

"There was never a good war,
Or a bad peace" Benjamin Franklin.

Estimado Inversor,

En atención a los acontecimientos recientes, les extendemos un mensaje de calma y optimismo.



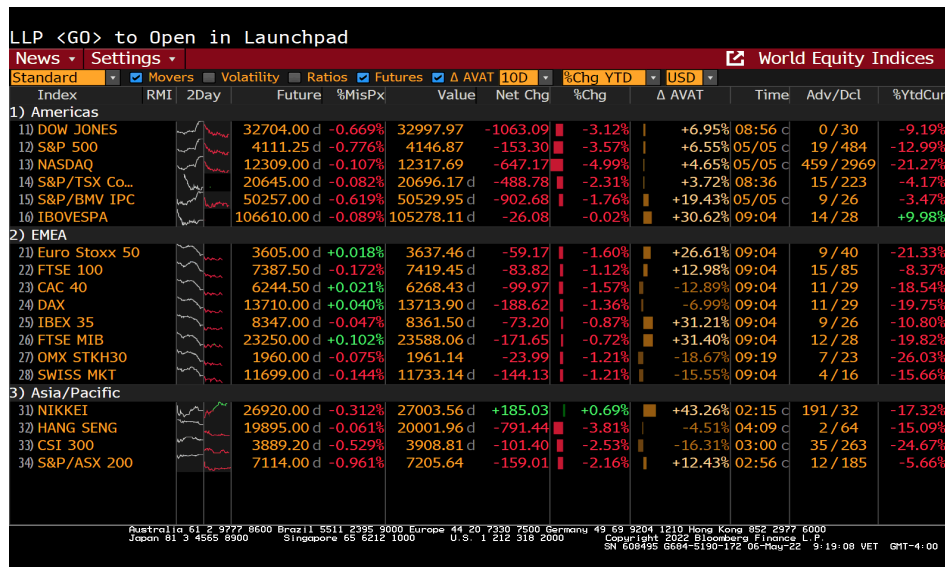
Aunque hemos comenzado a quitarnos el tapabocas, no debemos olvidar que venimos de una pandemia global que apenas hace 25 meses llevó al mundo a una detención casi total. En ese momento, los bancos centrales hicieron lo posible -y también lo que no debían- por reactivar las economías. Entre otros factores, esto hizo al *S&P 500* subir +16% en 2020 y +27% en 2021. En nuestra opinión *rallies* parcialmente ficticios. En ese momento nos preguntamos: ¿Y la crisis? ¿Será que fue tapada con liquidez? La respuesta la tenemos dos años más tarde, en lo que ha sido el *crash* del 2022. Un año donde finalmente se está viendo la costura a las decisiones desmedidas de los bancos centrales, y las secuelas verdaderas de una paralización industrial nunca vista. Por supuesto que llegaría inflación, aumentos de las tasas de interés, recortes de liquidez, escasez en el mercado laboral, y demás variables que la vacuna no iba a prevenir.

Los mercados financieros están respondiendo de una forma exagerada -aunque coherente- a la incertidumbre que produce esta nueva realidad. La pandemia fue -en términos económicos- maquillada con liquidez, subsidios, tasas bajas, y la falsa expectativa de que el desastre de 2020 pasaría desapercibido. Así, lo que ocurre actualmente debe ser bienvenido simplemente porque es síntoma de realidad. El "inversor", en su avaricia pensó que las valoraciones ficticias sin ganancias eran justas. Por ejemplo, que *RIVIAN* alcanzaría a Volkswagen en valor de mercado sin vender carros, que las reuniones por *ZOOM* eran para siempre, que todos comeríamos *Beyond Meat* (*BYND*), y que ese contexto había llegado para imponerse como la nueva realidad. Y más absurdo, asumir que estas "*unicorns*" serían eternamente crecientes y rentables. De esa realidad -afortunadamente temporal- sólo quedó el recuerdo y el resto regresó al entorno de siempre. El petróleo sigue moviendo el mundo, la gente viaja, y ya casi no se usa mascarilla.

