

# Situaciones Especiales

AP

2016-11-30

## Resumen de la estrategia

'Situaciones Especiales' es una estrategia pro- sistémica. Consiste en comprar activos de importancia estratégica en momentos de pánico, yendo en contra del consenso de mercado. Estos activos cuya vulnerabilidad los lleva a sufrir crisis recurrentes, son casi siempre rescatados por el sistema capitalista para evitar contagios que pongan en peligro al sistema económico mundial. Luego de pasar por esas crisis vuelven a un valor de equilibrio y siguen deveniendo las prima de mercado ajustada por riesgo. Esta filosofía de inversión 'contrarian' es un negocio de expectancia positiva, y agrega diversificación al portafolio. El retorno anualizado esperado es de 10%, y el capital asignado es un 10% del portafolio.

## Activos de importancia estratégica

Los activos de importancia estratégica:

- representan grandes mercados potenciales (Latinoamérica);
- los gobiernos dependen de ellos para no caer en crisis (petróleo);
- ocupan un lugar central en la industria (cobre);
- su valor impacta en grandes masas demográficas (economía de Indonesia) ;
- o generan un riesgo alto de contagio mercados de capital centrales (economía de India y China).

En el sistema capitalista funciona una red de contención compuesta por instituciones formales e informales.<sup>1</sup> En momentos de crisis - y en especial si son crisis sistémicas - esta red preserva los activos de importancia estratégica a través de rescates financieros: Latino-américa en los 80, Asia 90, Rusia 98, lasdot.com en los 2000, el plan Marshall en la segunda guerra, el plan Brady, la crisis financiera en el 2008, Grecia 2010. El valor de estos activos depende directamente de la efectividad que tenga el sistema para salvarlos.

La calidad de estos activos es baja si se analiza desde la perspectiva del 'value tradicional' (que busca retornos altos sobre el patrimonio con flujos de caja constantes y estables). Además, las jurisdicciones donde operan están manejadas por instituciones extractivas.<sup>2</sup>

Como las ganancias y los flujos son totalmente impredecibles, la estimación de valor se hace con indicadores más duros y más simples. Los principales indicadores para monitorear posibles situaciones especiales son:

- el descuento del valor libros / costo de reposición para acciones;

<sup>1</sup> El principal integrante de esa red es el gobierno americano, a través del Tesoro y la Fed. Luego están el resto de las autoridades monetarias de países desarrollados y finalmente los organismos políticos multinacionales como el FMI, la OCDE, el G10, el grupo de Davos, la OPEC, y otros

<sup>2</sup> Son las que tienen propiedades opuestas a las instituciones inclusivas. Son extractivas porque tienen como objetivo extraer rentas y riqueza de un subconjunto de la sociedad para beneficiar a un subconjunto distinto (link).

- la alta tasa de retorno de un bono neto de defaults y de recupero ;
- el nivel del tipo de cambio real multilateral en monedas para hacer el 'carry trade';
- y los precios de 'break-even' de la industria de commodities.

La idea central es invertir cuando haya un muy fuerte desvío de los indicadores con respecto a su nivel histórico y con respecto al nivel adecuado para la toma de riesgo empresario.<sup>3</sup>

A diferencia de las estrategias de primas de mercado, en donde buscamos un nivel de entrada promedio, en esta estrategia buscamos un nivel de entrada con mucho descuento. El descuento es sobre un valor intrínseco que ya no es 100% indiscutido. Pero cuando la red de contención interviene, el regreso al valor promedio es a muy alta velocidad para volver a su valor intrínseco y así devengar las primas de mercado.

<sup>3</sup> Los niveles de equilibrio son la prima en términos reales de mercados desarrollados: 0.8%, 1.8% y 5% para bonos cortos, bonos largos y acciones respectivamente. Para mercados emergentes las primas son mayores por el riesgo de concentrar en una idea poco diversificada. Para empresas que están en etapa previa a ser públicas, el retorno tiene que ser 20% aprox. para que sea razonable ese riesgo empresario.

