

"By failing to prepare,
You are preparing to fail". Benjamin Franklin

Estimado Inversorista,

A continuación, nuestro informe macro sobre la situación actual.



Resumen.

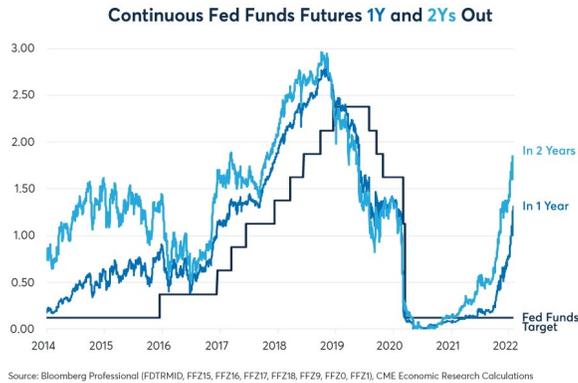
- En 2022, los mercados de acciones y de bonos cayeron ambos de manera acentuada. Esto es inusual dada su correlación inversa. La última vez que ocurrió fue durante la crisis del 2008.
- Modificamos nuestro *target* de corto plazo del S&P 500 de 4,500 a 4,400 puntos.
- En 2023, *Nordia Capital* nuevamente demuestra su *outperformance*, dada la solidez y el análisis fundamental de las empresas seleccionadas.
- El presente ciclo de aumentos de tasas de interés ha sido el más agresivo desde 1980, pero la volatilidad de tasas de este ciclo será más corta.
- La inflación permanece en descenso, pero más alta de lo esperado.
- Vemos una recesión leve, con baja deuda, más liquidez, y sin problemas estructurales tipo 2008.
- Los mercados han tocado fondo, y quizás el peor escenario quedó atrás.
- Dependemos más de la FED que de la propia economía.
- Durante 2022 ocurrió un *reset* de las valoraciones, lo que nos coloca en una mejor posición hacia futuro dado nuestro perfil de inversionista.
- Tanto en renta fija como variable, la oportunidad para invertir a largo plazo es única.
- Se recomienda evitar empresas pequeñas con altas valoraciones para justificar rendimientos.
- Los mercados pudiesen estar sobreestimando una bajada anticipada de las tasas de interés.
- Europa continúa dependiente de la energía externa, y sigue sensible ante el plano geopolítico.
- En el corto y mediano plazo preferimos bonos vs acciones, y Estados Unidos vs Europa.
- Para el largo plazo pueden iniciarse posiciones en *equity* que ya descuenten una recesión en sus precios.
- La debilidad del EUR pudiese impulsar las ganancias por exportaciones competitivas.
- Ante la volatilidad esperada; las inversiones alternativas, la renta fija, y las empresas de alta calidad, ofrecen protección.
- Durante Q1 2023 buscaremos *yield* con duración; protección con buenos fundamentos, y potencial de apreciación de capital. Es un momento único para posicionarse a largo plazo.



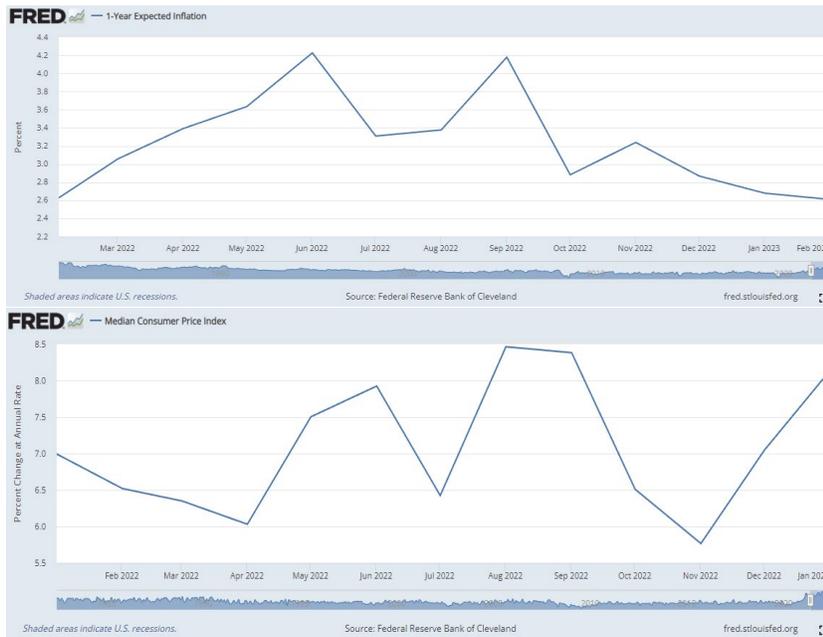
"My child has special wants."

