

Renta variable global

Que nos dejó el año y que esperamos para el 2023

El S&P 500 cae 21% en lo que va de este año, mostrando su peor desempeño desde 2008, cuando la caída había sido del 38%. A comienzos de 2022 el índice norteamericano alcanzó su máximo valor de 4.796 puntos, pero poniendo un freno a la tendencia alcista que logró a lo largo de 2021. A partir de ahí se dio un cambio de tendencia en el índice, en parte por los temores a una recesión global debido a la agresiva política monetaria de la Reserva Federal para controlar la inflación. Las continuas subas en las tasas de interés motivadas por los malos resultados de la inflación interanual, llevaron a una caída del índice S&P 500 hacia un mínimo de 3.700 puntos, para luego rebotar hacia los valores actuales. El rebote se dio en medio de expectativas sobre una desaceleración en el aumento de tasas de la Fed Funds. Si tomamos en cuenta el Nasdaq, la caída fue aún peor producto de que la suba de tasas de tasas tiene mayor impacto en las acciones del sector tecnológico. El Nasdaq va camino a cerrar el año con una caída del 33%, máxima caída desde el 2008, donde cayó 41%. Pero para poner en relieve cómo afecta, la inflación y la suba de tasas a las empresas.

Una alta tasa de inflación frena el desarrollo económico a través de varios canales. Los más importantes incluyen una disminución en la demanda de bienes de consumo y de inversión:

El aumento de los precios de los bienes de consumo reduce el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares privados. Como resultado, reducen su demanda de bienes de consumo. En respuesta a las altas tasas de inflación, los bancos centrales elevan sus tasas de interés clave. El aumento de las tasas de interés significa que es más difícil para las empresas financiar sus inversiones. Al mismo tiempo, tiene menos sentido que las empresas amplíen sus capacidades de producción cuando la demanda de bienes de consumo está cayendo. Por lo tanto, la demanda de bienes de capital también está disminuyendo. Las empresas cuyos bienes de consumo y de capital tienen menor demanda recortan la producción. Como consecuencia, el nivel de empleo desciende, lo que se traduce en menores ingresos para los empleados afectados. Esto conduce a una mayor reducción en la demanda económica general de bienes de consumo. Al mismo tiempo, menor consumo, es menores ventas y eso repercute en los balances de las empresas.

¿Qué pasará con las tasas de interés?

De lejos, el mayor campo de batalla para los mercados financieros en 2023 será el duelo entre las expectativas de mercado acerca de las tasas de interés y lo que vaya dictaminando la Reserva Federal. Si bien el refrán popular aboga por nunca ir contra la Fed, durante el último trimestre del año esto ha sido un espacio de discusión. Powell dejó en claro en diciembre, tanto en su declaración como en su conferencia de prensa, que la Fed no estaba dispuesta a dar vuelta y que las tasas continuarán subiendo en los EE.UU. aunque de manera más lenta, pero alcanzarían una tasa terminal más alta de lo que se pensaba y un período de tiempo más largo.. Dado que la Reserva Federal no anticipa recortes de tasas el próximo año, el 5,1% también será la tasa de fin de año de 2023. Por otro lado vemos que en el mercado se descuenta una tasa del 4.5% para finales de 2023

Algo tiene que ceder entonces. El mercado ha tenido en cuenta varias veces en el año el cambio de view de la Fed o “ Fed Pivot” con poco éxito y, dada la disparidad entre las dos proyecciones de fin de año, parece que para el próximo año se volverá a abordar la misma estrategia.

Así como la FED erró su view acerca de la inflación transitoria y estuvo durante meses corriendo a la inflación de atrás creemos que no volverá a cometer el mismo error con su política de baja de inflación. Creemos que la Fed preferirá permanecer con una política más restrictiva por más tiempo hasta que la inflación no vuelva a su meta de largo plazo del 2%. Si bien se espera una recesión leve para USA creemos que la misma será un poco más dura de lo esperada.

Donde nos deja esto a la hora de posicionarnos. Nos parece clave ver cómo se luce la próxima temporada de balance que arranca la próxima semana. Ahí podremos ver que tan deteriorados vienen los balances de las empresas. De antemano, creemos que no va a ser una buena temporada. Cuando partimos de un escenario de menor crecimiento creemos que los sectores más defensivos van a ser los menos afectados. Nos referimos a Salud, Consumo Básico y servicios públicos.

China

El índice MSCI China, que realiza un seguimiento de las empresas chinas que cotizan en los EE.UU., Hong Kong y el continente, cayó un 24 % en el año hasta el 29 de diciembre, luego de caer en una magnitud similar en 2021. Eso culmina uno de los períodos más largos de bajo rendimiento para acciones de la segunda economía más grande del mundo, que se ha visto afectada por sus restricciones de Covid-19, una recesión inmobiliaria y medidas enérgicas regulatorias en el sector privado.

