



Comentarios de Mercado
Febrero 2023

Versión en Español

El primer *round* del mercado

Obtenga orientación sobre inversiones y los principales factores estructurales detrás de los portfolios de sus clientes.

insigneo



Mauricio Viaud

PM y Estratega de Inversión Senior
Insigneo

Resumen Ejecutivo

La Reserva Federal le está diciendo a los mercados, que, aunque las tasas de interés podrían estar alcanzando su punto máximo, es probable que se mantengan más altas por más tiempo. Muchas empresas afirman que están experimentando presiones reales sobre sus ventas y márgenes de ganancia. Sin embargo, los inversionistas parecen estar mirando más allá de esto y descontando una reducción en las tasas de interés. Al final del día, los datos económicos tendrán la última palabra.

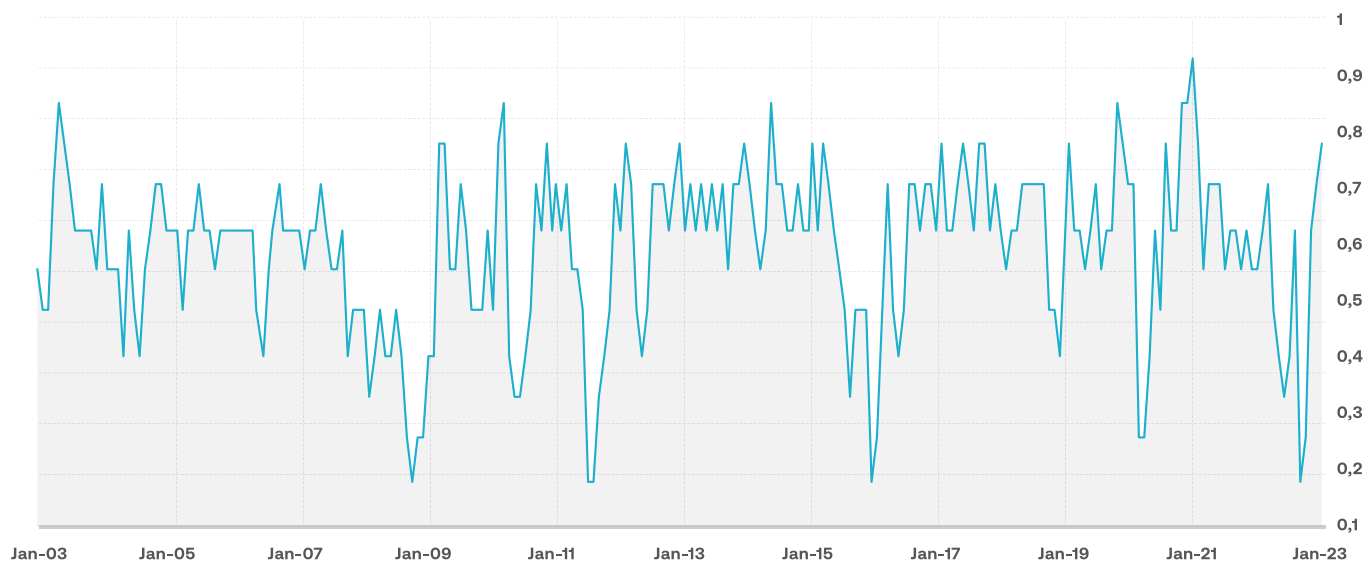
El primer *round* del mercado

Los mercados globales han visto un comienzo de año extraordinario. En el mes de enero, el índice S&P 500 ganó un 6.2% y el índice MSCI All Cap World subió un 7.1%, pero ambos quedaron por debajo del índice MSCI Emerging Markets, que lideró después de subir un 7.9%. Como nota al margen, es importante mantener este rendimiento extraordinario en perspectiva, ya que en los últimos 5 años el S&P 500 ha aumentado un 56%, superando fácilmente al índice ACWI, que subió un 27%, así como al índice de mercados emergentes, que bajó un 14%. Volviendo al mes de enero, hemos visto que la renta variable *large-cap* estadounidense ha tenido uno de sus mejores inicios anuales, que se remonta a la década de 1980. Al mismo tiempo, el poderoso repunte de las acciones *small-cap* estadounidenses se acerca a su máximo de agosto pasado, desde el que luego retrocedió casi un 20% en la segunda mitad de 2022. **Dados estos fuertes repuntes para comenzar el año, creemos que se justifica cierta cautela en el futuro, ya que una baja en la renta variable en el corto plazo no sería inusual.**

