



Enfocándonos en lo importante para superar la tormenta

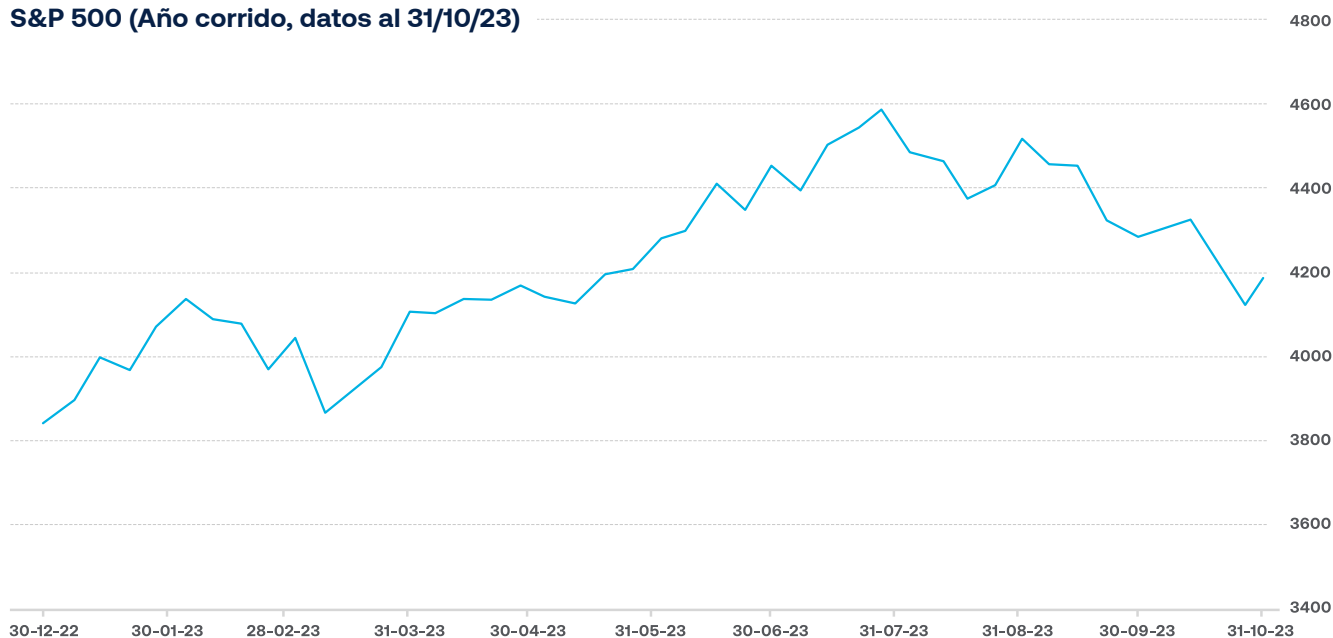
**Mauricio Viaud**

PM and Senior Investment Strategist
Insigneo

Enfocándonos en lo importante para superar la tormenta

Algunos dicen que ser un estratega de renta variable es como ser un meteorólogo. Es cierto que ambos roles implican cierto nivel de previsión; sin embargo, los plazos de estas proyecciones pueden ser muy diferentes. Cuando un meteorólogo nos dice que se avecina una tormenta, preparamos nuestros paraguas, ya que sabemos que es probable que llueva la próxima vez que salgamos. Incluso podríamos mirar por la ventana para ver un cielo nublado. El clima tiende a cambiar relativamente rápido dentro del contexto de las estaciones, y un meteorólogo puede usar los datos disponibles para hacer predicciones para la próxima semana. Una ventaja de esta ciencia es que el clima no está sujeto a la influencia de las emociones. Los datos son lo que son, y depende del meteorólogo cómo interpretarlos. Sin embargo, los mercados son un poco diferentes. Los mercados accionarios, en particular, tienden a ser muy variables, donde los datos podrían estar diciendo una cosa, y el mercado podría estar haciendo algo muy diferente de lo que sugerirían los datos. La mayoría de las veces, esa variabilidad es impulsada por las emociones. Imaginémonos si el meteorólogo dice que va a llover, pero miramos por la ventana y vemos un día soleado, ni una nube en el cielo... ¿Traeríamos el paraguas o lo dejaríamos en casa?