En los últimos meses, algunos inversores que antes eran bajistas se han vuelto positivos con respecto a las acciones chinas después de que Beijing tomó varias medidas decisivas para respaldar el flojo crecimiento de su economía. Creemos que China será un jugador decisivo para el próximo año. Las medidas tomadas el 26 de diciembre que dejan atrás las políticas de Covid zero han sido positivas pero todo dependerá de cómo China salga de estas políticas. Se prevé que haya una gran ola de contagios y como la infraestructura China lleve adelante esto, sobre todo después del año nuevo lunar, será clave para el crecimiento del gigante asiático y de la economía global. El Banco Mundial estima que el crecimiento del PIB real de China se desaceleró al 2,7% este año y proyecta un crecimiento del 4,3% en 2023 a medida que se reabre la economía. Si bien luce bien para el crecimiento mundial la reapertura de China, tengamos en cuenta, que mayor demanda hará subir el precio de los commodities sobre todo del petróleo, lo que podría volver a impulsar los precios en las principales economías.

Europa

Al igual que el Reino Unido, el aumento de los costos de los alimentos y la energía, así como el ciclo de alzas monetarias, han llevado a la economía de la UE al territorio de la recesión. Sin embargo, a diferencia del Reino Unido, el mercado laboral no es tan ajustado y no se espera que el crecimiento de los salarios se dispare tanto. Sumado al hecho de que hasta ahora, además de la fuerte ola de frío antes de Navidad, el invierno europeo ha sido suave, y se espera que las temperaturas durante el período de Año Nuevo estén muy por encima de las temperaturas promedio. Esto nos lleva a preguntarnos si la recesión en Europa podría llegar a ser menor a la esperada. Creemos que hay riesgos latentes que mantendrán en vilo a la economía Europea. El principal de ellos es que hay una escalada en el conflicto Rusia-Ucrania, el cual creará problemas en las cadenas de suministros de energía y alimentos. Al mismo tiempo, al igual que la FED, creemos que el BCE seguirá un camino de restricción monetaria más duro y largo que el esperado; y esto tirará el crecimiento hacia abajo.

A la hora de analizar dónde alocar activos creemos que Europa cuenta con mayores riesgos que EE.UU. Además, podemos destacar tres ventajas competitivas de EE.UU frente a Europa:

El presente informe es publicado por LBO S.A. a modo informativo. No constituye una oferta, invitación o solicitud para la compra, suscripción, venta o negociación de valores negociables, activos o instrumentos de ningún tipo, ni constituye asesoramiento o recomendación para la realización de dichas operaciones.

- Estados Unidos tiene combustibles fósiles y, por lo tanto, depende menos del gas natural, el petróleo y el carbón importados. En consecuencia, los costos de energía son notablemente más bajos que para las empresas europeas.
- Estados Unidos tiene una estructura de edad de la población más favorable al crecimiento. Por lo tanto, la escasez de mano de obra que aumenta los salarios es menor que en Europa.
- Estados Unidos ha aprobado una “Ley de Reducción de la Inflación” que entrará en vigor el 1 de enero de 2023 . En esencia, este es un programa de apoyo masivo para empresas estadounidenses que consiste en subsidios y exenciones fiscales para promover tecnologías amigables con el clima.

S&P

Valuación

Con la última caída del S&P 500 vemos que las valuaciones comienzan a estar atractivas en términos históricos. El PE (Forward) se encuentra en 17.84x vs 22.51x que cotizaba el múltiplo a principios de año. Tengamos en cuenta que el promedio de los últimos 22 años es 17.35x, es decir que tomando como referencia el PE, se encuentra sobre promedio. Igualmente, si tomamos el promedio de los últimos 5 años el mismo se encuentra en 19.98x. Vemos que en términos de valuación, el índice luce barato en relación al promedio. Para aquellos con un horizonte de inversión mayor a 6 meses, recomendamos comenzar a armar posiciones sobre el S&P 500. Es importante destacar que una recesión más profunda a la descontada por el mercado impactaría de mayor manera en el mercado accionario.

Renta variable local.

Argentina cierra su mejor año en renta variable desde 2017. El merval medido en CCL (USD) va camino a cerrar el año en un nivel de 581 puntos, lo que significa una suba del 40.31%. Cuesta encontrar drivers positivos para justificar semejante subida. Estas subas generalmente venían precedidas por expectativas de cambios políticos cosa que aún no sucedió. Las elecciones presidenciales de 2023 no están claras que las ganará la oposición que resulte ser más market friendly por lo que nos cuesta creer que la suba experimentada este año y sobre todo en el segundo semestre sea genuinamente producto del *trade* electoral.

Lo que resulta evidente fue el rally experimentado por el sector energético producto de su exposición a Vaca muerta y los altos precios de la energía que hubo durante el transcurso del año. Desde comienzo de año destacamos que este sector iba a ser uno de los más dinámicos. Las empresas que están expuestas a Vaca Muerta tienen una ventaja competitiva más que interesante. En un mundo donde la energía escasea producto de la guerra Rusia-Ucrania, si Argentina logra consolidar las obras de infraestructura iniciadas en los años anteriores tendrá un producto más que interesante para ofrecer. Además, tengamos en cuenta que Vaca muerta, es el segundo yacimiento de Shale Oil y Shale Gas más desarrollado por detrás del Permian de EE.UU.

