

Comité de Inversiones: Bonos y cautela, otra vez

En el último trimestre, los mercados experimentaron un desempeño excepcional, registrando notables rendimientos tanto en bonos como en acciones. La disminución de la inflación, el marcado descenso de las tasas de interés a largo plazo y la resiliencia del mercado laboral contribuyeron significativamente a fortalecer las expectativas de un aterrizaje suave. El abrupto cambio de postura de la Fed, que pasó de proyecciones de tasas para 2024 agresivas en septiembre a posturas notablemente acomodaticias en diciembre, puso fin, al menos temporalmente, a la noción de "tasas más altas por más tiempo" que predominó a lo largo de gran parte de 2023.

No obstante, los mercados anticipan un panorama demasiado favorable, dado que la inflación todavía está muy por encima del objetivo del 2% de la Fed, y los datos de diciembre revelaron un incipiente repunte. Aunque es probable que los precios vinculados a la vivienda caigan en los próximos meses debido al rezago de los índices inflacionarios en reconocer la evolución de los precios de mercado, la baja de precios de energía y materias primas, que se intensificó en los últimos meses, podría revertirse con un dólar más débil. Además, el todavía pujante mercado laboral hace poco probable que los aumentos salariales se desvíen mucho del 4% anual mostrado durante en los últimos meses. Por último, las expectativas de fuertes recortes de tasas, con seis reducciones de 25 puntos proyectadas por el mercado de futuros para 2024 – contra solo tres estimadas por la Fed -, dejan a los bonos a largo plazo expuestos en exceso ante cualquier resurgimiento inflacionario y, por ende, de las tasas a largo plazo.

La combinación de estas preocupaciones y los notables rendimientos del último trimestre nos llevan a retomar una postura cautelosa, reponiendo el cash que habíamos invertido en los últimos dos trimestres. En un entorno inestable económica y geopolíticamente, estamos cómodos recargando pólvora seca, aguardando las oportunidades que seguramente se materializarán. Los recientes pobres rendimientos de las bolsas chinas concentran nuestra atención para tomar posiciones en cuanto aparezcan señales incipientes de recuperación. También mantenemos la convicción que, ajustado por volatilidad, la renta fija sigue siendo más atractiva que las acciones. A las valuaciones actuales, retornos del 5-6% anuales van a ser difíciles de conseguir en el mercado accionario sin sobresaltos. Dado el gran rendimiento de los bonos largos en el último trimestre, producto de la baja de tasas de 10 años de 5% al 4%, seguimos manteniendo una posición Overweight en renta fija pero concentrada en duraciones de hasta 2-3 años.

En acciones continuamos con una recomendación de Underweight, principalmente basada en las altas valuaciones, sobre todo en Estados Unidos. Mantenemos una recomendación neutra en Japón y Europa y Overweight en mercados emergentes, que deberían beneficiarse de nuestras expectativas de debilidad del dólar. Como resultado de esto, y de la caída del petróleo de los últimos meses, también reiteramos nuestra preferencia por acciones petroleras.

Comité de inversiones: recomendaciones de cartera

		--	-	Neutral	+	++	Comentario
Cash	Letras Tesoro USA 6m			→	█		Aumentamos cash tomando las recientes ganancias en bonos y en oro. Es importante tener pólvora seca para aprovechar oportunidades.
Bonos					█		Mantenemos el Overweight en renta fija, con énfasis en bonos grado de inversión de duración intermedia
	Bonos Tesoro			█	←		TIPs de largo plazo, con tasas reales superiores al 1,7-2,0% continúan atractivos
	Corporativos IG				█	←	Aun 100pb por debajo de octubre, rendimientos continúan por sobre la inflación.
	High Yield		█				Vulnerables a la recesión. Spreadas todavía lejos de ser atractivos.
	Mercados Emergentes				█		Bonos corporativos high yield mucho más atractivos que los americanos
Acciones			█				Seguimos prefiriendo acciones de regiones fuera de los Estados Unidos. Sobreponderamos acciones petroleras.
	USA		█				Priorizamos fondos con exposición baja en tecnología y alta en energía
	Europa			█			Europa sigue teniendo potencial por valuaciones bajas
	Japon			█			Valuaciones y potencial de crecimiento atractivos y moneda subvaluada
	Mercados Emergentes				█		Seguimos constructivos en emergentes, especialmente en Asia
Commodities	Ind/Agr/Energ			█			Expectativas de debilidad adicional de dólar juegan a favor
Metales preciosos	Oro				█	←	Reducimos posiciones en oro debido a buena performance en último trimestre.
Otros	Productos estructurados			█			Mantenemos posición neutra en productos estructurados

