Comentarios de Mercado
Diciembre 2023

Versión en Español

¿Es el desempeño pasado una garantía de resultados futuros?

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

insigneo

Andres Salmanca
Analista de Datos
Insigneo

Mauricio Viaud
PM y Estratega de Inversión *Senior*
Insigneo

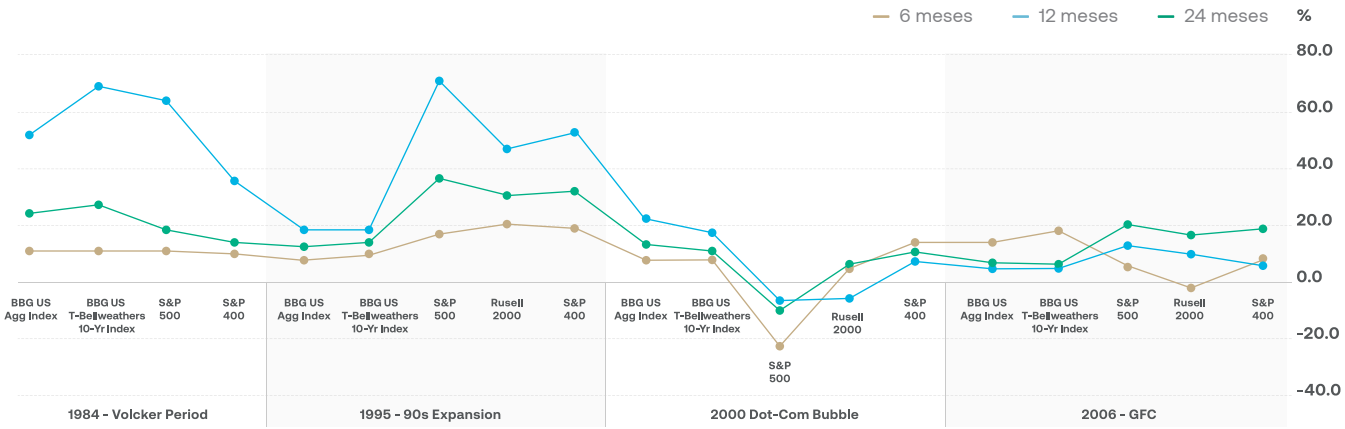
¿Es el desempeño pasado una garantía de resultados futuros?

El efectivo es el rey. Esta es una frase que llevamos tiempo escuchando en los medios de comunicación, especialmente teniendo en cuenta el elevado nivel actual de los tipos de interés a corto plazo. Como resultado, muchos inversores han optado por salir de los mercados y aumentar sus asignaciones a efectivo dentro de sus portafolios. ¿Pero realmente el efectivo es el rey? No hace falta decir que una asignación razonable de efectivo es una medida prudente en la mayoría de las carteras, sin embargo, surge un problema cuando los inversores buscan asignaciones de efectivo de manera abrumadora. Portafolios con asignaciones altas a efectivo han obtenido beneficios en el corto plazo pero están expuestos a perderse repuntes del mercado en el largo plazo.

Durante los últimos 18 meses, los mercados experimentaron el ciclo de subidas de tipos más agresiva de los últimos 40 años. Desde marzo de 2022 hasta julio de 2023, la tasa de fondos federales aumentó de apenas 0,25% a 5,50%. Esto pasó factura a los inversores de renta fija, representados por el índice Bloomberg US Aggregate que va camino de registrar pérdidas de dos dígitos en tres años, tras caer un 12,9% entre diciembre de 2020 y noviembre de 2023. Si bien las perspectivas macroeconómicas a corto plazo siguen siendo desafiantes, la historia da a los inversores motivos para ser optimistas. Durante los últimos 40 años, tanto los bonos corporativos como los soberanos han tenido un buen desempeño después de que la Reserva Federal detuviera el aumento de tasas. Para el siguiente análisis, utilizamos el índice Bloomberg US Aggregate para representar los Core Bonds; el índice Bloomberg US Corporate Bond para la deuda corporativa con grado de inversión; el índice Bloomberg US Corporate High Yield Bond para la deuda corporativa de alto rendimiento; el índice Bloomberg US Mortgage-Backed Securities para los valores respaldados por hipotecas; y el índice Bloomberg US Treasury Bellweathers 10 Year para bonos del Tesoro. Si echamos un vistazo rápido a cómo se comportaron estos índices después de las pausas en las tasas de la Reserva Federal desde 1984, vemos que, en promedio, la renta fija ha obtenido un rendimiento del 7,54% en los próximos 6 meses, del 12,22% en los próximos 12 meses y del

