

Comité de inversiones: Listos para una recesión

Terminado el tercer trimestre, mantuvimos la primera reunión del comité de inversiones, compuesto por Sebastian Ramirez (Asset Management), Vladimir Werning (Fixed Income), y Hernan Ladeuix (Research/Strategy), para debatir acerca del futuro de los mercados en los próximos trimestres. La reunión coincidió con el comienzo de la crisis de deuda en el Reino Unido, una de las primeras víctimas del fuerte proceso de suba de tasas que se está registrando a nivel global, con una aceleración muy pocas veces vista en la historia. Con la posibilidad de estar en las vísperas de una recesión global, no debería sorprender que hubo consenso en tomar una posición defensiva, con la mira puesta principalmente en la preservación del capital. A continuación, las principales conclusiones.

Nuestra principal preocupación es que se requiera una recesión mucho más fuerte de lo esperado para bajar la inflación, lo que podría seguir impactando negativamente en los mercados. El mundo está viviendo la inflación más alta en 50 años, llevando a los bancos centrales a subir enérgicamente las tasas de interés. Si bien la inflación podría bajar a medida que la economía se desacelera y los precios de las materias primas caen, hay una inercia –en servicios y salarios - que será muy difícil de suprimir. El mercado, sin embargo, sigue demasiado complaciente, esperando una inflación promedio de apenas 2,5% en los próximos 5 años. La fortaleza del dólar, producto de tasas más altas, amortigua la inflación en USA, pero induce al resto de las economías a seguir la misma política, desencadenando procesos recesivos. Esto significa un cambio de paradigma con respecto a las últimas dos décadas. Desde la crisis de 2008-9 el mundo se benefició de tasas de interés artificialmente bajas y fuertes inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales. Por otro lado, la inflación se mantuvo baja por la amplia disponibilidad de energía (USA y Rusia), la creciente globalización, y los bajos costos laborales en Asia. Estos factores comienzan a diluirse. La brutal inyección de dinero durante la pandemia, los problemas de suministro, la demanda postergada, y la invasión de Ucrania terminaron con el clima favorable a los activos de riesgo que estuvo vigente en los últimos 15 años.

El comité mantiene una postura defensiva

| | | -- | - | Neutral | + | ++ | Comentario |
|-----------------------|-------------------------|----|---|---------|---|----|--|
| Cash | Bonos Tesoro 1-3m | | | | | ++ | Altos niveles de cash le dan estabilidad al portafolio en tiempos recesivos y proveen capacidad de inversion en las caidas de mercado |
| Bonos | | | | | | | Comenzamos a ver valor en todos los tramos de la renta fija, aunque nos mantenemos cautos hasta el fin del ciclo de suba de tasas. |
| | Bonos Tesoro | | | | | | TIPs de largo plazo ofrecen cobertura en un escenario de estanflacion |
| | Corporativos IG | | | | | | Deuda corporativa IG a 2-3 años provee estabilidad al portafolio |
| | High Yield | | | | | | Vulnerable a la recesion. Aumentariamos cuando spread supere 700 |
| | Mercados Emergentes | | | | | | Tomariamos posiciones mas agresivas con el spread superando 500 |
| Acciones | | | | | | | Hay mas valor en las bolsas fuera de los Estados Unidos. |
| | USA | | | | | | Small caps y sector energetico lucen atractivos. |
| | Europa | | | | | | Europa esta barato por valuaciones y por moneda, pero aun hay peligros |
| | Japon | | | | | | Valuaciones y moneda baratos, y puede beneficiarse de recuperacion China |
| | Mercados Emergentes | | | | | | Favorecemos Asia Emergente y Brasil |
| Commodities | Ind/Agr/Energ | | | | | | El ambiente recesivo global no favorece a los commodiites, aunque el petroleo depende mucho de las decisiones de la OPEP en el corto plazo |
| Metales preciosos Oro | | | | | | | Suba de tasas de interes reales juegan en contra, pero protege contra crisis sistemicas |
| Otros | Productos estructurados | | | | | | Es un ambiente que favorece los productos estructurados. Buscariamos productos con fuerte proteccion a la baja |

Fuente: Comité Inversiones – Latin Securities

Nuestra recomendación principal es mantener una posición fuerte en cash, principalmente en bonos del tesoro americano con 1-3 meses de plazo, que podría variar entre 10% y 20% según los portafolios, como protección contra la alta volatilidad reinante y como opción para comprar activos mas riesgosos una vez que la corrección en marcha esté más avanzada. Con las fuertes subas de tasas de interés globales, pero principalmente en USA, el cash vuelve a tener rendimientos atractivos después de muchos años.