Fuente: Comité Inversiones – Latin Securities

Mantenemos Renta Fija en Overweight, pero con menor duración. Ajustando por volatilidad, continuamos prefiriendo la renta fija por sobre las acciones. En primer lugar, las valuaciones de las acciones, sobre todo en USA, están en niveles históricamente altos y por lo tanto vulnerables a una corrección. Por otro lado, a pesar de la fuerte recuperación de los bonos de los últimos dos meses, hay una diferencia significativa entre sus rendimientos y las expectativas de inflación. Hoy en día es posible conseguir tasas superiores al 5% en bonos de grado de inversión, mientras que la inflación esperada para los próximos 5-10 años se encuentra por debajo del 3%. De hecho, en los bonos ajustados por inflación (TIPs), se pueden obtener tasas cercanas al 2% en términos reales en plazos largos. Por último, el ciclo de suba de tasas estaría llegando a su fin. Los futuros del mercado de bonos esperan seis cortes de tasas de 25pb cada uno, mientras que los economistas de la Fed proyectan tres. Cualquiera sea el escenario, tasas en descenso suelen ser buenas noticias para los bonos de buena calidad crediticia. Además, hay expectativas de un menor crecimiento económico esperado para 2024, inclusive la posibilidad de una leve recesión, algo que también sería propicio para aumentar exposición a bonos del tesoro o de alta calidad. Sin embargo, dada la resiliencia que está mostrando la inflación para llegar al objetivo de la Fed del 2%, el traspíe de la inflación en diciembre, que rebotó después de varios meses en descenso, y el fuerte rendimiento de los bonos de los últimos dos meses, preferimos concentrar la posición de renta fija de buena calidad crediticia en duraciones menores a tres años.

Bonos ajustados por inflación continúan atractivos. Los bonos ajustados por inflación (TIPs) tuvieron muy buenos rendimientos en los últimos tres meses, con el bono a 10 años subiendo 10%. La tasa de interés real en ese plazo cayó de 2,50% a 1,70%, mientras que las expectativas de inflación disminuyeron a 2,3% desde 2,4%. Hay que recordar que el rendimiento de un bono ajustado por inflación se compone de la tasa de interés real y de la inflación. Aun así, creemos que la combinación de tasas reales e inflación implícita continúan atractivas. Si bien llegaron al 2,5%-2,6% en octubre, a 1,7% las tasas del bono de 10 años continúan en niveles históricamente altos. Por otro lado, una inflación de equilibrio en 2,3% es atractiva, ya que asumen un escenario bastante exitoso para la Fed. Por ejemplo, si ésta no consiguiera llegar al objetivo de inflación del 2%, y se mantuviera en los niveles actuales cercanos al 3%, los rendimientos de los TIPs serían bastante superiores a los de los bonos del tesoro nominales. Además, los TIPs son atractivos en un escenario de desaceleración económica, cuando los rendimientos caen y por ende los bonos suben.

En high-yield, preferimos bonos de mercados emergentes. Los retornos del high-yield americano fueron robustos en 2023, reflejando la resiliencia de la economía americana. Sin embargo, los spreads contra los bonos del tesoro están demasiado ajustados. Actualmente operan 340 puntos por encima de los rendimientos de bonos del tesoro contra un promedio de casi 500 en los últimos 10 años. Además, es un activo vulnerable a la recesión y está fuertemente correlacionado con las acciones, cuyas valuaciones siguen en niveles históricamente altos. Sin embargo, el high-yield de mercados emergentes luce atractivo, ya que sus spreads contra los bonos del tesoro no se han contraído tanto. A 240 puntos por encima de las tasas de los bonos de high-yield, están bien por encima de los 150 puntos promedio de los últimos 10 años. Por otro lado, nos seguimos sintiendo cómodos con posiciones en deuda soberana de mercados emergentes, una ponderación que aumentamos a principios del 2023. La inflación se ha normalizado en la mayoría de esos mercados, impulsando a los bancos centrales a una política monetaria más laxa que en Europa y Norteamérica.

Las acciones americanas siguen caras. Continuamos con una posición Underweight en renta variable, esencialmente por nuestro posicionamiento en USA, que representa 60% de los índices globales. El mercado americano sigue vulnerable a la evolución de ganancias corporativas, cuyas expectativas de crecimiento de más del 10% para 2024 parecen demasiado optimistas y las valuaciones están históricamente altas. Preferimos fondos con exposición baja en el sector tecnológico y alta en energía. En los mercados emergentes nos gusta Asia, que debería beneficiarse de valuaciones más atractivas, un dólar más débil, y mayor crecimiento económico. China continúa decepcionando, la seguimos con atención, ya que con valuaciones muy atractivas, es muy susceptible a una mejora en el sentimiento inversor. Las valuaciones en Europa y en Japón continúan atractivas, donde nos mantenemos neutrales.

Tácticamente, reducimos posiciones en oro. Si bien creemos que un dólar débil debería jugar a favor del oro en el mediano plazo, tácticamente preferimos reducir nuestra exposición a favor de incrementos en el cash. En primer lugar, el oro ha tenido una muy buena performance en los últimos tres meses, permitiendo una toma de ganancias. Segundo, gran parte de esa suba fue impulsada por la fuerte baja de las tasas de interés de largo plazo, y es difícil imaginar bajas adicionales en los próximos meses aun con las tasas de corto cayendo debido a la resiliencia de la inflación.

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