La historia como nuestra maestra: desempeño histórico de varios tipos de activos durante 6, 12 y 24 meses después del último aumento de tasas en un ciclo de ajuste monetario

Fuente: Insigneo, Bloomberg, al 12/23



23,25% en los próximos 24 meses. Teniendo en cuenta que se trata de un análisis muy rápido, este nos permite hacernos una idea de lo que ha ocurrido en el ámbito de la Renta Fija.

Para las acciones estadounidenses utilizamos el S&P 500 como indicador para las acciones de gran capitalización, el S&P 400 para las de mediana capitalización y el Russell 2000 para las de pequeña capitalización. Desde 1984, las acciones han cotizado al alza en promedio un 7,84% en los seis meses posteriores a la última subida de tipos, un 13,54% en los 12 meses siguientes y un 27,08% en los 24 meses siguientes.

Ciclos de tipos de la Reserva Federal

Sin embargo, hagamos un análisis más detallado de cada ciclo de la Fed para que podamos comparar la situación actual del mercado con las que acontecieron en el pasado. Desde principios de la década de 1980, con Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal, la economía estadounidense estaba experimentando lo que se conoció como la "Gran Inflación". La tasa de referencia de la Reserva Federal era del 14% a principios de 1980, alcanzó el 20% a fines de 1981 y se estabilizó por debajo del 10% después de noviembre de 1984. Para los propósitos de este estudio, consideramos la pausa de la Reserva Federal como la última subida de tasas de interés de este período, que ocurrió en agosto de 1984. Si se analiza el rendimiento de los índices, la Renta Fija obtuvo retornos del 11,36% en los siguientes 6 meses, del 26,28% en los siguientes 12 meses y del 56,47% en los siguientes 24 meses, con los bonos del Tesoro registrando un sorprendente 69,67% de retorno durante ese período de 24 meses. Es importante señalar que, durante este ciclo, los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años estuvieron por encima del 12%. Al mismo tiempo, las acciones estadounidenses registraron ganancias de aproximadamente el 11%, 16% y 50% durante los siguientes períodos de 6, 12 y 24 meses, respectivamente.

Después del período Volcker, Alan Greenspan asumió la presidencia de la Reserva Federal en agosto

