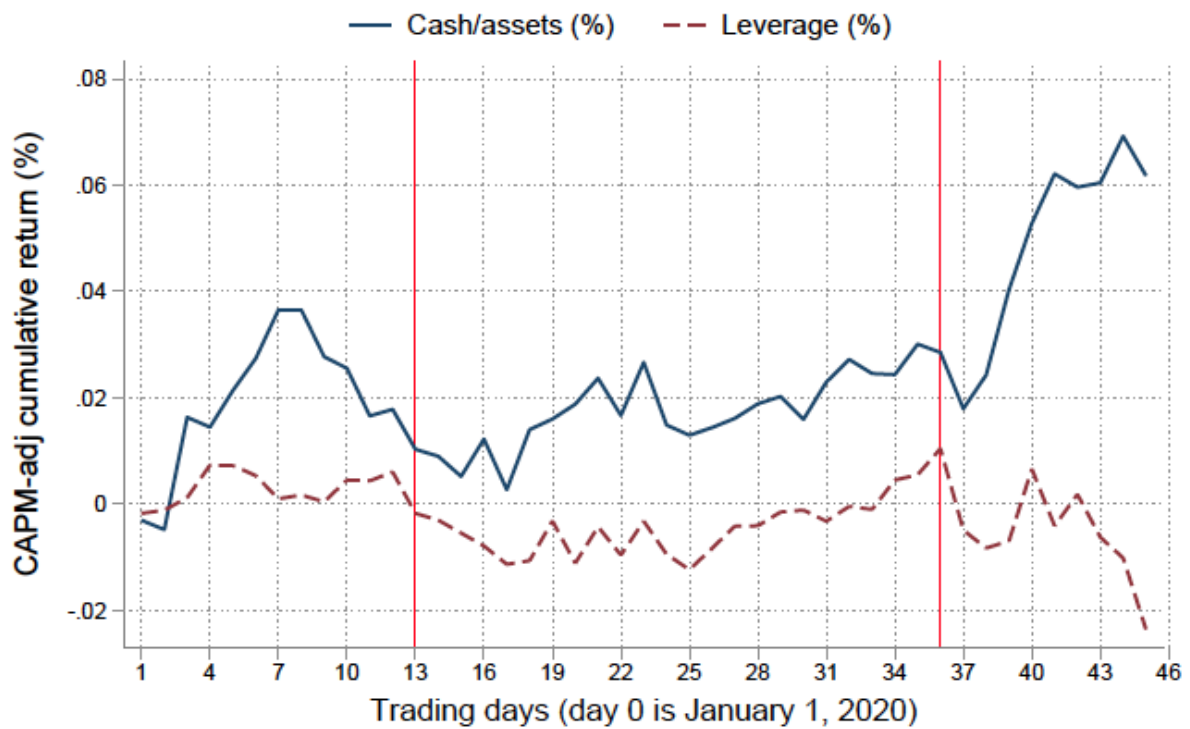


Figura 5. Precios y apalancamiento de acciones y tenencias de efectivo

### Comentarios finales

En general, nuestro estudio ilustra cómo los mercados se están ajustando a la rápida aparición de un riesgo previamente desatendido. Estos primeros resultados sugieren que el mercado comenzó a responder con bastante rapidez a inquietudes sobre las posibles consecuencias económicas del nuevo coronavirus. La reacción se produjo inicialmente de forma bastante ordenada, centrándose en el comercio internacional. En el período más reciente (fines de febrero y principios de marzo), se produjeron grandes movimientos de precios en el mercado agregado. Pero detrás de estos febriles movimientos de precios, surgen algunos patrones. En particular, la sección transversal de las acciones revela que los inversores comenzaron a preocuparse por las posibles amplificaciones de la crisis de COVID-19 a través de canales financieros.

Nuestro trabajo examina los efectos del precio de las acciones, que captan las expectativas de los participantes en el mercado con respecto a consecuencias económicas futuras. Otras investigaciones deberían examinar las consecuencias comprobadas del nuevo coronavirus. La combinación de esta investigación informará a responsables políticos, inversores y empresas en sus respuestas a la emergencia (y esperamos que ayude a prepararse para futuras emergencias).

## Referencias

Adda, J (2016), “Economic activity and the spread of viral diseases: Evidence from high frequency data”, *The Quarterly Journal of Economics* 131: 891--941.

Baldwin, R, and B Weder di Mauro (2020), [\*Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes\*](#), A VoxEU.org eBook, CEPR Press.

Ramelli, S and A F Wagner (2020), “[Feverish Stock Price Reactions to COVID-19](#)”, Working Paper.

Shiller, R J (1981), “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?”, *American Economic Review* 71: 421-236.

WEF – World Economic Forum (2020), [The Global Risks Report 2020](#).