

16 de julio de 2021

La eterna espera de un mercado sin correcciones

El mercado no corrige y las valuaciones de las compañías americanas rompen nuevos records prácticamente semana tras semana. La tasa de interés de los bonos del tesoro continúa en niveles muy bajos a lo largo de toda la curva, empujando el rendimiento del resto de los activos de renta fija a niveles casi despreciables. Seguimos en un mundo bastante complejo a la hora de tomar posicionamiento tanto en acciones como en bonos.

El costo de oportunidad de estar líquido en un mundo de tasas cercanas a cero es casi nulo. Quizás alguien podría mencionar que el verdadero costo de oportunidad de estar líquido es mirar desde afuera como los activos suben sin pausa. Pero a la hora de invertir uno evalúa no sólo los rendimientos esperados (cuanto creo que voy a ganar), sino también los riesgos asociados (cuanto estoy dispuesto a perder).

Durante 2020 enviamos varios *Resúmenes* optimistas o “bullish” (ver [acá](#) y [acá](#)) que apuntaban a aprovechar las oportunidades de largo plazo que dejó el desplome de precios de la pandemia. En sentido contrario, durante los últimos meses recomendamos mantener una buena porción de liquidez en cartera, dado el excesivo nivel que alcanzaron las valuaciones. Los activos, sobre todo en el mercado norteamericano, continuaron su camino alcista. En las próximas líneas algunas simples reflexiones por las que nos sigue pareciendo aconsejable mantener una buena porción de liquidez en

cartera o tomar cierta cobertura de las posiciones más riesgosas.

Durante las últimas 3 décadas el S&P ha tenido una o dos correcciones por año del orden del 5% al 10%. En el mismo período, el mercado mostró en promedio una corrección cada dos años del orden del 10% y 20%. En estos casi 8 meses del 2021, el mercado no presentó todavía una corrección ni siquiera del orden del 5%. Claro está que el actual ciclo económico y de mercado producto de la pandemia es claramente distinto a los previos, este ciclo es mucho más intenso. Sin embargo, la convicción y optimismo del mercado llaman la atención.

Esta intensidad en el ciclo también se ve en las ganancias de las compañías. Luego de derrumbarse las ganancias por acción del S&P, en sólo 4 trimestres volvieron al nivel pre crisis con una velocidad de recuperación sin precedente. Los balances del primer trimestre rompieron las estimaciones como nunca antes y para el segundo trimestre (recién arrancan las presentaciones) ya se ven sólidos resultados. Dicho esto, las valuaciones muestran niveles inusualmente altos aun considerando la buena recuperación de las ganancias. Tomando los indicadores más utilizados, como el indicador precio contra ganancias (P/E), la capitalización de mercado sobre el PBI (el preferido de Warren Buffet, que también guarda una buena porción de liquidez) y el valor de las empresas sobre el Ebitda (EV/Ebitda), en todos los casos notamos la misma dinámica (gráficos en el orden mencionado). Vemos registros inusualmente altos aun en relación a los máximos previos. O el mercado se encuentra extremadamente optimista en cuanto al futuro desempeño

económico o la liquidez excedente en el sistema fluye para donde puede en un mundo de tasas cero.

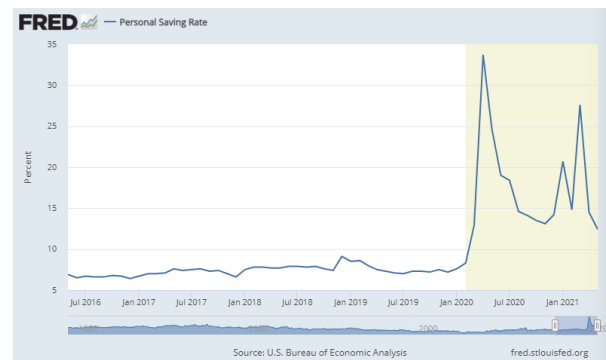


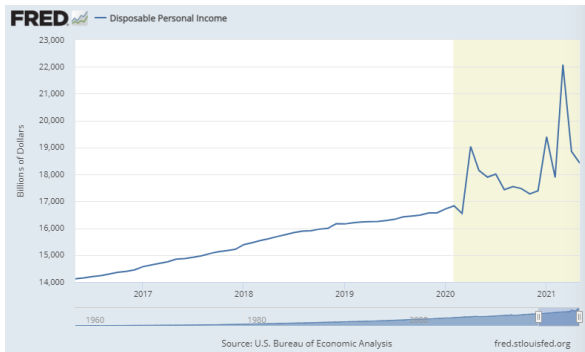
Fuente: Bloomberg.