En *Nordia Capital* seguimos invirtiendo a largo plazo y en favor de nuestros clientes. Invertimos en ganancias, en calidad de balances, en fundamentales, en rentabilidad, y en solvencia. Mantenemos la visión y la confianza sobre nuestros modelos tradicionales, a los que hemos realizado cambios pertinentes dadas las circunstancias económicas. El sabio decir de "*en finanzas el verbo hubiera no existe*", aplica actualmente. El inversor siempre podrá preguntarse que cómo no aumentamos a 80% el cash en enero, o por qué no entramos 50% en petróleo justo en septiembre, o la idea de *shortear* el rublo porque la guerra en Rusia

se veía venir. Pero estas son todas condiciones temporales. El petróleo ya bajó desde su pico (de \$140 a \$105), la cadena de suministros mejora, la relevancia de Rusia ha disminuido para los mercados, y la inflación debería gradualmente llegar al 3.5% para finales de año.

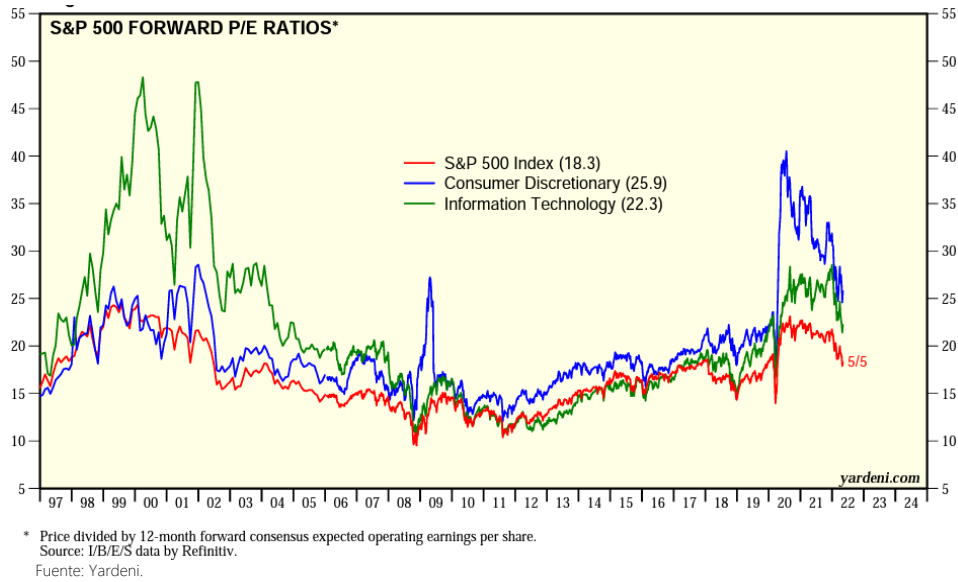
De manera que todos los mercados han sufrido más o menos el mismo efecto en este primer semestre de 2022, compartiendo el temor de que quizás entremos nuevamente en recesión. Un escenario similar al de finales de 2018, cuando todo cayó y no había alternativa sino mantener la calma. Veamos la imagen que refleja el resultado YTD al cierre del viernes 6 de mayo de 2022.