Esto es lo que sucede en la formulación de la estrategia de mercado, cuando los datos dicen que se avecina la lluvia, a pesar de que los cielos parecen estar completamente despejados. Para ser honestos, así es como nos sentíamos el verano pasado. Durante la mayor parte del verano, habíamos estado diciendo que venía un retroceso en el mercado de renta variable. En informes recientes titulados “**Nuestras opiniones sobre los mercados de renta variable de EE. UU. y cómo abordarlos**” y “**La importancia de mantener una perspectiva a largo plazo**”, publica-

S&P 500 (Año corrido, datos al 31/10/23)

Fuente: Bloomberg, Insigneo, desde 31/10/23

dos el 7 de julio y el 18 de agosto, respectivamente, abogamos específicamente por la necesidad de adoptar una posición más defensiva a la luz de un posible retroceso del mercado. En ese momento, el S&P 500 se había estado moviendo al alza impulsado por la ola de Inteligencia Artificial, dentro de nuestro rango objetivo de fin de año de 4100-4300. Muchos estrategas de Wall Street elevaron sus objetivos de fin de año para ajustarse al repunte. Creemos firmemente en la idea que adherirse a un proceso de inversión disciplinado basado en datos, no en emociones, es la mejor manera de navegar cualquier mercado. Como resultado, no cambiamos nuestro rango objetivo de fin de año, nos apegamos a nuestro proceso y seguimos los datos, que indicaban un retroceso inminente. Escribimos sobre la necesidad de proteger las posiciones en el mercado accionario, optando por invertir en posiciones orientadas a la calidad, utilizando estrategias de cobertura o reduciendo tácticamente las exposiciones sobreponderadas. Estábamos viendo la tormenta y avisando la

necesidad de cerrar las ventanas y traer adentro al perro, abogando por la necesidad de paraguas cuando no parecía haber una nube en el cielo. Créame, ser uno de los pocos equipos en Wall Street que veía un retroceso en medio de un repunte del mercado aparentemente imparable era una posición muy solitaria. De hecho, el S&P 500 siguió subiendo desde nuestro informe de principios de julio, alcanzando su máximo a finales de ese mes. Sin embargo, en el momento de escribir este artículo, el mercado había retrocedido aproximadamente un 6% desde su máximo. Tener esos paraguas cerca valió la pena.

Entonces, la lluvia está aquí; ¿Y ahora qué? Todavía mantenemos esas ventanas proverbiales cerradas, ya que no creemos que el retroceso haya terminado. Es cierto que el mercado se ha recuperado en los últimos días después de que la Reserva Federal anunciara la estabilidad en las tasas de interés en el nivel actual entre el 5.25% y el 5.5%, un máximo de 22 años. Creemos que, aunque el mercado podría

rebotar desde un nivel de sobreventa a corto plazo, es probable que este rebote sea de corta duración. Podríamos establecernos en un nivel de 4100-4200 durante un tiempo, pero no nos sorprendería que el mercado retrocediera al rango de 3800-4000 durante la primera mitad del próximo año.

Para entender de dónde venimos, veamos primero lo que dijo la Fed. El presidente Jerome Powell pareció adoptar un tono más moderado sobre la trayectoria futura de las tasas de interés. Sin embargo, también pareció dejar sobre la mesa la opción de subir las tasas aún más si fuera necesario. Dijo que la Fed “procederá con cuidado”, ya que aún no confían en que las condiciones financieras sean lo suficientemente restrictivas como para “terminar la pelea”. También dijo que la política monetaria seguiría siendo restrictiva hasta que la inflación volviera a la senda de alcanzar el objetivo de 2%, y aunque ha tenido una tendencia a la baja, todavía estaba por encima de su meta. El mercado laboral también sigue siendo una variable importante y Powell aludió a que, aunque el mercado laboral se ha estado “reequilibrando”, sigue siendo ajustado. Continuó diciendo que el cambio en las condiciones financieras tiene que ser “persistente” para que la Fed considere cambiar su postura sobre la política monetaria, y que el Comité sigue comprometido a reducir la inflación por debajo de su objetivo de 2%, lo que probablemente conduciría a un menor crecimiento económico. Siendo justos, pareciera que la Fed ha terminado de subir las tasas. Actualmente, el mercado está incorporando solo un 10% de posibilidad de que se produzca una subida de tasa en la próxima reunión de diciembre y estamos de acuerdo en que hay una probabilidad muy baja de que esto ocurra. Sin embargo, nada de lo que dijo el presidente Powell nos llama la atención como una indicación de que la Fed vaya a recortar las tasas en el corto plazo. Hay una gran diferencia entre no subir la tasa y recortarla. Hemos respaldado la idea de que las tasas se mantendrían más altas durante más tiempo y seguimos creyéndolo. De he-