## Composición del valor intrínseco

El valor intrínseco de esta clase de activos tiene tres componentes, que son (en orden de menor a mayor opcionalidad):

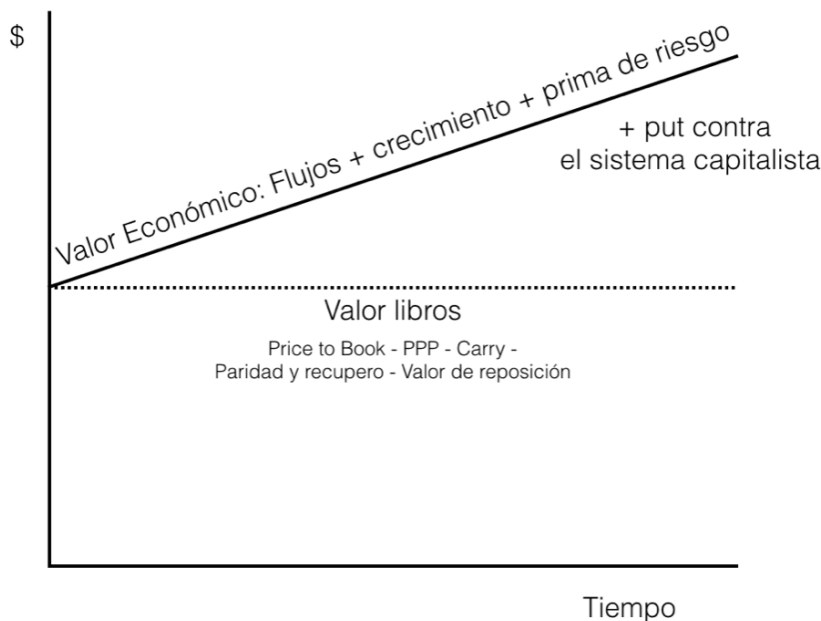


Figure 1: Composición de valor de activos estratégicos

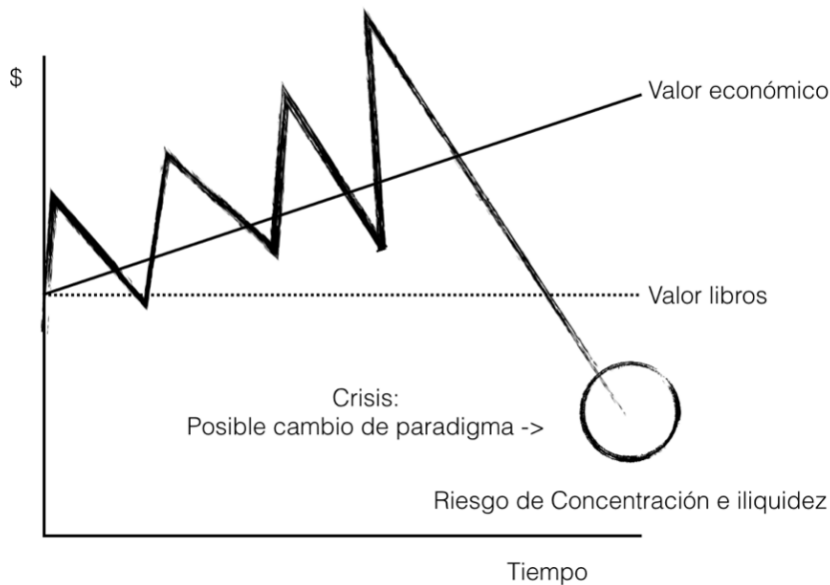
- Un 'valor libros'. Este es su valor 'duro': su hoja de balance, su PPE, licencias, marcas, intangibles, el valor de los claims y otros.
- Un 'valor económico' por el free cash-flow que genera y su crecimiento, más la prima de mercado de acuerdo a su concentración (e.g. mercados

emergentes que dependen de commodities).

- Un 'put' que representa el compromiso del mercado de capitales a salvarlo si sufriera una crisis que ponga en riesgo el sistema capitalista

## Timeline de la inversión

El precio del activo oscila por alrededor del valor intrínseco, que el que remunera el riesgo empresarial ajustado por el riesgo de concentración.