En el mercado de renta fija mantenemos una posición neutral, cautelosa, aunque las próximas subas de tasas por parte de la Fed podrían ser un incentivo para incrementar posiciones. Si bien los aumentos de tasas han dejado los rendimientos de bonos en niveles mucho más atractivos, el fin del ciclo de aumento de tasas todavía está lejos. En el mercado de bonos del tesoro, el comité tuvo algunas dudas acerca de la mejor manera de protegerse frente a una recesión. Dado que todavía no se vislumbra una baja significativa de la inflación, preferimos tener una posición

underweight en bonos nominales largos y un overweight táctico en bonos de 10 años ajustados por inflación (TIPs), aprovechando la fuerte recuperación de las tasas reales, que se encuentran por encima del 1.5%.

En deuda corporativa de grado de inversión mantenemos una posición overweight, posicionándonos en bonos de baja duración, como protección ante una recesión. En high-yield, que, como las acciones, típicamente responde negativamente en ambientes recesivos, mantenemos una posición underweight. Usaríamos algo de cash para aumentar posiciones si los spreads contra los bonos del tesoro llegaran cerca de 700, unos 200 puntos por encima de los niveles actuales. Como referencia, en las crisis del 2011 y 2016, los spreads alcanzaron niveles cercanos a 850.

En deuda de mercados emergentes mantenemos una posición neutral. Si bien las recesiones han sido históricamente perjudiciales para estos activos, los países emergentes tienen una posición mucho más sólida que en el pasado, con una menor proporción de deuda en moneda dura, tipos de cambio desvinculados al dólar, y muchos se han adelantado en el ciclo de aumento de tasas. Comenzaríamos a tomar posiciones más agresivas si el spread contra los bonos del tesoro superara los 500 puntos (contra los 400 actuales), en línea con los niveles de las crisis del 2011 y 2016.

En renta variable, tenemos una posición underweight en general. Nos preocupa la posibilidad de una fuerte caída en las estimaciones de ganancias, que hasta ahora se han mantenido casi inalteradas a pesar de las perspectivas desfavorables. Sin embargo, la historia muestra que con una economía desacelerándose y con ganancias fuera de USA sufriendo la fortaleza del dólar, las estimaciones deberían caer. Y con ello los precios de las acciones. Concluimos que en el mercado americano, donde estamos underweight, aumentaríamos posiciones cuando la máxima caída desde los máximos llegue a niveles del 35% (contra 25% de hoy), en línea el promedio de las caídas en mercados bajistas de las últimas décadas. Eso implica niveles de 3.100 en el S&P500.

En cambio, en Europa asumimos una posición más neutral. La guerra y los aumentos de precios de energía durante el invierno que podrían mantener la inflación en niveles muy altos nos hacen estar cautos con la economía europea. No obstante, las fuertes caídas de los mercados dejaron valuaciones bajas comparadas con USA. Tenemos una mirada positiva en Japón y en los mercados emergentes, particularmente Asia emergente, ambos cotizando a valuaciones muy atractivas. Después del bajo crecimiento de China en los últimos dos años, vemos muy probable una recuperación en 2023-24 que le de impulso a las economías asiáticas.

En Latinoamérica, que tuvo a lo largo del año un gran desempeño, solo rescataríamos a Brasil como oportunidad, ya que la apretada elección de primera vuelta hará muy difícil que, aun ganando, Lula tenga espacio para practicar políticas populistas. Si bien México es un mercado interesante desde el punto de vista de las valuaciones, una recesión en USA podría afectarlo negativamente. Dado lo extendido del movimiento del dólar contra el resto de las monedas, recomendamos no cubrir las posiciones en monedas fuera de USA, para poder aprovechar la reversión a la media que han mostrado las monedas históricamente.

En commodities mantenemos una posición levemente underweight, con un sesgo positivo en energía, neutral en el sector agrícola y negativo en materiales básicos e industriales. En metales preciosos estamos neutrales. Si bien las subas de tasas reales de interés han sido históricamente perjudiciales, particularmente para el oro, esa preocupación se compensa con que típicamente brindan cierto nivel de protección contra la inflación, así como proveen una importante cobertura contra eventos macroeconómicos disruptivos, como durante la crisis del 2008.

