

24 de Junio de 2022

Desplome en Wall Street y oportunidades de largo plazo.

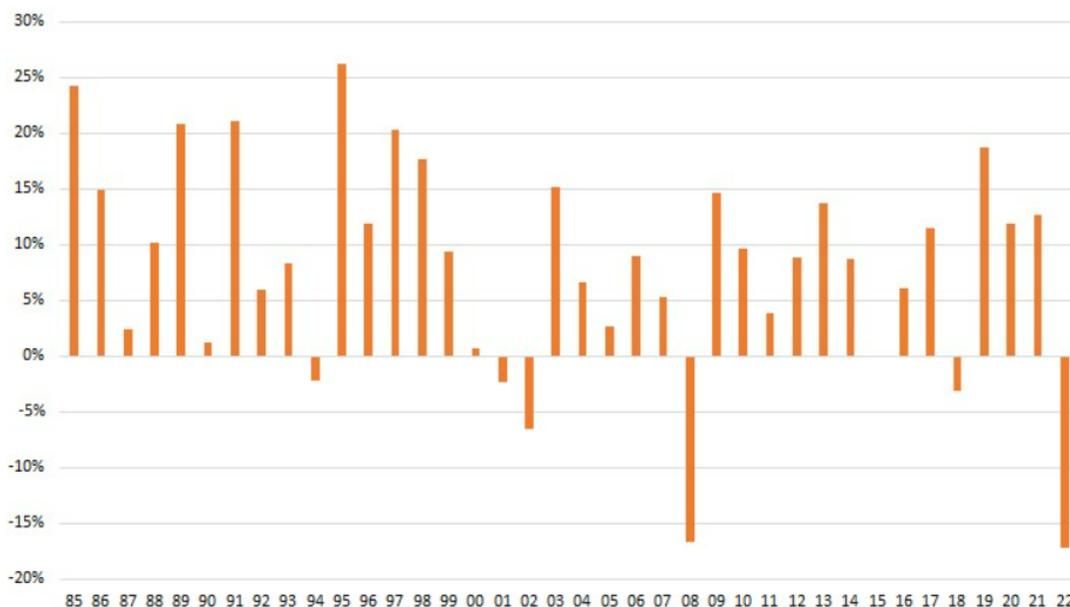
En el *Resumen* de esta semana compartimos porque nos parece un buen momento para comprar acciones y bonos en el mercado internacional. Pensamos que es el mercado esta dando una buena oportunidad para tomar posicionamiento de largo plazo, y la mejor forma de hacerlo es mediante la combinación de ambos instrumentos, renta fija y variable. ¿Estamos cerca de los pisos? Imposible saberlo. ¿Estamos cerca de un rebote en el corto plazo? No tenemos idea. ¿Entonces? Las valuaciones de buenas compañías están otorgando interesantes precios de compra y los bonos de sólidas compañías muestran rendimientos muy atractivos, siempre a largo plazo. Estamos en pleno bear market, los mercados caen y las carteras sufren. Pero los bear markets dan excelentes oportunidades de posicionamiento de largo plazo. Al final del día, como suele decir Warren Buffet, el mercado de capitales es un mecanismo de transferencia de riqueza de los inversores impacientes a los inversores pacientes. El amigo Warren también suele dar este valioso consejo: *“sé temeroso cuando otros son codiciosos y sé codicioso cuando otros son temerosos”*.

Nos enfrentamos probablemente al peor primer semestre para las carteras de inversión en el último siglo. En lo transcurrido del 2022, el S&P bajó un 20% y el Nasdaq un 28% (el fondo Acciones Globales de Sekoia cayó un 15%), la tercera peor performance en renta variable para esta altura del año desde 1930. Durante la inmensa mayoría de los bear markets, los bonos suelen dar un buen contrapeso a la caída del mercado accionario. Los mercados accionarios bajistas suelen estar acompañados de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, ya sea para amortiguar la caída en la actividad económica o para alivianar la tensión financiera. Una baja de tasas por parte de la FED se traduce en un incremento en las paridades de los bonos, balanceando la caída de las acciones en las carteras de inversión. Este año la dinámica fue diferente.

En 2022 el golpe a sido doble para los inversores, dado que los bonos han presentado el peor desempeño del último siglo. La combinación de un punto de partida con tasas excesivamente bajas (y bonos extremadamente caros), el estallido inflacionario y un accionar tardío y errático de la Reserva Federal fueron un combo letal para el mercado de bonos. La renta fija sufrió un gran desplome en todas sus clases. En lo que va del año, los bonos grado de inversión americanos (Investment Grade - LQD) cayeron un 17%, los bonos de alto rendimiento (High Yield – HYG) un 14% y los bonos emergentes en moneda dura (Emerging USD Bonds – EMB) un 21%. El fondo Renta Global de Sekoia lo hizo algo mejor, pero aun así se desplomó un 10%. Desempeño extremadamente inusual y doloroso para una cartera de bonos con buena diversificación global y sectorial.