Cuando el precio perfora el valor 'duro' comienza una crisis y luego se produce pánico, porque la posibilidad de un cambio de paradigma es cierta. En el pánico el consenso del mercado exagera la tendencia bajista y se desprende del activo. Todos tratan de vender al mismo tiempo y no hay liquidez. Es en este momento que el inversor 'contrarian' se pone del otro lado y compra el activo cobrando la prima de iliquidez.<sup>4</sup>

En el momento de crisis SI EXISTE el riesgo de un cambio de paradigma, y que el valor intrínseco anterior desaparezca. Los salvatajes funcionan en general, pero no el 100% de las veces.

<sup>4</sup> En este momento de pánico los inversores 'contrarian' compran porque su análisis los lleva a creer que el consenso está equivocado. El contrarian busca un punto de entrada luego de que se produzcan exageraciones en los indicadores que monitorea. La paciencia para esperar el correcto punto de entrada es fundamental para evitar tomar decisiones usando como dato solamente los precios inmediatos anteriores (recency bias).

## Opcionalidad

Una vez ejecutada la decisión de invertir, los resultados pueden ser tres:

- (A) RESCATE. El activo es rescatado por el sistema capitalista mundial, con ayuda Aceleración hacia el valor de equilibrio anterior directa o indirecta. En este caso se ejerció el put. El precio vuelve a la tendencia anterior a la crisis, y esto hace que la aceleración del retorno sea muy alta (pendiente de la línea verde). Antes de eso es probable que el trade sufre un 'drawdown' importante, por lo que es una posición difícil de so-