Index	RMI	2Day	Future	%MisPx	Value	Net Chg	%Chg	Δ AVAT	Time	Adv/Dcl	%YtdCur
1) Americas											
11) DOW JONES			32704.00 d	-0.66%	32997.97	-1063.09	-3.12%	+6.95%	08:56 c	0 / 30	-9.19%
12) S&P 500			4111.25 d	-0.77%	4146.87	-153.30	-3.57%	+6.55%	05/05 c	19 / 484	-12.99%
13) NASDAQ			12309.00 d	-0.107%	12317.69	-647.17	-4.99%	+4.65%	05/05 c	459 / 2969	-21.27%
14) S&P/TSX Co...			20645.00 d	-0.082%	20696.17 d	-488.78	-2.31%	+3.72%	08:36	15 / 223	-4.17%
15) S&P/BMV IPC			50257.00 d	-0.619%	50529.95 d	-902.68	-1.76%	+19.43%	05/05 c	9 / 26	-3.47%
16) IBOVESPA			106610.00 d	-0.089%	105278.11 d	-26.08	-0.02%	+30.62%	09:04	14 / 28	+9.98%
2) EMEA											
21) Euro Stoxx 50			3605.00 d	+0.018%	3637.46 d	-59.17	-1.60%	+26.61%	09:04	9 / 40	-21.33%
22) FTSE 100			7387.50 d	-0.172%	7419.45 d	-83.82	-1.12%	+12.98%	09:04	15 / 85	-8.37%
23) CAC 40			6244.50 d	+0.021%	6268.43 d	-99.97	-1.57%	-12.89%	09:04	11 / 29	-18.54%
24) DAX			13710.00 d	+0.040%	13713.90 d	-188.62	-1.36%	-6.99%	09:04	11 / 29	-19.75%
25) IBEX 35			8347.00 d	-0.047%	8361.50 d	-73.20	-0.87%	+31.21%	09:04	9 / 26	-10.80%
26) FTSE MIB			23250.00 d	+0.102%	23588.06 d	-171.65	-0.72%	+31.40%	09:04	12 / 28	-19.82%
27) OMX STKH30			1960.00 d	-0.075%	1961.14	-23.99	-1.21%	-18.67%	09:19	7 / 23	-26.03%
28) SWISS MKT			11699.00 d	-0.144%	11733.14 d	-144.13	-1.21%	-15.55%	09:04	4 / 16	-15.66%
3) Asia/Pacific											
31) NIKKEI			26920.00 d	-0.312%	27003.56 d	+185.03	+0.69%	+43.26%	02:15 c	191 / 32	-17.32%
32) HANG SENG			19895.00 d	-0.061%	20001.96 d	-791.44	-3.81%	-4.51%	04:09 c	2 / 64	-15.09%
33) CSI 300			3889.20 d	-0.529%	3908.81 d	-101.40	-2.53%	-16.31%	03:00 c	35 / 263	-24.67%
34) S&P/ASX 200			7114.00 d	-0.961%	7205.64	-159.01	-2.16%	+12.43%	02:56 c	12 / 185	-5.66%

Fuente: Bloomberg.

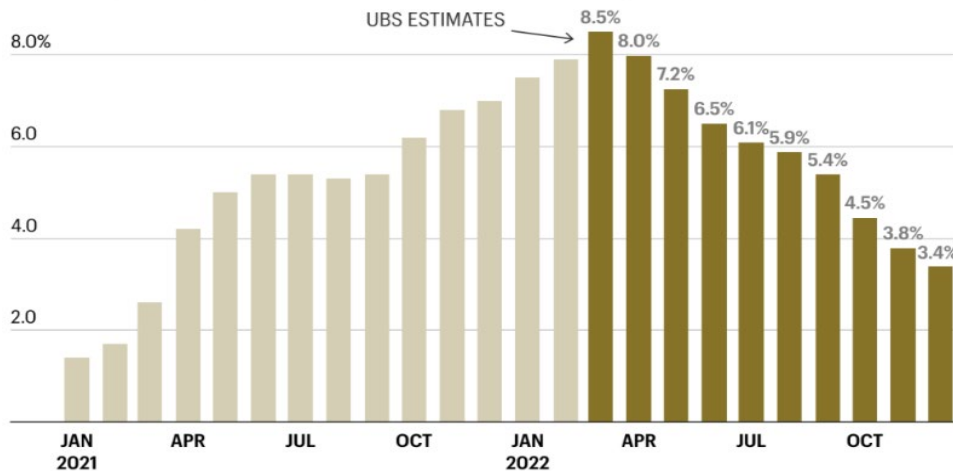
El NASDAQ tuvo su peor caída desde hace dos años. La razón: sobrevaloraciones formadas en 2020 y 2021 por exceso de liquidez y falta de regulación a nivel de IPO's. El mercado comprendió -por esta vez- que es hora de invertir y no de especular. Eso es positivo. Mientras las valoraciones del NASDAQ bajan, identificamos aquellas empresas donde hay mayor crecimiento y calidad para invertir en niveles históricamente bajos en términos de valoración. La cotización de excelentes firmas financieras y tecnológicas ha sido afectada por la corrección del mercado, lo que ofrece oportunidades de compra. En estas compañías, elementos como (i) la capacidad de aprovechar la inflación; (ii) su resiliencia a Europa; (iii) altos flujos de caja libres; y (iv) crecimiento en las ventas, nos llevan a ajustar los modelos para concentrarnos más en lo que nos gusta denominar "deep-value-growth". También hemos aumentado posiciones en otros sectores, identificando empresas que serán beneficiadas en esta etapa inflacionaria. Como vemos en la siguiente gráfica, las valoraciones han regresado a la media y se encuentran a niveles de 2019.