cho, la Fed lo ha estado diciendo. Cuando se le preguntó sobre la posibilidad de recortar las tasas, el propio Powell dijo que ni siquiera lo estaban considerando todavía. Recientemente asistimos a una conferencia en la que Vincent Reinhart, ex economista de la Reserva Federal y economista jefe de Standish Asset Management de BNY Mellon, comentó que es poco probable que la Fed cometa el mismo error de política dos veces en la misma dirección, lo que significa que es más probable que mantenga las tasas más altas durante más tiempo del necesario, en lugar de arriesgarse a recortar demasiado pronto solo para tener que aumentarlas nuevamente. Compartimos la misma opinión que el señor Reinhart.

Pero si nos fijamos en la reacción del mercado a finales de la semana pasada, este actuaba casi como si la Fed hubiera dicho que iba a empezar a recortar las tasas pronto. ¿A qué se debe esta discrepancia? Hemos visto este comportamiento a lo largo del año, en el que los inversionistas, impulsados por las emociones, se han precipitado muchas veces, tratando de adelantarse al cambio de postura de la Fed. Si lo pensamos bien, durante los últimos 15 años más o menos, el mercado ha estado acostumbrado a que la Fed reaccione con relativa rapidez en respuesta a las condiciones cambiantes del mercado. Durante el mismo periodo, los inversionistas se han acostumbrado a tasas de interés históricamente bajas en el sistema financiero. Lo que a veces se olvida es que un número relativamente grande de participantes en el mercado no han estado operando en este durante más de 15 años, por lo que, naturalmente, muchos están reaccionando al entorno que conocen. Elegimos seguir los datos, y lo que los datos nos dicen es que, aunque la inflación y el mercado laboral están tendiendo en la dirección que la Fed quiere, los recortes de tasas no son inminentes, como algunos en el mercado podrían pensar.

Junto con nuestra opinión de que la Fed va a mantener las tasas más altas durante más tiempo, la actual

temporada de resultados corrobora aún más nuestra tesis de que podría haber más retrocesos en los mercados de renta variable estadounidenses. Muchas empresas han reportado cifras trimestrales razonablemente buenas, algunas incluso superando las expectativas del mercado. Sin embargo, la mayoría de las perspectivas de las juntas directivas han sido más cautelosas. Una tendencia que estamos viendo es que los ingresos han sido más altos de lo esperado, pero gran parte de esto ha sido el resultado de precios más altos, no de una mayor demanda. Muchas empresas están empezando a indicar que, de hecho, la demanda está empezando a tener una tendencia a la baja. Al mismo tiempo, recordemos que la inflación no solo aumenta los precios de venta, sino también los costos, por lo que muchas empresas también están comenzando a experimentar un aumento de los costos mientras se enfrentan a la perspectiva de una desaceleración de la demanda. En teoría, esta dinámica debería conducir a una disminución de los márgenes de utilidades. Algunas empresas industriales como Caterpillar reportaron menos atrasos en las órdenes de este trimestre, lo que podría significar que los clientes finales esperan un menor crecimiento de la demanda. Esto se vio reforzado por los datos del índice manufacturero ISM, que muestran que el componente de nuevos pedidos de este índice se está debilitando. Los pedidos de fábrica también están reflejando esta tendencia. Algunas empresas afirmaron que los pedidos de este trimestre han disminuido debido a la reducción de inventarios luego de la pandemia, ya que durante ese periodo la gente estaba demandando bienes en lugar de servicios, por lo que las empresas aumentaron la producción para satisfacer esta demanda. Esto es cierto, pero ya hemos oído sobre la tendencia de reducción de inventarios luego de la pandemia desde hace un tiempo, por lo que esta dinámica debería estar en su fin o cerca de completarse. Con o sin pérdida de inventarios por la pandemia, creemos que es probable que el crecimiento de las ventas que se ha observado en trimestres anteriores caiga a

medida que la demanda de volumen se desacelere, especialmente debido al aumento de los costos unitarios. Esta tendencia se ve agravada por un consumidor que se está volviendo más conservador, dadas las perspectivas de una recesión y la posibilidad de pérdida de empleos, lo que es probable que ocurra si la Reserva Federal enfría el mercado laboral como está tratando de hacer. El exceso de ahorro acumulado durante la pandemia continúa reduciéndose, mientras que la morosidad de las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles continúa aumentando.