En el gráfico a continuación mostramos una cartera teórica compuesta la mitad por bonos americanos y la otra mitad por acciones también americanas. Como se puede ver, el 2022 ya superó como peor año al 2008, nada menos que el año de la crisis subprime, cuando gran parte de los bancos del mundo desarrollado tuvieron que ser rescatados.

Rendimiento anual cartera 50% bonos y 50% acciones EEUU



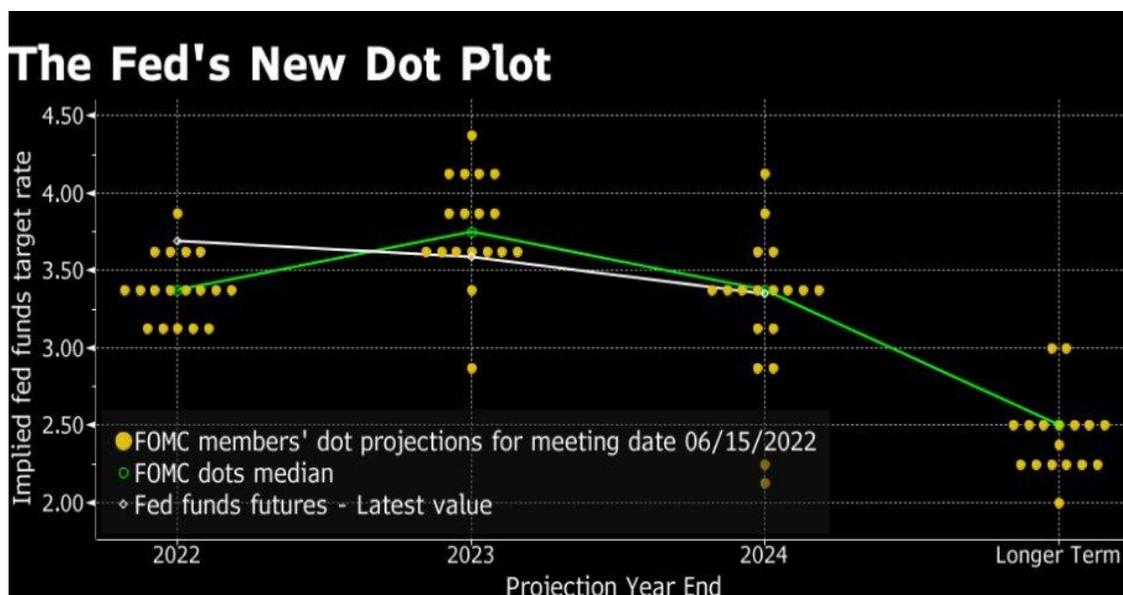
Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Comencemos por el mercado de bonos. La Reserva Federal operó de forma tardía y errática, en la jerga de mercado, corrió continuamente por detrás de la curva. Luego de una inmensa inyección monetaria y un grotesco paquete fiscal, la FED mantuvo las tasas en cero e inyectó muchísima liquidez vía los programas de compra de bonos (QE) con la economía ya rebotando y la inflación en alza. Su tesis de inflación transitoria comenzó a fallar y el mercado a desconfiar. Cuando la Reserva Federal comenzó a reconocer que estábamos frente a un fenómeno más persistente e intentó cambiar la dirección de la política monetaria, se chocó con la invasión de Rusia en Ucrania. El precio de los commodities, sobre todo del gas, petróleo y sus derivados, voló por el aire y la inflación subió otro escalón. Luego del mal dato de inflación de mayo, el mercado y la FED tomaron una postura mucho más restrictiva dándole otro golpe al precio de los bonos, que ya venían muy castigados.

Más alineada con el mercado, la FED en su última reunión dio a conocer un sendero propuesto de tasas (Dot Plot) mucho más restrictivo. Ante la pérdida de credibilidad, la Reserva debe mostrar mayor rigidez para evitar que se desanclen las expectativas de inflación. La mediana de las estimaciones del Comité de Política Monetaria de la FED ahora ubica la tasa para fin de año en 3.375%, en 3.75% para 2023, en 3.375% para 2024 y mantiene en 2.5% su nivel de largo plazo. Estas estimaciones de la FED están bastante en línea con lo que espera el mercado. Dos lecturas. En primer lugar, el mercado negocia el bono a 10 años en 3.10%, con lo cual las expectativas de inflación no están desancladas a mediano plazo (lo mismo podemos observar en la brecha de rendimientos entre los bonos de USA no ajustados por inflación contra los ajustados). En segundo lugar, la curva de tasas prácticamente chata, rendimientos entre 2 y 30 años cotizando en niveles similares, pone en evidencia la expectativa de desaceleración económica por parte del mercado.