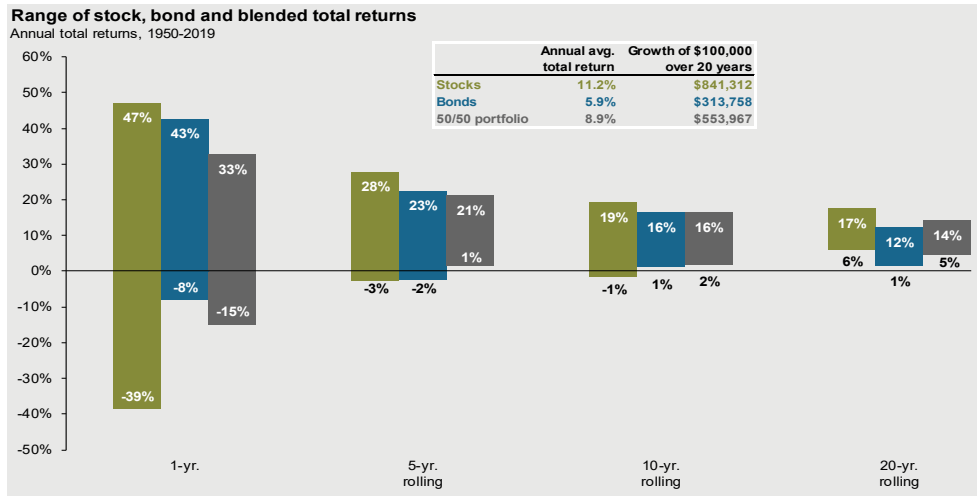
La inflación YoY de ~10% es insostenible a futuro. Su variación histórica viene dada por (i) un aumento en el petróleo de ~70% en 12 meses; (ii) ~120% en el gas natural; (iii) ~30% en *soft commodities*; (iv) ~26% en transporte; y (v) ~18% en alimentos; por nombrar algunos. Para que la variabilidad relativa de esa inflación a futuro sea de nuevamente ~10% (lo que descuenta el mercado), debe sostenerse la tendencia del aumento de precios en todo lo anterior. El petróleo subir a \$170 y el gas natural a \$16, que Rusia invada a Alemania (por ejemplo), y que la cadena de suministros siga empeorando. Todos eventos que vemos con poca probabilidad de ocurrencia (salvo quizás el petróleo que no responde únicamente a oferta y demanda).

Year-over-year percentage change in CPI

Percentage change in the Consumer Price Index, including UBS' estimates.



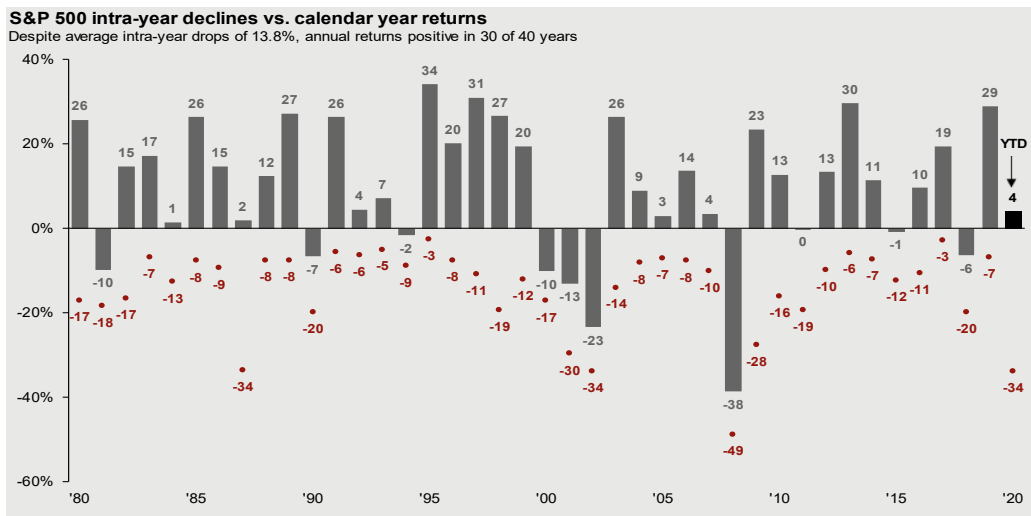
Invertir a corto plazo deriva en un resultado de ganancia o pérdida casi binario. El especular sobre si un año será bueno es como lanzar una moneda al aire. Ahora bien, en un horizonte de inversión de 5-10 años la probabilidad de pérdida desaparece casi por completo. El tiempo ratificará -como ha ocurrido antes- que estamos bien posicionados.