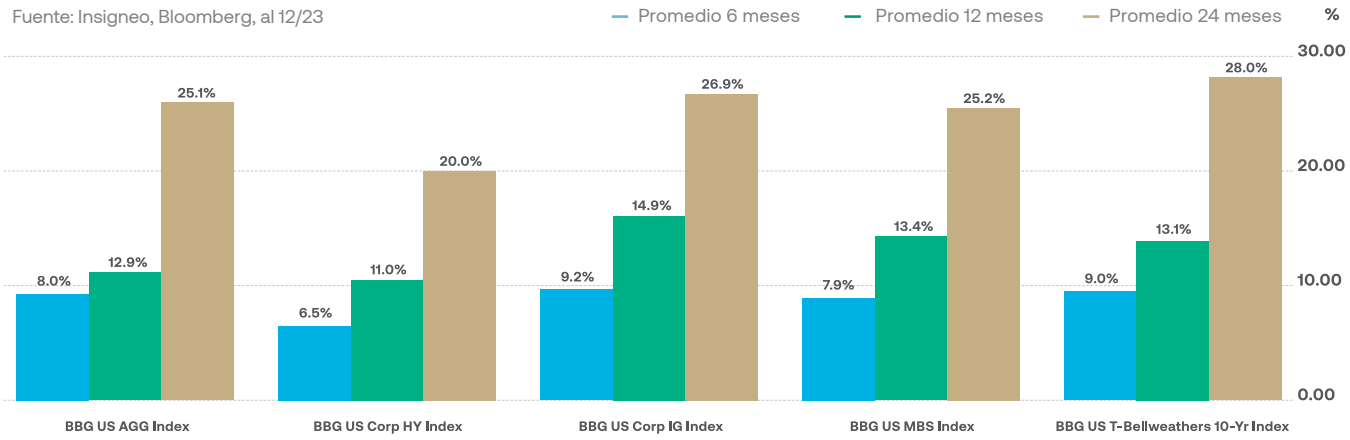
de 1987 y llevó a cabo un ciclo de alzas moderadas para combatir la inflación. El 4 de septiembre de 1987 la tasa de los Fondos Federales experimentó su último aumento apenas unas semanas antes de la caída del mercado de valores conocida como el *Black Monday.* En cuanto a la evolución de los índices, la Renta Fija obtuvo un rendimiento del 9,93% en los siguientes 6 meses, del 13,74% en los siguientes 12 meses y del 25,53% en los siguientes 24 meses. No es de extrañar que las acciones tuvieran un rendimiento inferior en los meses posteriores a la crisis de 1987, retrocediendo casi un 17% en los seis meses siguientes, terminando con una caída del 12.5% en los 12 meses siguientes, pero volviéndose positivo en los 24 meses siguientes con rentabilidades cercanas al 10.5%. Después de un breve período de recortes tras el colapso del *Black Monday*, la Reserva Federal inició un nuevo ciclo de aumentos para combatir la inflación, que terminó el 24 de febrero de 1989. En ese momento, la Reserva Federal decidió que la política monetaria estaba en línea con las expectativas y Estados Unidos entró en una recesión de ocho meses conocida como la Recesión de la Guerra del Golfo. Si se analiza la rentabilidad de los índices, la renta fija obtuvo un rendimiento del 8,25% en los 6 meses siguientes a la última subida, del 9,30% en los 12 meses siguientes y del 21,60% en los 24 meses siguientes, con el *High Yield* muy por debajo del mercado. Durante este período, las acciones registraron rendimientos de aproximadamente el 20%, 10,5% y 20% durante los siguientes 6, 12 y 24 meses después de febrero de ese año.

Después de esta breve recesión, Estados Unidos atravesó un período de expansión durante algunos años y vio un aumento del PIB de hasta un 4% en 1994. Esta expansión económica impulsó los precios y la inflación al alza, lo que llevó a la Reserva Federal a aumentar las tasas de interés para mantener un crecimiento económico sostenible. Sorprendentemente, el tipo de los fondos federales casi se duplicó en un año, pasando del 3,25% al 6% en febrero de 1995. Si se analiza la evolución de los índices, la renta fija rindió un 8,59% en los seis meses siguientes, un 13,48% en los 12 meses siguientes y 21,01% en los siguientes 24 meses. Al mismo tiempo, las acciones estadounidenses registraron ganancias del 18,5% en los seis meses siguientes a la última subida, del 32,9% en 12 meses y de un asombroso 56,8% en los 24 meses siguientes. La expansión de los años 90 llegó a su fin con la burbuja Dot-Com al final de la década. Con el Nasdaq creciendo un 400% entre 1995 y 2000, la Reserva Federal decidió intervenir para controlar la inflación subiendo los tipos desde junio de 1999 hasta mayo de 2000. Si se analiza la evolución de los índices, la renta fija obtuvo un rendimiento del 5,16% en los seis meses siguientes, del 10,99%. durante los siguientes 12 meses, y 18,16% durante los siguientes 24 meses. Durante este período, las acciones experimentaron rendimientos volátiles, lo cual es comprensible a la luz de la expansión y eventual estallido de la burbuja del Dot-Com. De hecho, las acciones cayeron casi un 4% en los seis meses posteriores a la última subida de tipos en mayo de 2000, subieron un 2% en los 12 meses siguientes y registraron una caída del 1,42% durante los 24 meses siguientes.