En la búsqueda del elusivo cambio de postura de la Fed, o *Fed Pivot* en inglés, los inversionistas parecen

BI Market Pulse Index

Source: Bloomberg Intelligence



ser víctimas de algo conocido en las finanzas conductuales como el sesgo de confirmación. Este comportamiento es evidente cuando las personas tienden a centrarse solo en la información que respalda sus suposiciones y descartan la que no lo hace. En el contexto actual, la Reserva Federal ha estado diciendo a los mercados que, aunque casi podría haber terminado de subir las tasas de interés, es probable que estas se mantengan más altas por más tiempo. Lo que el mercado está escuchando, o quisiera escuchar, es que la Fed le diga que pronto comenzará a recortar las tasas. Esta expectativa ha llevado a los inversionistas a tratar de adelantarse a la Fed, impulsando el apetito por el riesgo al alza hasta niveles casi extremos.

Bloomberg Intelligence publica un gráfico llamado BI Market Pulse Index, que muestra que el sentimiento de los inversionistas está alcanzando el máximo de los niveles de optimismo de los últimos diez años, lo que Bloomberg Intelligence llama “territorio maniaco”. Cuanto más alto suban los datos en el gráfico, mayor será el apetito de riesgo exhibido por el mercado. Este alto nivel de optimismo es solo otro dato, junto con los repuntes y los fuertes inicios que hemos

— “Este gráfico muestra que el sentimiento de los inversionistas está alcanzando el máximo de los niveles de optimismo de los últimos diez años, lo que Bloomberg Intelligence llama “territorio maniaco”.

visto el mes pasado en diferentes mercados. Pero como sabemos, la unión de varios datos individuales forma tendencias.

Una buena fuente de datos que puede indicar el camino hacia dónde se dirige el mercado es la temporada de resultados del cuarto trimestre de 2022. A partir del 3 de febrero del 2023, la mitad de las compañías en el índice S&P 500 ya han reportado resultados del trimestre. Debido a la naturaleza de la temporada, los sectores financiero e industrial cuentan con un mayor número de empresas que ya han reportado resultados. A excepción de consumo discrecional, bienes raíces, y utilidades, la mayoría de los sectores

han visto que al menos la mitad de sus empresas ya han dado a conocer sus números. Como podemos ver en la tabla inferior, la mayoría de las empresas reportaron un crecimiento en las ventas del cuarto trimestre, en comparación con el trimestre anterior, lo que resultó en un crecimiento promedio de ventas del 5.12% para el índice. Sin embargo, cuando observamos las ganancias podemos ver que, a pesar de observar cifras de crecimiento muy fuertes en algunos sectores, estas no fueron suficientes para compensar la debilidad en otras áreas. Esta dinámica arrastró a la baja las ganancias del índice, registrando un retroceso del -3.06%. A primera vista, estos números no parecen alarmantes, pero cuando tomamos en consideración que en el tercer trimestre del año pasado las ventas y las utilidades crecieron un 11.5% y 4.06%, respectivamente, podemos ver una disminución más significativa en el crecimiento de las utilidades.