Fuente: Bloomberg.

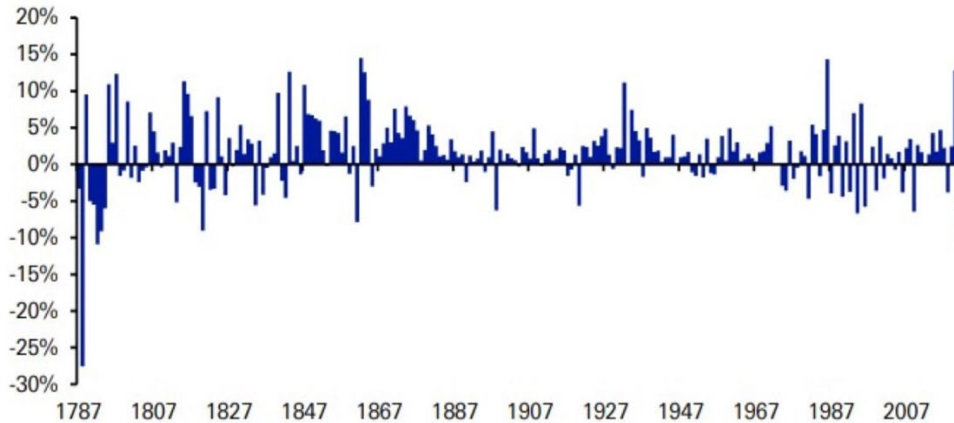
De haber una inflación bajista en la segunda mitad de este año, reduciría la presión sobre los bancos centrales y con ello las medidas que negativamente impactan al mercado. El aumento reciente de las tasas, la estabilización de los *commodities*, y la mejoría en la producción deberían ayudar a la disminución de los niveles inflacionarios. A medida que la FED y otros bancos centrales tienen menor presión, la probabilidad recesiva disminuye y con ello el pánico de los mercados. Pero todo depende de la inflación. Si, por el contrario, los componentes inflacionarios empeoran, la probabilidad recesiva podría aumentar.

La siguiente gráfica refleja data desde 1980 referente a las caídas y subidas dentro del mismo año. Como es cierto, en todos los años hay volatilidad, pero en el 70% de los casos el mercado cierra el año en positivo. Es temprano para determinar si 2022 será uno de ellos, aunque estimamos que cierre por encima de los niveles actuales. Consideramos que el S&P 500 podría alcanzar niveles de entre 4,600-4,800 en diciembre de 2022.



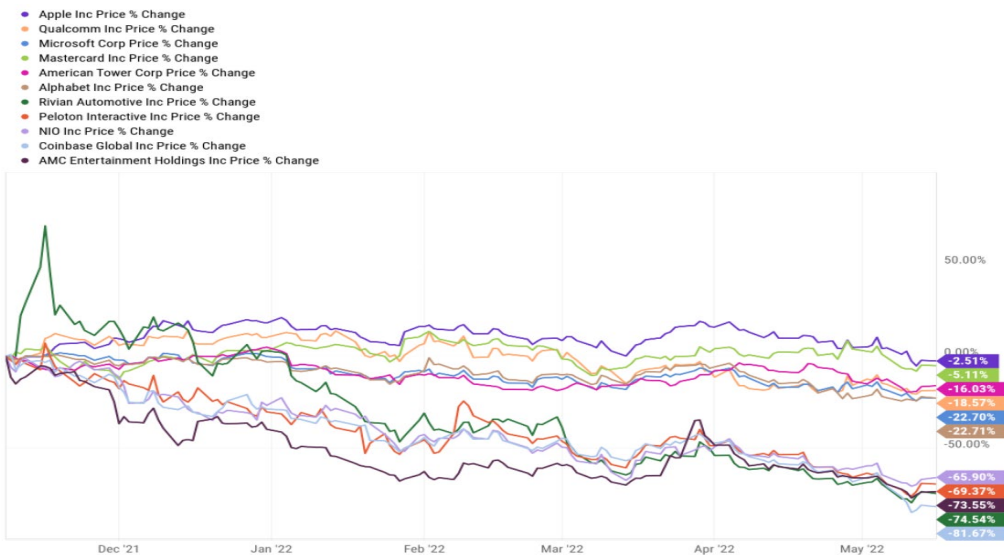
Fuente: Bloomberg.