Debido al estallido de la burbuja del Dot-Com, la Reserva Federal bajó la tasa de referencia del 6,5% al 1,0% en dos años para impulsar la recuperación económica del país, después de la recesión de ocho meses producida por el colapso del mercado de valores. La economía estadounidense experimentó una fuerte recuperación sustentada por bajas tasas de interés que impulsaron el crecimiento del PIB hasta el 3,9% durante 2004 y 2005. Liderada por Greenspan y Ben Bernanke, la Reserva Federal adoptó un enfoque similar al observado durante la burbuja del Dot-Com para controlar la inflación, elevando las tasas desde junio de 2004 hasta junio de 2006. Si se analiza el rendimiento de los índices, la Renta Fija obtuvo un rendimiento del 6,04% durante los siguientes 6 meses, del 7,15% durante los siguientes 12 meses y del 13,07% durante los siguientes 24 meses. Las ac-

Rentabilidad promedio de los índices después de una pausa de la Reserva Federal

Fuente: Insigneo, Bloomberg, al 12/23



ciones registraron rentabilidades positivas del 9,3%, 8,5% y 4,05% durante los períodos de 6, 12 y 24 meses posteriores a la última subida de tipos de este ciclo.

Finalmente, después de recortar las tasas a casi el 0% tras la caída del mercado inmobiliario de 2008, la Reserva Federal mantuvo las tasas anormalmente bajas durante un período de siete años. Sin embargo, el 17 de diciembre de 2015, la Reserva Federal inició un nuevo ciclo de alzas moderadas bajo la administración de Janet Yellen, que finalizó el 20 de diciembre de 2018 bajo la administración de Jerome Powell, cuando la economía mostró signos de recuperación. Si se analiza la evolución de los índices durante este período, la Renta Fija obtuvo un rendimiento del 7,50% durante los siguientes 6 meses, del 10,57% durante los siguientes 12 meses y del 19,22% durante los siguientes 24 meses. Las acciones registraron ganancias significativas durante el mismo período, y los promedios aumentaron un 17,8%, 27,7% y cerca del 50% durante los siguientes 6, 12 y 24 meses después de la última subida de tipos en este ciclo.

Si observamos la rentabilidad media de los distintos índices de renta fija durante los últimos 40 años, los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años superaron a casi todos los demás índices de esta clase de activos, independientemente de la naturaleza del ciclo de la Reserva Federal. Incluso si eliminamos el período de Volcker, en el que los bonos del Tesoro obtuvieron una rentabilidad a 24 meses del 69,67%, los bonos del Tesoro a 10 años superaron a todos los demás índices durante los primeros seis meses después de una pausa en las subidas de tipos, con una rentabilidad media del 8,8%. Además, los bonos del Tesoro estadounidense sólo fueron superados por los bonos corporativos de grado de inversión durante el período de 24 meses. Durante el período de 12 meses, el rendimiento promedio de los bonos del Tesoro solo estuvo por debajo del rendimiento de los bonos corporativos de grado de inversión y de los valores respaldados por hipotecas.

Por otro lado, los bonos de alto rendimiento, en promedio, han tenido un desempeño inferior al del resto del grupo en todos los períodos posteriores a una pausa de la Reserva Federal. Si bien, en teoría, los bonos de alto rendimiento son los valores con más margen de recuperación una vez que comiencen los recortes de tipos, en la práctica, estas inversiones

necesitan el contexto adecuado para tener un rendimiento superior. Hasta este punto, los bonos de alto rendimiento superaron a los índices de renta fija durante el ciclo de 1995, en medio de un crecimiento económico y aumentos de tasas diseñados para controlar la inflación. Durante otros ciclos de la Reserva Federal, la economía estadounidense se ha enfrentado a la perspectiva de recesiones o caídas del mercado que afectaron a los emisores de alto rendimiento con fundamentos crediticios débiles. En otras palabras, si los recortes de tipos se implementan por motivos equivocados, los bonos corporativos de alto rendimiento tienden a tener un rendimiento inferior. Finalmente, los bonos corporativos de grado de inversión, los Core bonds y los valores respaldados por hipotecas han registrado un rendimiento en línea durante diferentes ciclos de mercado, con los emisores de grado de inversión superando a todos los demás índices en el período de 12 meses posterior a la pausa.