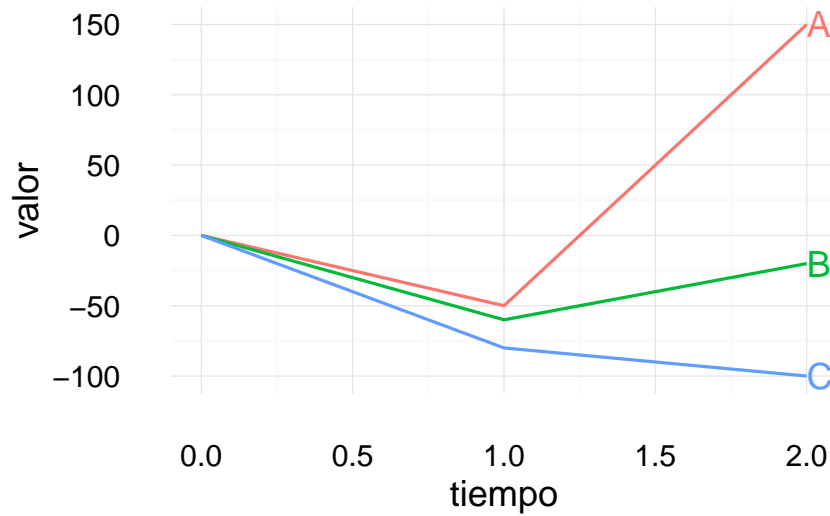


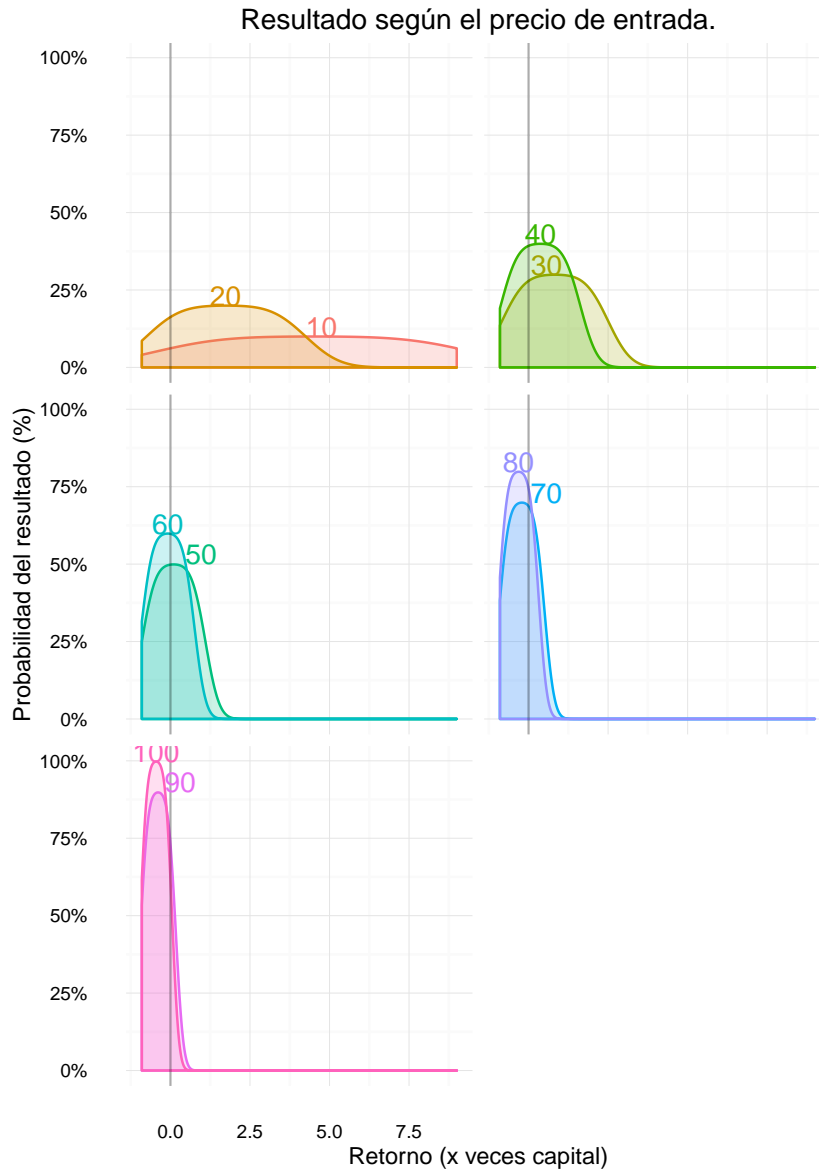
Figure 2: Una vez ejecutada la decisión de invertir, los resultados pueden ser tres: (A) Rescate, (B) Value Trap y (C) Quiebra.

brellevar. El consenso piensa lo opuesto de lo que piensa el 'contrarian' y su presión es muy grande.

- (B) VALUE TRAP: el activo se estabiliza en un nuevo nivel de equilibrio que es más bajo que el anterior. Es probable que no haya retorno o que haya pérdidas. Para evitar una pérdida completa se puede diversificar los activos, a costa de resignar la opcionalidad de multiplicar más veces el retorno.
- (C) QUIEBRA: El trade quiebra y pierde el 100% de su valor.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Mirar gráficos de crisis es engañoso: los precios de las acciones siguen graficándose pero el valor de los accionistas originales puede ser cero. Ejemplos: Grecia y Chipre, actualmente, están en un 90% de pérdida. Lo mismo para los inversores de bancos en el 2008 (y especialmente hoy que Europa no quiere repetir un 'bail-out'), o para los jubilados italianos en el default argentino

## La matemática del contrarian: la virtud de la paciencia



Si se da el escenario de Salvataje (Caso A), entonces vemos que la mejor opción es esperar: cuanto más lejos del valor de equilibrio más es la chance de tener un buen resultado porque mayor es la volatilidad a favor. Para poder tomar esta opción hay que sostener una actitud de inversión 'contrarian' o contra el consenso, en el momento más crítico de la vida del activo. Ese momento es donde hay más necesidad psicológica de unirse al consenso y donde es más difícil ser contrarian.

Supongamos un activo cuyo valor intrínseco es \$100, que es también su precio de mercado.

Hacemos una matriz de gráficos de 5x2 (ver la siguiente página). En cada uno de esos gráficos analizamos qué pasa si compramos el activo de valor \$100 a distintos precios: \$10, \$20, \$30, ... hasta \$100.

Cada gráfico corresponde a un precio de entrada.