Too much too soon.

Los mercados financieros son un indicador que refleja el proceso de toda la información económica, en tiempo real. A comienzos de 2022, las expectativas macro estaban distorsionadas por señales casi contrarias a la realidad. Como a un niño cuando se le malcría, la Fed hizo algo similar. Repartió regalos como si fuese la navidad durante todo el año 2021, y luego incumplió su mandato de controlar la inflación de 2022. También dijo la Fed que las tasas se quedarían en cero hasta 2023, y que la economía seguiría creciendo. Ambas afirmaciones irresponsables para la agencia de mayor responsabilidad en términos económicos. Era evidente que vendría inflación, como es natural que el niño se mime si todo se le regala sin exigir nada a cambio.



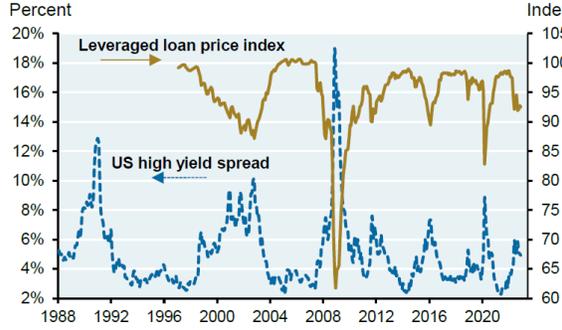
Para 2023, todos los analistas piensan lo mismo. Que en el primer semestre habrá una corrección de mercado, para luego mejorar a partir del segundo. Pero el pasado reciente nos enseña que cuando todos opinan igual, lo más probable es que ocurra algo distinto. La expectativa de inflación -lo que actualmente dicta el comportamiento de la volatilidad- ha estado subestimada durante más de un año.



En nuestra opinión, la situación actual es atípicamente difícil de predecir. Las tasas de interés han subido a una velocidad sin precedentes, sin que esto haya disminuido la inflación lo suficiente como para permitir un crecimiento sostenido. Aunque el mercado laboral, la liquidez de las empresas, y el endeudamiento de los hogares son elementos que siguen estables. Varios sectores esperan un desempleo mayor, y ello podría balancear la transición hacia la

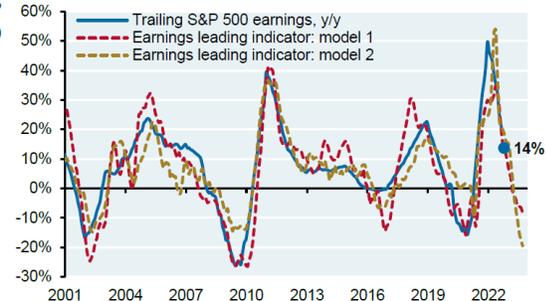
estabilidad en las tasas de interés. En ciclos anteriores este no ha sido el escenario, por lo que vemos el 2023 como un año neutro en términos de riesgo mientras se mantengan las señales mixtas en materia de recesión económica.

Risky credit not pricing in recession



Source: Bloomberg, JPMAM, December 27, 2022.

Leading earnings indicators point to S&P 500 earnings decline, Percent



Source: Morgan Stanley US Equity Strategy, October 2022.

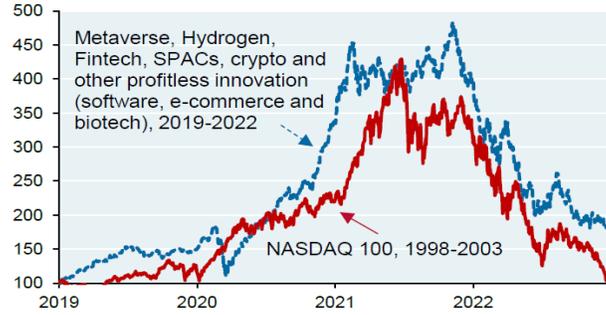
Si analizamos las medidas de cierre del 2020 en retrospectiva, las decisiones de la mayoría de los bancos centrales fueron apresuradas. - *too much too soon?* - Medidas exageradas para reparar el empleo, las empresas destruidas, la educación, y el trabajo. Lo implementado por la Fed en 2020 y 2021 fue imprudente, complaciente, y abusivo del estado de emergencia. La emisión de liquidez debió venir con un precio (tasas en al menos 1%), los cheques automáticos de Trump a la clase pudiente estuvieron de más, el fondo FTX nunca debió existir, y así. Podríamos listar innumerables elementos de ese pasado desmedido. Pero el central para los mercados fue la falta de certeza de la Fed en la expectativa de tasas e inflación. Esperaron mucho tiempo para subirlas, y luego se quedaron con pocas herramientas deflacionarias.