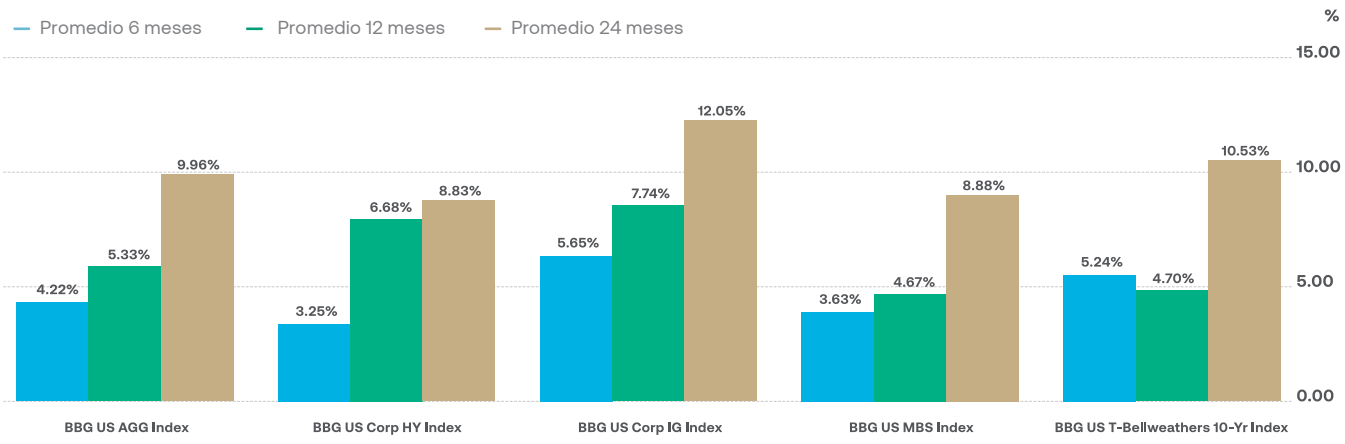
En cuanto a las acciones, en promedio, esta clase de activos ha tenido una rentabilidad de aproximadamente el 8%, el 13,5% y el 27% en los períodos de 6, 12 y 24 meses posteriores al último aumento en el ciclo de alzas de la Reserva Federal. En cuanto a la capitalización de mercado, aunque las acciones de pequeña capitalización tienden a liderar el camino en los primeros 6 meses después del último aumento, las acciones de gran y mediana capitalización tienden a tomar las riendas en los siguientes períodos de 12 y 24 meses. Las acciones de gran y mediana capitalización promediaron aproximadamente el 15% y el 20% en los 12 meses posteriores al último aumento, y el 32% y el 30% en los 24 meses siguientes. Las acciones de pequeña capitalización promediaron el 11,5% y el 20% durante estos dos períodos.

Retornos en exceso

Si bien el efectivo ha funcionado como un refugio seguro para los inversores durante los últimos 12 meses, es importante tener en cuenta que la renta fija ha superado a las alternativas al efectivo durante los últimos 30 años. Si utilizamos el índice Bloomberg US Treasury Bills 1-3 Month como indicador de las alternativas de efectivo y comparamos los rendimientos de este índice con los otros índices de renta fija utilizados para este análisis, en promedio, hemos visto

Retorno Promedio de los índices sobre el retorno promedio del efectivo después de la última subida de tasas

Fuente: Insigneo, Bloomberg, al 12/23



que la renta fija ha mostrado un rendimiento excedente después de la última subida de tipos del 4,40% en los siguientes 6 meses, del 5,82% en los siguientes 12 meses y del 10,05% en los siguientes 24 meses. Permanecer al margen con demasiado efectivo disponible puede reducir el riesgo de la cartera en el corto plazo, pero también podría conducir a la pérdida de oportunidades potenciales de recuperación del mercado. Si bien es difícil comparar el contexto económico actual con los períodos descritos anteriormente, la historia nos ha demostrado que no necesariamente tenemos que ser optimistas con respecto a la economía para generar retornos. Mantener la perspectiva de largo plazo. ■

Análisis por clases de Activos

	TACTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
Asignación Global de Activos		
Renta Variable	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Efectivo	SUBPONDERAR	NEUTRAL
Segmentación Regional		
Renta Variable EE.UU.[1]	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Renta Variable Mercados Emergentes	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Variable China	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Bonos del Tesoro EE.UU.[2]	SOBREPONDERAR	SOBREPONDERAR
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija *High Yield*	NEUTRAL	SUBPONDERAR
Renta Fija Soberana Emergente	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Dólar americano	NEUTRAL	SOBREPONDERAR
Energía[3]	SOBREPONDERAR	NEUTRAL
Metales Preciosos	SUBPONDERAR	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) https://www.sipc.org/. 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 Asesorias 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 Prestadores de Servicios Financieros 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.

insigneo