En *equity* nos agradan sectores como el de medicina, consumo, financieras, y tecnología; con un enfoque de alta calidad. Aquí, los *ETFs* factorizados son útiles dado el momento de rotación del mercado. En cuanto a renta fija, hemos aprovechado la ocasión para aumentar posiciones en bonos de alto grado, tomando ventaja de su peor caída desde 1842.



Source : GFD, Deutsche Bank.
*Note that before 1941, various proxies were used for 10yr Treasuries including other maturities and state bonds where no federal bonds are available.

En este nuevo ambiente de constante volatilidad, la calidad en la inversión es fundamental. En los últimos 12 meses (ver gráfica), la diferencia entre tener acciones de alta vs. baja calidad es marcada por más de 40% de diferencia en el *downside risk*.



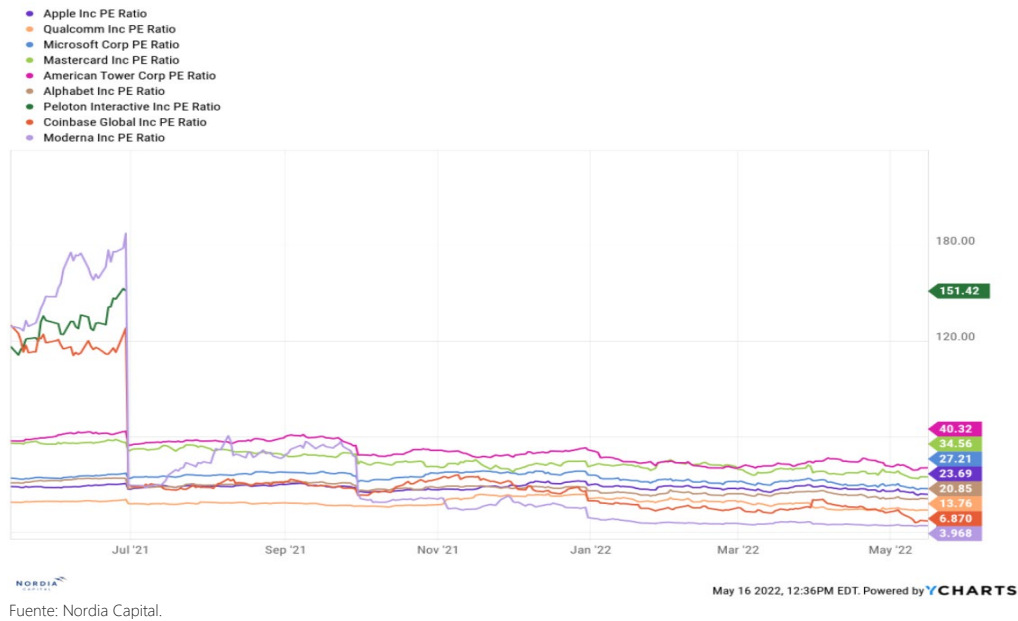
Fuente: Nordia Capital.

May 16 2022, 12:03PM EDT. Powered by YCHARTS

Resulta evidente que el mercado ya no digiere valoraciones de 100-120 P/E sin algo realista que lo sostenga. Esos P/E's -por nombrar unos pocos- como *Peloton* (151), *Moderna* (180), y *Coinbase* (130), eran insostenibles. Esto lo hemos alertado en múltiples ocasiones, y llegó el momento que tanto hemos esperado. Un mercado que se acerca más a lo "normal", en el que las empresas valen en el mercado lo

que realmente son y no lo que se espera artificialmente del futuro. En este sentido, estamos en uno de los mejores momentos en términos de valoraciones para comprar acciones de altísima calidad financiera (MA, QCOM, AAPL, etc) que han sufrido un efecto de sobreventa dado el pánico del mercado.

Los ejemplos de NIO, RIVN y AMC fueron descartados de la siguiente gráfica ya que ni siquiera tienen P/E (pierden \$ por acción).



A pesar de la volatilidad reciente, es importante recordar que aún estamos inmersos en un contexto de crecimiento robusto de la economía y de beneficios. En nuestro escenario más probable, vemos una tendencia alcista para los mercados en la segunda mitad del año.

Keep calm, 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.