Recientemente, la Fed ha retirado liquidez del mercado monetario con el fin de reducir la inflación. Históricamente esto ha funcionado. Y aunque esta sea sólo una de las interrupciones que esperan corregir, es de las más influyentes sobre la expectativa de recesión económica. Pues el retiro rápido de liquidez acompañado de tasas altas reduce inflación, pero también puede ser recesivo. Nos encontramos ahora frente a inversionistas y empresas mimadas, esperando mismos tratos por parte de la Fed en este 2023. Esperamos que las lecciones hayan servido para ser más precisos y evitar caer en otra recesión.

En términos de mercados, durante el 2021 ocurrió una crisis de valoración que estalló en 2022 (*unicorns*). No hubo una recesión económica (apartando Europa). La inflación afectó la tasa de descuento, y sobre ella pesa aún la incertidumbre de cuándo se frenará. Así como afirmamos en 2021 que la Fed no llegaría a 2023 con las tasas en ceró (ya están en 4.50%), hoy proyectamos que mantener las tasas altas durante todo el año ayudaría a limpiar el mercado de las valoraciones ficticias.

Dumb and Dumber
Index (100 = Jan 2019)



Source: Bloomberg, JPMAM. December 27, 2022.

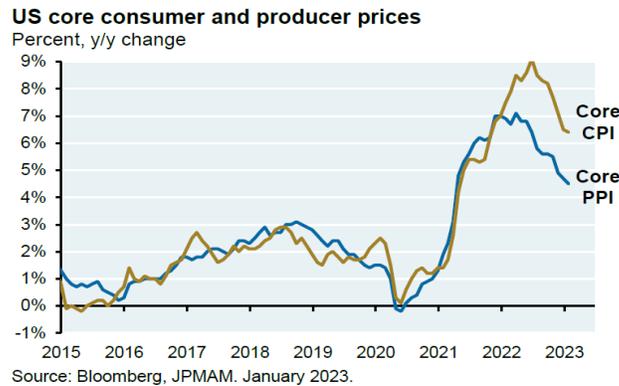
La volatilidad del 2022 fue particular. Todos los activos perdieron valor excepto el dólar y el petróleo. Esto ha generado desinversión, falta de confianza, y temor ante una sobrevaloración casi generalizada, especialmente en aquellos activos frágiles de balances inestables. A la alta volatilidad del 2022 debemos agregarle el ruido recesivo. Sobre esto, hay también señales confusas. La probabilidad de recesión ha aumentado con base en la producción y el ingreso; pero no con base en el desempleo y el producto interno bruto.



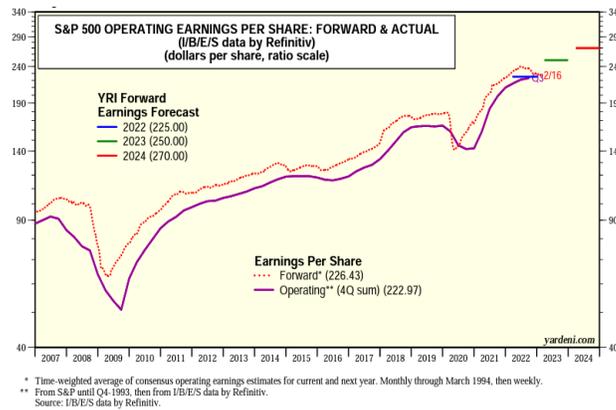
Por el momento, lo que ha ocurrido es una revaloración de activos para sincerarse *vis a vis* su realidad. Este *valuation reset* es positivo ya que desinfla los activos malos (i.e. COIN, PTON, ZM, GME), y premia a los buenos con descuentos irracionales (i.e. QCOM, MA, V, GRMN). Las empresas de alta calidad están siendo subvaloradas vs sus flujos de caja futuros, efecto colateral del famoso DCF (*discounted cash flows*) que dictó la volatilidad del 2022. Esta noción sigue presente en 2023, y cuando la FED frene los aumentos de tasas -o anuncie reducción-, el efecto sobre las valoraciones será positivo; en especial para compañías de alto crecimiento en sus flujos de caja futuros.