Trayendo las cosas al nivel de las acciones individuales, vemos que las empresas que registraron sorpresas alcistas en las expectativas de utilidades este trimestre, experimentaron movimientos razonables al alza en el precio de sus acciones en reacción a estas sorpresas; sin embargo, las empresas que superaron las expectativas, pero quizás de una manera menos significativa, vieron cómo sus acciones bajaban desproporcionadamente. Este fue el caso de cuatro de las acciones que han liderado el mercado al alza durante la mayor parte del año: Amazon, Microsoft, Alphabet y Meta. Impulsados por sus negocios en la nube y de inteligencia artificial, Amazon y Microsoft registraron fuertes utilidades, viendo sus acciones subir una media del 4.95% el día de sus reportes. Por otro lado, Alphabet y Meta registraron números decentes, pero no necesariamente estuvieron muy por encima de las expectativas. Como resultado, sus acciones cayeron un promedio del 6.6% el día de sus reportes. Esta discrepancia en las reacciones de las acciones podría ser un indicio de que las expectativas del mercado podrían seguir siendo demasiado altas. Por supuesto, la comparación entre estas cuatro acciones es solo una pequeña muestra del mercado, pero esta tendencia también se está haciendo visible en otros sectores, lo que podría ser un indicador de que los inversionistas necesitan ajustar sus expectativas a la baja. Una expansión en el múltiplo de valoración del mercado, en lugar de un crecimiento de las utilidades, ha sido en

gran parte responsable del movimiento alcista del mercado. Esto es algo normal en los ciclos de mercado; sin embargo, las utilidades deben converger con expectativas más altas en algún momento para mantener niveles de precios más altos. Dado que hay indicios de que el crecimiento de las utilidades podría estar siendo más débil de lo esperado, es posible que las expectativas de utilidades actuales no puedan proporcionar el apoyo que implican los actuales múltiplos del mercado, una dinámica que se resuelve con una reducción de los precios de las acciones.

Dando un paso atrás para mirar el panorama general, las empresas advierten sobre una perspectiva cautelosa en el futuro y la Fed nos dice que ni siquiera está pensando en recortar las tasas en el corto plazo, pero las expectativas de los inversionistas siguen siendo relativamente altas. El mercado parece estar miopemente centrado en la posibilidad de tasas más bajas y casi confiando en el hecho de que la Fed logrará un aterrizaje suave en la economía, sin considerar que, si las tasas de interés tienen que bajar antes de lo que la Fed quisiera, es probable que se deba a que la economía está peor de lo esperado, no al revés. Este escenario no pinta un panorama favorable para los mercados de renta variable estadounidenses en el corto plazo. Esto no quiere decir que todo lo que vemos para el mercado que se avecina sea pesimismo y fatalidad. De hecho, creemos que una vez que las expectativas del mercado y la realidad económica converjan y la Fed señale que está lista para comenzar a recortar tasas a su debido tiempo, los mercados de renta variable podrían tener un movimiento significativo al alza. Creemos que, aunque a finales de 2023 y principios de 2024 la renta variable podría retroceder, en la segunda mitad del próximo año la renta variable podría subir significativamente. Lo único que estamos diciendo es que todavía no hemos llegado a ese punto. Por ahora, es prudente mantener las ventanas cerradas, el perro dentro y los paraguas cerca. Sin embargo, también mantengamos las cosas en perspectiva y recorde-

mos que invertimos a largo plazo. Cuando hay tormenta, no entramos en pánico, vendemos la casa y nos mudamos a un vecindario diferente. Solo tomamos las precauciones adecuadas para hacer frente a la tormenta hasta que el sol vuelva a brillar. ■

Análisis por clases de Activos

	TACTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Renta Variable EE.UU.¹	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Variable China	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.²	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija High Yield	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía³	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Metales Preciosos	SUBPONDERAR	SUBPONDERAR
Efectivo	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR

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.