¿Por qué nuestro optimismo por los bonos? Porque los precios actuales ya contemplan estas subas de tasas. Hoy una cartera de bonos con buenos emisores internacionales y una duration cercana a 5 años puede rendir en torno al 6.5% (obviamente dependiendo los títulos elegidos, emergentes o desarrollados, seniority de la emisión, rating, etc., pero ese retorno es más que razonable). Con lo cual, de cumplirse el sendero de tasas de la FED, el mercado de bonos ya lo tendría incorporado dentro de las paridades y el rendimiento total de la cartera sería similar a ese 6.5% anual. Ahora bien, si la FED tiene que subir algo más la tasa en relación al sendero proyectado debido a una inflación más persistentes, los precios de los bonos caerían. Sin embargo, los cupones me darían cierta cobertura de precio, cerca de un 6.5% de baja de precio por año, nada despreciable. Por último, si la FED finalmente sube algo menos la tasa, en un escenario recesivo por ejemplo, los bonos subirán algo de precio dando un retorno extra a ese 6.5%.

Sea cual sea el escenario, lo más importante es la paciencia, reinvertiendo al 6.5% anual es 11 años se duplican los dólares. Por ello, más allá del golpe de corto plazo en el valor de la cartera, de largo plazo vemos una gran oportunidad en el mercado de bonos. Factores de demanda, brutal emisión y desproporcionados paquetes fiscales, provocaron un fuerte incremento de la inflación el año pasado. Cuando el empujón de demanda comenzaba a retroceder este año, vinieron los shocks de oferta, básicamente el salto en los precios de la energía y otras materias primas, y en menor medida a los problemas logísticos por los lockdowns en China. Los shocks con el tiempo ceden, por eso son shocks. Pero los factores estructurales de las últimas décadas que nos llevaron a convivir con bajísimos niveles de inflación quedan. Aun suponiendo que nos dirigimos a nuevo mundo con mayor inflación en relación a las últimas décadas (¿2.5% - 3.5%?), lo que sería más que bienvenido, tasas del 6.5% anual en el largo plazo lucen más que atractivas.



Fuente: Bloomberg.

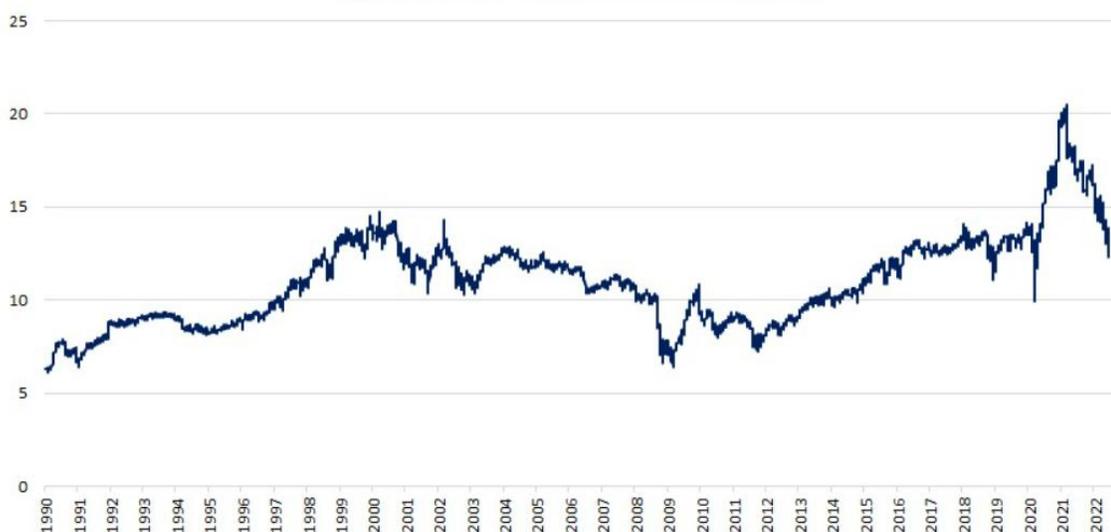
Vayamos al mercado de acciones. En los dos gráficos a continuación vemos dos de los principales múltiplos o ratios de mercado. En primer lugar, el múltiplo Price/Earnings (precio/ganancias) utilizando la estimación de ganancia para los próximos doce meses. En segundo lugar, el Enterprise Value/Ebitda, que mide el valor de mercado del activo de las compañías sobre el EBITDA de un año. Ambos indicadores muestran una dinámica similar. Luego de haber alcanzado niveles extremadamente elevados en 2021, el desplome de precios de estos últimos meses comprimió los ratios. En otras palabras, volvimos a tener valuaciones mucho más razonables. El año pasado en un *Resumen* habíamos remarcado los indicios de sobrecompra y las excesivas valuaciones de mercado (ver acá). En dicho reporte concluíamos que, debido al exceso de liquidez global, *“...consideramos que, en ciertos niveles de valuación de la renta variable y paridades de la renta fija, los libros y la evidencia empírica nos enseñan a ser algo más conservadores...”*. La suba de tasas, la absorción de liquidez y el miedo a una potencial recesión provocó un gran sinceramiento de los múltiplos. Cuando uno mira los ratios globales para el mercado en general o los índices, la valuaciones parecen razonables, pero no baratas. Con lo cual, uno podría esperar que mientras este nivel de incertidumbre se mantenga, los precios puedan seguir ajustando. Como dijimos, imposible saberlo. Sin embargo, cuando uno mira dentro de los índices, la lectura cambia. La abrupta baja dejó empresas sólidas y excelentes expectativas de negocios futuros en valores muy razonables para tomar posición de largo plazo. Muchas veces mirar los índices nos lleva a pasar por alto las oportunidades dentro de los mismos.