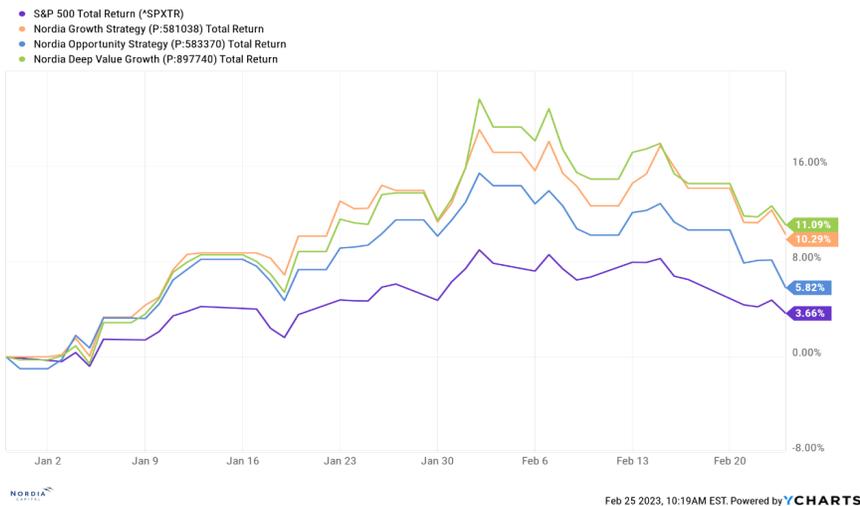
El 2023 ha comenzado con mejores noticias. China modificó su política restrictiva frente al Covid y el sector tecnológico, la inflación en EEUU ha disminuido, el mercado laboral ha demostrado estabilidad, las buenas empresas están sanas, los bancos están líquidos, y el dólar se está debilitando.



El escenario de un *soft landing* que descartamos en Q3 2022 vuelve a estar sobre la mesa, aunque con poca probabilidad. Es cierto que entramos en un año de tasas superiores a la media de largo plazo, sin embargo la economía muestra pocas señales de una recesión para 2023. Nuestro escenario base es el de una recesión económica técnica leve en Q3 2023, sin una ruptura de las ganancias corporativas. Si bien es probable que las ganancias dejen de crecer con la velocidad de 2021 y 2022, las valoraciones serán más atractivas a medida que la tasa de descuento se estabilice. Como afirmamos antes, el mercado procesa y reacciona de forma anticipada. Una vez que la inflación se mantenga en descenso y por un período de tiempo suficiente para que la Fed mantenga fija la tasa de interés, entonces la expectativa de ganancias será mayor.



Consideramos especialmente ventajoso este momento para invertir, tanto en renta variable como en renta fija - evitando unicornios y fondos extraños-. A pesar de que pudiese haber volatilidad en los próximos 6 meses, las buenas acciones están baratas. La solidez de balances, los flujos de caja estables, y el costo de capital no correlacionado con el mercado; son elementos que en este ciclo tienen especial importancia (*Nordia Deep Value Growth Strategy*), pues cuando regrese el momento de tomar riesgo, el inversionista no volverá a confiar en altas valoraciones sin calidad. En 2023, *Nordia Capital* nuevamente demuestra su *outperformance* sobre el S&P 500, dado el análisis fundamental de las empresas seleccionadas.



Veamos la renta fija. Finalmente terminó la era de rendimientos *flat* o negativos (sobre todo en Europa). Con una inflación histórica entre 2% y 3%, los bajos *yields* de los *German Bunds* y de los *10yr Treasuries* resultaba en rendimientos reales negativos. Dado el reciente aumento de tasas, los rendimientos actuales en bonos no se veían desde 2008. Y a pesar de que en gran parte de la curva los rendimientos reales siguen siendo negativos -por la inflación actual- la transitoriedad de estas condiciones ofrece una oportunidad única de largo plazo para comprar excelentes papeles a descuento, fijando tasas altas de rendimiento ajustadas a su unidad de riesgo.



Luego de haber atravesado el mes de junio de 2022 cuando el mercado digería al mismo tiempo (i) el aumento de tasas más rápido de la historia; (ii) la inflación más alta en 40 años; (iii) una posible crisis energética; y (iv) una guerra en parte de Europa; creemos que lo peor quedó atrás. Partiendo de los niveles actuales, nuestra posición es esperar que terminen los resultados corporativos de Q4 2022, claves para soportar los niveles técnicos del S&P500 (soporte en 4,000 – 4,100 puntos).