	% Reportado	Ventas GR	Ganancia GR
S&P 500 Index	50%	5.12%	-3.06%
Energy	42%	15.45%	68.97%
Industrials	68%	10.40%	40.76%
Consumer Discret.	36%	14.00%	23.53%
Utilities	13%	19.13%	22.71%
Real Estate	23%	6.78%	11.97%
Health Care	48%	4.15%	-1.97%
Consumer Staples	50%	5.42%	-3.06%
Technology	49%	-3.84%	-12.41%
Financials	82%	3.53%	-13.91%
Communications	42%	-3.53%	-25.78%
Materials	52%	-8.57%	-41.70%

Fuente: Bloomberg, Insigneo Research

Este patrón se hace aún más evidente cuando comparamos los datos con el año anterior. La siguiente tabla, muestra una comparación del crecimiento de las ganancias para el S&P 500 entre dos períodos de tiempo diferentes: desde febrero del 2021 hasta febrero del 2022, y desde febrero del 2022 hasta

febrero del 2023. Como podemos ver en esta tabla, las utilidades estuvieron disparadas del 2021 hasta el 2022, aumentando más del 52%. Sin embargo, mirando al siguiente año podemos ver que, aunque el crecimiento de las ganancias siguió siendo positivo, fue a un nivel mucho más bajo de 6.95%.

Los márgenes de ganancia se recuperaron rápidamente en el 2021 desde los mínimos observados durante la pandemia de Covid-19, pero parecen haber alcanzado su punto máximo en el 2022. Este repunte se debió en gran parte a una reducción en los costos de capital, mano de obra y producción de bienes después de la pandemia. Como sabemos, costos más bajos conducen a márgenes más altos. Sin embargo, ahora estamos en un entorno en el que el escenario económico inverso es cierto. El alza en las tasas de interés ha aumentado el costo del capital,

Sector (BICS)	Feb 21-Feb 22 Ganancia GR	Feb 22-Feb 23 Ganancia GR
S&P 500 Index	52.29%	6.95%
Materials	88.26%	-8.03%
Industrials	99.56%	33.23%
Consumer Staples	12.64%	4.67%
Energy	N.M.	173.84%
Technology	37.47%	14.17%
Consumer Discretionary	72.36%	-1.53%
Communications	42.05%	-19.06%
Financials	68.18%	-20.26%
Health Care	30.41%	8.20%
Utilities	23.48%	12.10%
Real Estate	23.38%	16.64%

Fuente: Bloomberg, Insigneo Research

mientras que la inflación ha elevado los costos laborales y de producción. Estos hechos están presionando los márgenes y el crecimiento de las ganancias. Esta dinámica se está manifestando durante la actual temporada de resultados, como se ve en la primera tabla.

Diferentes sectores están experimentando varios grados de disminución en ventas, márgenes y utilidades. Esto también es cierto para las empresas dentro de los mismos sectores. Dicha tendencia ha sido particularmente evidente en tecnología, comunicaciones y consumo discrecional, ya que estos sectores han visto a varias empresas publicar diferentes informes, mientras que muchas están tratando de reducir gastos a través de medidas como los despidos. A finales de enero, las empresas de estos sectores habían anunciado casi 60,000 despidos, la mitad de ellos procedentes de Amazon (18,000), Alphabet (12,000) y Microsoft (10,000). Amazon reportó presiones sobre sus márgenes debido a menores ventas de su servicio en la nube AWS, mientras que Apple experimentó su mayor caída de ventas en años, derivada de un contexto macroeconómico más débil, particularmente en China. Microsoft registró sus cifras de crecimiento de ingresos más bajas desde el 2016, impulsadas por ventas más lentas en su negocio Azure Cloud. Alphabet y Meta también vieron presiones sobre sus ingresos y utilidades, aunque el impulso de Alphabet hacia la inteligencia artificial y el anuncio de una recompra grande de acciones por parte de Meta fueron el foco de sus reportes. Un tema común en estos sectores fue la relativa falta de visión en las perspectivas para el año en curso como consecuencia de la incertidumbre macroeconómica. Otro tema digno de mención fue el aumento de los controles de gastos y las reducciones de costos en la mayoría de las empresas. Esto es importante porque las empresas de estos sectores están acostumbradas a gastar, a veces de más, para poder mantener una trayectoria de crecimiento. Un cambio de postura exitoso hacia la disciplina de capital sería un paso importante en la dirección correcta a medida que estas compañías maduren, separando el trigo de la paja.