Algunos datos de color. La acción de Microsoft, el caso de éxito corporativo por excelencia diríamos de la historia reciente, luego de la caída cotiza con un P/E cercano a 25, en principio un múltiplo razonable para empresas de gran crecimiento. Sin embargo, las ventas de Microsoft crecen hace mucho tiempo cerca de un 15% anual, con márgenes muy altos y estables (su margen EBITDA ronda el 40%), con lo cual, si el precio se mantiene estable, la acción comprime entre 3 y 4 puntos de P/E por año. Además, la empresa recompra acciones casi todos los años dado que es una maquina de producir flujo libre de caja, de hecho, la cantidad de acciones en circulación cayó un 11% en la última década ¿Buena oportunidad de largo plazo? A nosotros nos parece una gran oportunidad para ser accionistas de Microsoft. Misma lectura Facebook o Google. Tomemos otro ejemplo, JP Morgan cayó un 28% en lo que va del año, cotiza con un P/E menor a 10 y el valor del mercado es solamente un 30% más alto que el valor de libros. Si vamos a recesión seguramente sus márgenes de rentabilidad podrán comprimirse. Pero si pienso en invertir a 10 años, ¿no es buena oportunidad pagar apenas por arriba del valor contable para ser dueño de un pedacito del mejor banco del mundo? En el mundo emergente las oportunidades son algo más notorias, dados los riesgos. Ternium Internacional (TX), una de las acerías con mayor eficiencia a nivel global que vende en todo el mundo, tiene un flujo operativo creciente y una liquidez bancaria un 50% mayor al total de sus deudas, cotiza con un P/E menor a 3, ¿Puede estar más barata? Claro que sí, siempre algo puede estar más barato ¿Es razonable estos precios de compra? Para nosotros sin dudas.

Price/Earnings Forward del Índice S&P500 desde 1990



EV/EBITDA del Índice S&P500 desde 1990



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Para concluir, nos parece que el mercado está dando una gran oportunidad de largo plazo para comprar acciones y, sobre todo, bonos. Comprar empresas muy buenas a precios muy razonables nos resulta la mejor estrategia posible de largo plazo. Más todavía los bonos. Armar cartera al 6% o 7% de rendimiento con emisores solventes es una oportunidad que hace mucho tiempo no teníamos. ¿En el corto plazo? Para ganar plata en el mercado hay que tener paciencia o la bola de cristal. De corto plazo hoy puede comprar un bono del tesoro americano a un año al 2.5%, nada mal. Nuestra recomendación es bajar la liquidez y aprovechar las oportunidades que el mercado brinda.

Como siempre recomendamos, comprar paulatinamente resulta una estrategia conveniente. De hecho, hace varias semanas que nos gustan los bonos y las acciones, pero el mercado no deja de bajar.

Los ciclos bajistas en el mercado de acciones tuvieron caídas promedio del 35% en el último siglo. Cuando fueron en contextos recesivos, las caídas de mercado fueron algo más pronunciadas, mientras que cuando la economía se mantuvo con crecimiento positivo las caídas fueron menores. Todavía es pronto para saber si USA va a una recesión (*hard landing*) o a desaceleración (*soft landing*). Por ello, de comprar acciones, comprar también bonos nos parece una buena opción. Si hay recesión los bonos se van a recuperar más rápido. Nunca olvide que el mercado premia el largo plazo. Tampoco olvide que ese premio de largo plazo es mucho más interesante comprando en mercados bajistas, cuando el resto está temeroso, es mejor ser algo más codicioso.

Buen fin de semana.

juan@sekoia.com.uy

ian@sekoia.com.uy

manuel@sekoia.com.uy