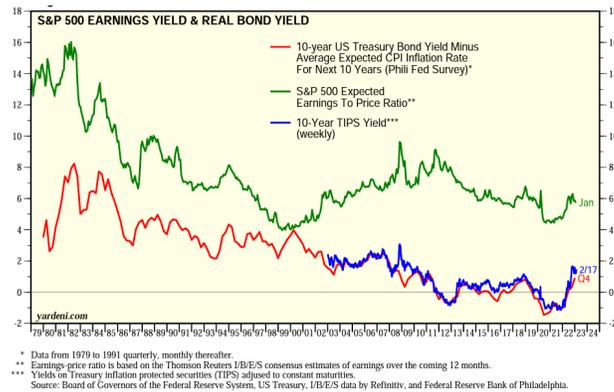


Si la Fed continuara aumentando las tasas de interés con la misma velocidad, esto podría llevar a los mercados a descontar una grave recesión. Este no es nuestro escenario central. Más bien, (i) comenzamos a ver señales de desinflación; (ii) la mayoría de los sectores en EEUU y Europa se encuentran en buen estado; y (iii) técnicamente los indicadores han mejorado. Es probable que hayamos comenzado un proceso de *market bottom*, sin que desaparezca la volatilidad. Pues vemos que el mercado descuenta el mejor escenario en cuanto a una posible reducción de tasas en 2023, y esto lo percibimos como apresurado.



Durante un *bear market* como el de finales de 2021 y el 2022, las acciones defensivas tienden a comportarse mejor que el mercado. En 2022 no fue así -excepto para las petroleras- dada la particularidad de este ciclo. Por primera vez en 120 años, los mercados entraron en un *bear market sin* una caída en las ganancias corporativas. La gran pregunta es si comenzarán a caer ahora. Por esta razón tienen importancia los reportes de Q4 2022, que están dando claridad sobre las estimaciones para 2023. Aún existe divergencia entre los sectores y su afectación individual, lo que nos hace ser pacientes mientras identificamos los mejores a mediano plazo.

Actualmente, la prima por calidad es la menor en más de 20 años. Esto hace atractivas las buenas empresas incluso en el peor escenario. Si éstas evitan una recesión en sus ganancias, sus niveles de P/E (*price to earnings*) regresarán a aquellos de 2019. Y si entraran en recesión, caerían menos que el mercado. Vemos lo primero más probable.



El breve ciclo 2019-2022 nos permitió reconfirmar nuestro proceso de inversión. Los modelos de *Nordia Capital* evitan empresas nuevas no rentables (YUC), empresas sobrevaloradas no rentables (MUC), y por supuesto cualquier inversión "*bitcoiniana*". Pero estemos atentos: ahora viene otra ola de sobrevaloración en "empresas" de AI (*artificial intelligence*), que mantendremos lejos de los portafolios. Por no hablar de FTX -que perdió el 100% de su valor- muchas YUCs y MUCs perdieron más de la mitad de su valor en los últimos 12 meses, sin mucha expectativa de recuperarse. Veamos algunos ejemplos.



Vemos el 2023 como el regreso hacia un mercado más normal, tangible, y teórico a aquél de 2020 y 2021. Ya no habrá dinero gratis, ni burbujas generalizadas. Vamos de regreso hacia una mejor realidad.

Trust the process, stay invested.

Agradeciendo su confianza, reciban saludos cordiales.

Gonzalo Rodriguez
Chief Investment Officer
Nordia Capital

Aviso legal

Esta opinión está dirigida a inversionistas y es netamente informativa. En consecuencia, su contenido no debe utilizarse como recomendación sobre inversiones. Si usted tiene alguna duda o desea realizar inversiones con base en este documento, debe consultar con su Asesor de Inversiones en NORDIA INVESTMENT ADVISORS. La rentabilidad registrada en el pasado no es promesa o garantía de rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y el rendimiento obtenido de las mismas puede experimentar variaciones al alza y a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Dado que los fondos se invierten en mercados internacionales, las oscilaciones entre los tipos de cambio pueden modificar positiva o negativamente cualquier ganancia relativa a una inversión. Pueden darse ciertos cambios en las imposiciones fiscales y en las desgravaciones. Para aclaratorias sobre este aviso, consulte con su Asesor de Inversiones en NORDIA INVESTMENT ADVISORS.