Por último, creemos que el fuerte aumento de la volatilidad y el nivel tasas de interés actuales generan un ambiente propicio para aprovechar oportunidades en productos estructurados con elevados niveles de protección de capital, que combinados con las caídas que hemos visto en los mercados en los últimos meses nos ofrecen atractivos niveles de retornos con coberturas hasta niveles de mercados que no deberíamos llegar a ver.

Comité de inversiones

Vladimir Werning está a cargo del área de Fixed Income de Latin Securities. Vladimir tiene una extensa internacional como economista de mercados emergentes y, más recientemente, en la función pública. Ocupó cargos de Jefe de Asesores del Ministerio de Hacienda, Director del BCRA, y asesor de política económica en Jefatura de Gabinete de Ministros de Presidencia. Durante más de 20 años fue director de JP Morgan, en Buenos Aires y en New York, como Chief Economist para el Latinoamérica. Fue representante del JP Morgan en diversos comités y mesas redondas para reformas de mercados emergentes en el IMF, el Tesoro Americano, y la Reserva Federal entre otros. Es Economista de la Universidad di Tella.

Sebastian Ramirez está a cargo del área de Asset Management de Latin Securities. Sebastian tiene 30 años de experiencia en los mercados financieros. En los últimos 10 años ha trabajado en los Estados Unidos como Investment Advisor en Banco Santander, Wells Fargo, y Morgan Stanley. Previamente fue Head Portfolio Manager en los fondos de pensión Máxima y Siembra y en los fondos de Consultatio. Es Licenciado en Economía de la Universidad Católica Argentina y tiene un posgrado en Mercados Financieros en la New York University. Tiene la designación CFA.

Hernán Ladeuix está a cargo del área de Estrategia/Research de Latin Securities desde 2018. Hernan tiene 30 años de experiencia en los mercados financieros. Trabajo para CLSA Global Markets durante 15 años como Global Head of Oil and Gas y Head of Research de Latin América en Singapur, Londres, San Pablo, y Buenos Aires. Es Ingeniero Industrial (UBA), MBA del CEMA, y tiene la designación CFA.

Información Importante

Información importante para el inversor

El presente informe ha sido elaborado por Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, sociedad de intermediación registrada en el Banco Central del Uruguay (BCU) con el número de identificación 7618. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa está domiciliada en Dr. Gabriel Otero 6502, Montevideo, Uruguay (Tel: +26052281)

1. Este informe se proporciona únicamente con fines informativos y no constituye ni debe interpretarse como una oferta de compra o venta o una solicitud de oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en cualquier estrategia comercial particular en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe se considera fiable a la fecha de su emisión y se ha obtenido de fuentes públicas consideradas fiables. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni ninguna de sus subsidiarias y afiliadas hacen ninguna representación o garantía, expresa o implícita, en cuanto a la integridad, fiabilidad o exactitud de dicha información, ni este informe pretende ser una declaración completa o un resumen de los valores, mercados o desarrollos a los que se hace referencia aquí. Las opiniones, estimaciones y proyecciones aquí expresadas constituyen el juicio actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha en que fue emitido y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Los precios y la disponibilidad de los instrumentos financieros son meramente indicativos y están sujetos a cambios sin previo aviso. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no tiene ninguna obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informa al lector en consecuencia, excepto cuando finalice la cobertura de las empresas tratadas en el informe.

2. El analista responsable de la elaboración de este informe declara que las opiniones expresadas en el mismo reflejan fiel y exclusivamente sus puntos de vista y opiniones personales sobre todas y cada una de las empresas o valores objeto del mismo y han sido elaboradas de forma independiente y autónoma. Debido a que las opiniones personales de los analistas pueden diferir entre sí, Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, puede haber emitido o puede emitir informes que sean inconsistentes con, y/o llegar a conclusiones diferentes de la información aquí presentada.