En el eje X vemos cuántas veces multiplicamos el capital. Un ratio de cero dice que perdí todo. Un ratio de 1 dice que no tuve resultado. Un ratio de 10 dice que gané 9 por cada 1 que puse.

El eje Y vemos la probabilidad de multiplicar el patrimonio por esos ratios. Uno quiere decir que la probabilidad es 100%.

En primer gráfico vemos qué pasa si esperamos a que el precio baje de \$100 a \$10. La distribución de resultados tiene forma aleatoria. Es casi la misma la probabilidad de no ganar que de multiplicar por 10.

En el gráfico de \$50 la distribución de probabilidades es normal. Hay una gran probabilidad de salir en cero, y menos probabilidad de ganar o perder mucho.

En \$ 90, la probabilidad es mucho más acotada y es negativa. Por qué? Porque estamos asumiendo que el activo vuelve a su valor intrínseco inicial. Es decir que las chances de que después de una crisis vaya a un valor aún mejor que el anterior son cero (para explotar esa situación es mejor hacerlo con seguimiento de tendencias)

## La aceleración de la opcionalidad

Los salvatajes financieros aceleran la vuelta al nivel de primas de retorno promedio, de la misma manera que las crisis aceleran la posibilidad de un cambio de paradigma. Cuanta más paciencia se tenga para esperar los momentos de riesgo de concentración e iliquidez, mayor es el rédito de este sistema.

Esto es así porque hay crisis que son tan profundas que el abandono del paradigma anterior es una certeza para el consenso. El inversor contrarian es el único que cree en la posibilidad de una vuelta al estado anterior. Cuanto más seguro está de su análisis más puede afrontar el pánico del consenso. A mayor descuento mayor aceleración posterior y mayor opcionalidad a favor. Este sistema no tiene que ver con devengar primas de mercado: tiene que ver con aprovechar la red de contención del sistema capitalista.

## Alocación dentro del portafolio

Algunos trades ganadores multiplican su capital de manera de cubrir los trade de quiebra y los value trap. No es una estrategia para aplicar al mucho capital: el costo emocional de ser contrarian es muy alto y genera grandes problemas de governance, las caídas son muy visibles (aunque se escoja hacer 'mark to model') y la alineación con el management es opuesta a los intereses del inversor (por la misma opcionalidad que la explota). Sin embargo, aprovechar rescates sistémicos es una fuente válida de retorno y difiere conceptualmente con el resto de las estrategias, por lo tanto es bueno sumarla a un portafolio de otras ideas.

La propuesta es destinar un 10% del total del portafolio. Mientras no haya situaciones que explotar, el capital destinado a la estrategia permanecerá en el resto del portafolio. Esperamos que cada trade madure en períodos largos - 3 años o más - culminando cuando el gap entre el precio de mercado y el valor intrínseco de los activos vuelva a un nivel de equilibrio, sea el nivel pre-crisis o uno nuevo. La única excepción es si la velocidad de recupero de un trade ganador es muy alta. En ese caso, el capital del trade se asignará a un mejor uso.

La alocación de capital a cada trade dependerá de las expectativas de riesgo / retorno de la situación especial. En general, la alocación será más grande, si el descuento contra el valor duro es muy importante y si la convicción sobre la idea es alta. También influye la alta o baja complejidad económica de la situación.

## Control de riesgo

El control de riesgo no es estadístico y al ser activos listados la valuación 'mark to market' va a ser muy variable sobre todo al inicio de cada posición. Por eso es mejor pensar en ellos como en un negocio de valuación "mark to model" (seguimiento de las premisas de flujos y no de los precios). Las medidas de máxima caída o volatilidad no deben usarse y frente a la ausencia de control sistemático de riesgo es importante apoyarse en la robustez y la simpleza del análisis para soportar los momentos de pérdidas. Aumenta el riesgo del portafolio medido como máxima caída y aumenta el riesgo de correlación estadística entre estrategias porque el máximo stress se dará al mismo tiempo que el resto de las estrategias de mercado. Creemos que la máxima caída puede aumentar en un 5%.

## References