

09 de Agosto de 2019

Escenario Global: Momento de ser conservador

En las siguientes notas repasaremos algunas ideas sobre el precio de los activos a nivel global. Como observamos en otras oportunidades, pienso que es momento de ser conservadores. Creo que los riesgos no son simétricos. Dicho de otra forma, en las apuestas con riesgo, creo que las pérdidas esperadas en los escenarios adversos son mucho mayores a las ganancias esperadas en los escenarios favorables. Aclaración importante, en este *Resumen* estamos dejando totalmente a un lado el precio de los activos argentinos, que claramente van por otro camino.

El primer punto a considerar son las correlaciones globales. La misma clase de activos se mueven de forma similar (correlacionan) en el corto plazo. Con lo cual, podría gustarnos una determinada compañía por sus fundamentos y valor de mercado, pero si los mercados globales presentan una clara corrección difícilmente esos activos resistan. Nos puede gustar mucho un banco global bien capitalizado, con rentables unidades de negocios en diferentes partes del mundo y con valuaciones excesivamente castigadas (SAN), pero si los mercados globales corrigen, difícilmente no caiga su cotización. Nos puede gustar la empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura (TS), con extremada solidez financiera que le permite ganar mercados en los contextos adversos y absorber competidores en todo el mundo, pero si los mercados globales corrigen seguramente veremos caer su cotización.

¿Entonces dejamos pasar buenos fundamentos por miedo a una corrección global? Eso es una decisión personal. Un inversor de largo plazo puede comprar fundamentos sabiendo que se verá afectado en el camino por eventuales correcciones de mercado. Otros inversores esperarán un recorte de precios para comprar. Ambas opciones son válidas. Pero para aquel inversor impaciente y poco tolerante a pérdidas de capital, probablemente estemos frente a uno de los peores contextos posibles para invertir en renta variable. ¿Por qué?

El mercado americano presenta un impresionante rally de casi una década, con índices muy cerca de sus records. Las valuaciones, por donde uno las

mire (precio sobre ganancias, capitalización de mercado sobre PBI, valor de la empresa sobre Ebitda) lucen en niveles muy altos, con pocos registros históricos. Un dato que me gusta seguir, en el último balance de Berkshire Hathaway, el holding de Buffet, muestran un nivel de liquidez record mayor a los U\$S120 mil millones. Si el mejor inversor en acciones a nivel global se mantiene líquido, es todo una señal.

¿El mercado puede seguir subiendo? Por supuesto. La decisión pasa por estar dispuesto a subirme a la euforia de mercado, según mi opinión algo parecido al tramo final del ciclo alcista, con el riesgo que esto conlleva. ¿El inversor agresivo que opciones tiene? La liquidez es muchas veces la opción más conveniente en una cartera agresiva, tener con que salir de compras cuando el mercado presenta oportunidades. Hace muy poco, en diciembre pasado, el mercado presentó una toma de ganancias del 20%. Creo que en esos niveles, o incluso en recortes de precios algo menores, el mercado se pondrá atractivo nuevamente. La paciencia es la clave, tanto en el ciclo alcista como en el bajista.

Vayamos ahora a los bonos. El contexto internacional luce desafiante a la hora de invertir en renta fija desde hace varios años. Con excepción de los Treasuries norteamericanos, prácticamente todos los bonos soberanos del mundo desarrollado con plazo menor a 10 años tienen rendimientos negativos o cero. Brasil 2037 rinde menos del 4.6%. México 2031 rinde menos de 3.7%. Indonesia 2026 no llega al 3%. Ni hablar de bonos emergentes de economías sanas como Polonia, Chile o Perú.

En las últimas semanas se percibe en el mercado cierto miedo a una recesión global. El crudo y la tasa americana a 10 años cayeron marcadamente, muy mala señal. El mercado espera casi en un 80% una tasa de la FED para fines de año menor al 1.75%. El precio de los bonos incorpora esta probabilidad. Recordar que a fines del 2018 el mercado esperaba que las tasas subieran en 2019. El mercado tiene siempre la opinión más valiosa, pero el problema es que cambia rápido de opinión.

Los bonos en el mundo soberano y corporativo presentan tasas muy bajas en respuesta al miedo de menor crecimiento global, principalmente en los Estados Unidos, donde de presentarse este

escenario la tasa de referencia bajaría aún más. Pero, si la recesión no llega, la FED no termina convalidando dos bajas más de tasas para 2019, la guerra comercial da algo de tregua y el desempeño económico de las economías desarrolladas no es tan malo como el mercado espera, seguramente las tasas subirán. En este escenario los bonos caerán.

Con lo cual, en el mundo de la renta fija, uno deberá conformarse con tasas bajas y tener mucha paciencia dado que los bonos tendrán movimientos de paridad. En el contexto descripto, la selectividad de los instrumentos y el manejo de la duration (plazo) de la cartera son las únicas formas de generar valor.

Conclusión, si usted es conservador, siempre que alguien le prometa mucho retorno en este contexto, pregúntele dos o tres veces el riesgo que esa promesa de retorno conlleva.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
juan@cucchiara.sba.com.ar