Las presiones sobre las ventas y márgenes provocadas por la incertidumbre macroeconómica también han estado presentes en otros sectores. McDonald's dijo

que estaba experimentando presiones en sus márgenes operacionales, mientras que Kimberly Clark vio una disminución en ventas a pesar de los aumentos en los precios unitarios para compensar la inflación. Es probable que los fabricantes de automóviles como Tesla, GM y Ford también experimenten márgenes decrecientes a medida que la competencia en autos eléctricos y las guerras de precios aumenten. Los gigantes industriales Boeing y Caterpillar vieron cómo el aumento de costos redujo sus ganancias. Incluso las empresas del sector energético como Chevron y Exxon Mobil vieron caer sus ingresos, aunque desde niveles muy altos.

Lo interesante es que, a pesar de observar signos muy claros de la desaceleración en ventas y ganancias en toda la economía, sobreestimaciones de utilidades, y perspectivas negativas, los precios de estas acciones no están siendo fuertemente castigados. Tal vez los inversionistas están enfocándose más allá del 2023, del 2024 en adelante. Al inicio de este año, el mercado parecía estar descontando una recesión. Ahora, también parece estar descontando una reducción en las tasas de interés en la segunda mitad del 2023. Muchas empresas nos dicen que están viendo presiones reales sobre sus ventas y márgenes de ganancia, y la duración de estas presiones es incierta, ya que dependen de un entorno macroeconómico volátil. La Fed nos dice que, aunque las tasas de interés podrían estar alcanzando su punto máximo, es probable que se mantengan más altas por más tiempo. El mercado accionario parece tener un mensaje para las juntas directivas de las compañías y la Fed: "No les creo". Con el tiempo, los datos económicos tendrán la última palabra. Mientras tanto, no nos sorprendería si vemos un retroceso del mercado, a medida que las expectativas se ajusten a los datos. Esto podría incluso crear un punto de entrada atractivo para los inversionistas que buscan obtener exposición a los mercados. El adagio de "No luches contra la Fed" ha sido cierto durante muchos años, y podría volver a ser cierto esta vez. ■

Análisis por clases de Activos

	TACTICAL (HASTA 3 MESES)	CYCLICAL (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU. ¹	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable China	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU. ²	NEUTRAL	NEUTRAL
Grado de Inversión	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Fija High Yield	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Dólar americano	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Energía ³	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Efectivo	SUBPONDERAR	NEUTRAL

¹ Relativo a acciones globales en USD

² Relativo a mercados globales de renta fija en USD

³ Relativo al sector de materias primas

Important Legal disclaimer

Insigneo Financial Group, LLC comprises a number of operating businesses engaged in the offering of brokerage and advisory products and services in various jurisdictions, principally in Latin America. Brokerage products and services are offered through Insigneo International Financial Services, LLC, headquartered in Puerto Rico, and through Insigneo Securities, LLC, headquartered in Miami. Both are members of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and Securities Investors Protection Corporation (SIPC). Investment advisory products and services are offered through Insigneo Advisory Services, LLC, an investment adviser registered with the Securities and Exchange Commission. In Uruguay, advisory services are offered through Insigneo International Asesores de Inversion Uruguay, SA, Insigneo Asesores de Inversion Latam, SRL, and Insigneo Asesores de Inversion de Uruguay, SRL, in Argentina through Insigneo Argentina, SAU, and in Chile through Insigneo Asesorías Financieras, SPA. Collectively, these eight operating businesses make up the Insigneo Financial Group. To learn more about the Broker Dealers including their conflicts of interest and compensation practices, please go to <https://insigneo.com/disclosures/> or via www.finra.org. To learn about Insigneo Advisory Services, LLC and any conflicts related to its advisory services, please see its Form ADV and brochure which can be found at Investment Advisor Public Disclosure website <https://adviserinfo.sec.gov/>

FOR AFFILIATES LOCATED IN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Asesores de Inversión de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera.

Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital.

La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

FOR AFFILIATES LOCATED IN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

FOR AFFILIATES LOCATED IN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios.

Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.