En relación a nuestra recomendación principal de posicionarnos en el sector energético, seguimos sosteniendo esta postura a pesar del rally experimentado. **Por el momento, después de semejante suba, es probable que veamos unas correcciones en los precios, por lo que nos puede ofrecer buenos puntos de entrada.** Sobreponderamos este sector por su exposición a vaca muerta y lo que significa este yacimiento para la matriz energética Argentina. En este sector nuestras preferidas son: TGS, TGNO4, CEPU, PAM e YPF. Igualmente es importante destacar que este tipo de activos son de un **riesgo mayor** y recomendamos mantenerlos al menos un año.

El sector bancario, como venimos comentando en nuestros informes, no es de los sectores a los cuales apostar a futuro. A nivel general por la gran regulaciones que enfrentan; y por otro lado, la cantidad de papeles del tesoro nacional que tienen. Hoy en día los bancos tienen grandes porcentajes de sus balances en títulos del tesoro, hasta que no tengamos en claro que va a suceder con los vencimientos en pesos (aproximadamente 1.1 billones de pesos mensuales a partir de enero) no recomendamos tomar posiciones. Sin embargo, para aquellos que ya tengan posiciones en el sector recomendamos rotar hacia Banco Galicia (GGAL) dado que quedó relativamente atrasado contra sus pares.

MERVAL

Name	Price	Market Cap	Px Chg Pct YTD	P/B	P/S	Dvd 12M Yld	P/CF	P/EBITDA	P/E	Fwd PE	Volat:D-30
Banco de Valores SA	67,9	56598,75328	155,4717	5,4513	1,6418	1,8546	--	1,9666	82,3161	--	29,0340
Loma Negra	455	276447,6908	73,9713	2,9371	2,7451	5,5733	13,5568	9,5404	--	1,1855	33,3300
Transener SA	177	77262,06976	221,1645	1,3818	3,3453	--	17,0239	11,4016	52,1743	--	44,2927
Aluar	183,25	517999,9846	98,9247	3,7431	2,8781	4,0859	14,3726	10,0773	14,6740	--	26,8329
Banco BBVA Argentina SA	434,05	270113,2431	96,5448	0,9090	0,5706	4,8739	--	--	7,4400	139,5095	53,6647
Agrometal SA	69	6889,999872	64,2431	1,4211	0,6779	5,4427	10,3042	2,3439	7,3250	--	53,3798
Holcim Argentina SA	281	102408,0118	63,5036	2,4730	2,2658	5,0000	9,1905	7,6765	14,2115	--	34,9689
Ternium Argentina SA	218,25	1023121,818	91,3954	1,4662	2,3190	--	8,8749	8,4698	7,8527	--	34,7047
Pampa Energía SA	420	589501,7595	156,3478	1,8219	2,8069	--	10,7429	7,2803	12,5276	0,9397	41,0807
Cresud SACIF y A	223	130641,2974	128,6223	1,3039	1,3155	2,3512	18,3130	--	3,8030	--	37,5947
Transportadora de Gas del Sur SA	783	601832,489	341,4688	3,3567	5,6839	--	19,2633	11,8013	23,1547	13,1152	42,0051
Grupo Financiero Galicia SA	320	481929,3635	67,2895	0,9634	0,5819	3,1125	--	0,8448	14,7304	25,0613	43,5561
Banco Macro SA	545	358039,552	94,6975	0,8428	0,6995	2,7583	2,0927	--	11,5117	14,1724	46,3480
Sociedad Comercial del Plata SA	19,75	61756,45286	208,8924	0,9594	0,9480	5,7323	17,3492	5,7399	11,0030	--	48,8457
Cablevision Holding SA	1000	184797,3642	70,3580	0,6803	0,3520	--	1,4027	--	--	--	40,9242
Central Puerto SA	202	310539,9112	219,4273	1,3835	4,1849	0,0080	7,8340	6,7477	25,3258	13,8490	41,0041
Telecom Argentina SA	361,7	775327,7112	77,9535	1,1222	1,4768	--	5,8720	--	--	--	45,0454
YPF SA	3027	1207338,795	296,6472	0,8230	0,5913	--	2,1322	2,2555	5,1333	4,0560	46,0464
Grupo Supervielle SA	150,25	67756,62182	86,6871	0,8498	0,3541	0,4218	--	--	--	--	49,7389
Mirgor SACIFIA	5418	94771,24915	39,4849	1,8432	0,3041	0,1539	2,1797	3,0132	162,7996	--	49,3748
Edenor	136,25	118036,9961	136,3716	1,1320	0,8011	--	4,4390	--	--	--	25,7161
BYMA	217,75	166987,4975	110,5769	3,2996	5,8185	1,0474	--	10,1865	75,2949	46,6951	32,5613
Transportadora Gas del Norte SA	347	151803,691	267,5532	1,3887	5,2935	--	10,8731	10,5874	--	--	48,1164

El presente informe es publicado por LBO S.A. a modo informativo. No constituye una oferta, invitación o solicitud para la compra, suscripción, venta o negociación de valores negociables, activos o instrumentos de ningún tipo, ni constituye asesoramiento o recomendación para la realización de dichas operaciones.