Los consumidores en EEUU se encuentran en una coyuntura completamente diferente en relación a otros ciclos. La propia naturaleza de una crisis económica afecta a las empresas y a los consumidores, pero en la crisis de la pandemia, la ayuda del estado al consumidor de EEUU fue muy importante. La situación financiera de las familias, siempre en promedio, mejoró marcadamente. Con el avance de la vacunación y la normalización de la actividad, las familias comenzaron a tener un gran poder de compra. La ayuda financiera recibida fue utilizada para

potenciar ahorros o pagar deudas. Como se puede ver a continuación, el ahorro e ingreso disponible de los hogares tocó niveles altísimos. El mercado de trabajo es un buen ejemplo de este fenómeno. Si bien se viene recuperando de gran forma, todavía le queda un largo trecho para recuperar los niveles pre pandemia. Sin embargo, hay algo interesante con la oferta de trabajo que provoca que en ciertos sectores no se lleguen a cubrir los puestos. La buena posición patrimonial de las familias provoca que muchos trabajadores no tengan apuro en volver al mercado laboral.

Parte de ese exceso de liquidez fue un flujo retail muy importante para el mercado accionario. Este flujo no estará en los próximos meses, de hecho, en los gráficos se nota cierta normalización en las últimas semanas. A medida que los hogares normalicen sus gastos de consumo y no haya más cheques del Estado las variables convergirán a su media o tendencia.





Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

El principal combustible del mercado no viene por el lado de la recuperación económica ni por los resultados corporativos. Claro que son factores importantes, pero no son hoy los preponderantes. El gran combustible es la liquidez y las expectativas de tasas bajas. No solamente estamos en un mundo donde los Bancos Centrales pusieron el costo del dinero de corto plazo en cero, sino que además compran una importante cantidad de activos para mantener bajas las tasas de interés de largo plazo.

La Reserva Federal viene manteniendo su programa de compras de USD120 billions todos los meses, garantizando que la liquidez fluya. En las últimas semanas las compras de la Reserva Federal superaron las emisiones de deuda del Tesoro, una de las razones por las cuales la tasa del tesoro a 10 años cayó fuertemente. En lo que resta del año el plan de infraestructura de Biden y las necesidades de caja implicará una mayor necesidad de recursos, sacando esta presión bajista sobre las tasas.

La FED ya anticipó, en su firme creencia de que la inflación que estamos viendo es absolutamente transitoria, que mantendrá las tasas cercanas a cero hasta por lo menos 2023. Pero como siempre mencionamos, la

tasa que juega en el mercado es la correspondiente a los bonos del Tesoro más largos (3, 5 y 10 años). La tasa de los Treasuries es la que determina el verdadero costo de oportunidad y la recompensa de estar líquido. Si la recompensa de estar líquido es muy baja, naturalmente sube el apetito por el riesgo. Y las tasas de los Treasuries depende de la compra de bonos en los mercados por parte de la FED (Quantitative easing) más que en la tasa overnight (fed fund rate).

Cuando la FED comience a dar indicios de alguna disminución en su ritmo de compras (¿Jackson Hole en agosto?), lo que se conoce en el mercado como tapering, se verá reflejado en las tasas y seguramente en el precio de los activos. Esto fue lo que vimos en el tapering de 2013. Creemos que la distorsión de precios relativos (algunos precios creciendo mucho más rápido que otros), el incremento en el costo de las materias primas, el mega paquete fiscal de infraestructura con su gran efecto multiplicador y un mercado laboral donde en determinados segmentos puede tener escasez de oferta empujando salarios, son riesgos suficientes como para no comprar al pie de la letra el discurso de la FED. Si la inflación muestra algún indicio de persistencia mayor, la Reserva Federal seguramente ajustará más rápido el tapering. Nadie tiene el diario de mañana, pero uno sabe los riesgos que quiere correr y cuáles no.

¿Estamos hablando de una mega burbuja que pone el riesgo la recuperación económica y el sistema financiero global? Lejos de eso. Los bancos estos sólidos en sus balances, la economía se recupera a paso

firme y buena parte de la suba de mercado se explica por un grupo de empresas tecnológicas que lo han hecho de maravilla en los últimos trimestres. Simplemente 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.

juan@cucchiara.com.ar

ian@cucchiara.com.ar

manuel@cucchiara.com.ar