3. Los analistas de renta variable y su personal en Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa son compensados sobre la base de un sistema de salarios y bonos. En la determinación de las bonificaciones se tienen en cuenta varios factores, entre los que se incluyen la calidad y el rendimiento del producto de investigación, el éxito del analista en la calificación de valores frente a un índice del sector y la eficacia del apoyo a la negociación y a las fuerzas de ventas minoristas e institucionales. Otros factores pueden ser, entre otros, los siguientes: las calificaciones generales de partes internas (distintas de la banca de inversión) o externas y la productividad general y los ingresos generados en los valores cubiertos. No obstante, el analista responsable del contenido de este informe declara que ninguna parte de su remuneración ha estado, está o estará directa o indirectamente relacionada con ninguna recomendación u opinión específica contenida en el mismo, ni vinculada a la fijación de precios de ninguno de los valores tratados en él. El analista declara que no mantiene ninguna relación con ninguna persona afiliada a las empresas o al gobierno y que no recibe ninguna compensación por los servicios prestados ni tiene ninguna relación comercial con la empresa ni con ninguna persona o entidad que represente los intereses de la empresa. El analista y cualquier miembro de su familia no tienen, directa o indirectamente, más del 5% de su patrimonio personal en valores emitidos por las empresas o el gobierno analizados en este informe en su cartera de inversión personal, ni está involucrado personalmente en la adquisición, venta o negociación de dichos valores en el mercado. Ni el analista ni ningún miembro de su familia es funcionario, director o miembro del consejo asesor de las empresas analizadas en este informe.

4. Ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, ni sus empleados, son propietarios usufructuarios del 1% o más de cualquier clase de títulos de capital ordinario de las empresas analizadas en este informe. Además, ni Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa ni sus afiliados: (a) han administrado o co-administrado una oferta pública de valores para las empresas en los últimos 12 meses; (b) han recibido compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los últimos 12 meses; o (c) esperan recibir o tienen la intención de buscar compensación por servicios de banca de inversión de las empresas en los próximos 3 meses.

5. Factores de riesgo generales: A continuación se presentan algunos factores de riesgo generales que pertenecen a los negocios de las empresas sujetas y a los precios objetivos proyectados y las recomendaciones incluidas en Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa: (1) Los fundamentos de la industria con respecto a la demanda de los clientes o los precios de los productos/servicios podrían cambiar e impactar negativamente en los ingresos y ganancias esperados; (2) Los temas relacionados con los principales competidores o las cuotas de mercado o las expectativas de nuevos productos podrían cambiar la actitud de los inversores hacia el sector o esta acción; (3) Los acontecimientos imprevistos relacionados con la gestión, la situación financiera o las políticas o prácticas contables podrían alterar la valoración prevista; (4) Los factores externos y reglamentarios que afectan a la economía argentina, los tipos de interés, el tipo de cambio o los principales segmentos de la economía podrían alterar la confianza de los inversores y las perspectivas de inversión; o (5) las cuestiones que podrían afectar a los mercados en los que operan las empresas cubiertas. Las inversiones internacionales implican riesgos adicionales como la fluctuación de la moneda, las diferentes normas de contabilidad financiera y la posible inestabilidad política y económica.

6. Los instrumentos financieros analizados en este informe pueden no ser adecuados para todos los inversores. Este informe no tiene en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera o las necesidades particulares de ningún inversor concreto. Los inversores deben obtener un asesoramiento financiero independiente basado en sus propias circunstancias particulares antes de tomar una decisión de inversión sobre la base de la información contenida en este informe. Si un instrumento financiero está denominado en una moneda distinta a la del inversor, una variación de los tipos de cambio puede afectar negativamente al precio o valor del instrumento financiero, o a los ingresos derivados del mismo, y el lector de este informe asume cualquier riesgo de cambio. Los ingresos de los instrumentos financieros pueden variar y su precio o valor, directa o indirectamente, puede subir o bajar. Los resultados pasados no son necesariamente indicativos de los resultados futuros, y no se hace ninguna representación o garantía expresa o implícita en este documento con respecto a los resultados futuros. Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa no acepta responsabilidad alguna por cualquier reclamación, coste, pérdida o gasto, directo o indirecto, derivado del uso de este informe o de su contenido.

7. Este informe se proporciona a los clientes de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa únicamente para su uso personal y no comercial. Salvo autorización expresa de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa, usted no puede copiar, reproducir, transmitir, vender, exhibir, distribuir, publicar, emitir, circular, modificar, difundir o explotar comercialmente la información contenida en este informe, en forma impresa, electrónica o de cualquier otra manera, sin el previo consentimiento expreso y por escrito de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa. Asimismo, usted se compromete a no utilizar la información proporcionada en este informe para ningún fin ilícito.

Este informe y su contenido son propiedad de Latin Securities S.A. Corredor de Bolsa y están protegidos por las leyes de derechos de autor, secretos comerciales u otras leyes de propiedad intelectual aplicables.

La información adicional relativa a los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a petición

