



¿Estamos en una burbuja?

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

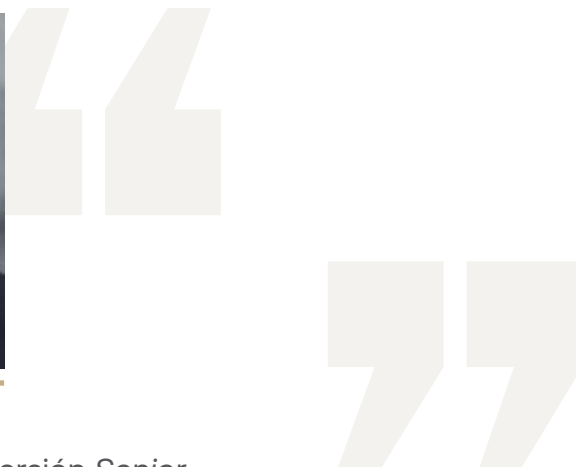
insigneo



Andres Salmanca
Analista de Datos
Insigneo



Mauricio Viaud
PM y Estratega de Inversión *Senior*
Insigneo



Resumen Ejecutivo

Aunque un pequeño subconjunto de acciones tecnológicas puede estar en una burbuja, no creemos que el mercado en general se encuentre actualmente en territorio de burbuja.

El actual repunte impulsado por la tecnología podría verse descarrilado por un cambio en el posicionamiento de la Reserva Federal o por el hecho de que las empresas no cumplan con las elevadas expectativas que les impone el mercado.

A medida que las valoraciones de las acciones siguen aumentando, la renta fija emerge como una opción atractiva para la cobertura de los portafolios.

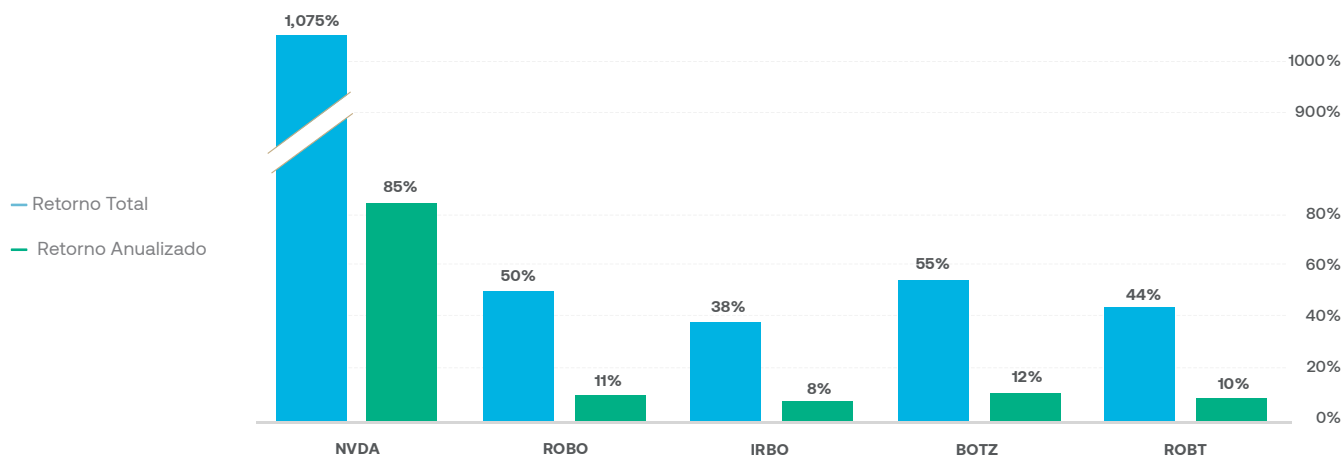
Nuestra opinión sobre el actual repunte del mercado y su relación con las burbujas históricas.

¿Estamos en una burbuja? Esta pregunta ha ganado popularidad entre los inversionistas y los medios de

comunicación últimamente. Aunque esto no debería ser una sorpresa, todo lo que tenemos que hacer es observar el ascenso aparentemente imparable de las acciones relacionadas con Inteligencia Artificial (IA) como Nvidia (NVDA), ARM Holdings (ARM) o Super Micro Computers (SMCI), y la incorporación de este término en las llamadas de resultados del resto de las compañías del mercado. Esto ha llevado a los inversionistas a preguntarse si estamos observando las etapas tempranas de una burbuja tecnológica... y con toda razón. Este creciente interés por la inteligencia artificial ha estado evocando recuerdos de la burbuja de las puntocom, lo que nos ha llevado a preguntarnos: ¿qué es exactamente una burbuja? La respuesta corta es que una burbuja es un entorno en el que los precios de mercado superan ampliamente el valor fundamental de una empresa o un activo. Esto ha sido evidente en burbujas históricas de mercados y activos, donde se han visto casos de crecimiento rápido y sustancial de las valoraciones de los activos en un corto periodo de tiempo. Hasta este punto, todos hemos escuchado referencias a la “tulipomanía” del siglo XVII en lo que hoy son los Países Bajos. Durante este periodo, los precios de los tulipanes saltaron a niveles exorbitantes, y el principal impulsor de este aumento fueron los “inversionistas” que esperaban que alguien más

Retorno de NVDA vs ETFs de IA (Feb 2020 - Feb 2024)

Fuente: Bloomberg



comprara bulbos de tulipán a precios más altos de los que ellos habían pagado. No existía ningún valor intrínseco real detrás de esta medida; eso fue una burbuja. Más recientemente, en la década de los 80, vimos al Nikkei 225 aumentando 492% durante la burbuja del mercado accionario de Japón. Y, por supuesto, ¿quién puede olvidar al final de los años 90, con el Nasdaq 100 subiendo más de 476% durante la burbuja de las puntocom? Incluso hace unos años, la industria de los vehículos eléctricos (EVs) fue testigo de rendimientos extraordinarios, ejemplificados por empresas como NIO (NIO) y Lucid (LCID), que crecieron más del 400% durante el auge de estas acciones en 2021.

Si bien estas tendencias nos dan contexto sobre el auge actual de la IA, no necesariamente dictan la presencia de una burbuja de mercado. Dicho esto, si observamos el crecimiento de Nvidia en los últimos cuatro años, las acciones de la compañía han reportado un aumento de 1,075% (85% anualizado) desde febrero de 2020 hasta febrero de 2024. Sin embargo, es relevante tener en cuenta que este rendimiento excepcional de NVDA por sí solo no significa que haya una burbuja. Si examinamos el desempeño de ETFs centrados en IA durante el mismo periodo de tiempo,

a diferencia del desempeño de Nvidia, sus retornos anualizados son en promedio modestos, como se observa en el gráfico superior.

Cuando analizamos los activos que componen estos ETFs, encontramos un conjunto muy diverso de empresas que contribuyen a la “cadena de suministro” de esta tecnología. Dicho de otra manera: no todas las empresas que se encuentran en estos ETFs operan en el mismo segmento de NVDA. Actualmente, los fabricantes de chips como Nvidia están liderando el ecosistema, los cuales se están destacando gracias a una fuerte demanda de sus productos, en un contexto de oferta limitada. Mientras tanto, el resto de las empresas, principalmente aquellas que utilizan la inteligencia artificial para desarrollar productos y servicios, todavía están tratando de ganar terreno. En otras palabras, los fabricantes de chips están liderando la carrera, mientras que los usuarios de esta tecnología todavía tienen camino por recorrer. Por ejemplo, las acciones de fabricantes como Nvidia, ARM Holdings y Super Micro Computers han aumentado 90%, 170% y 300% en los últimos seis meses, respectivamente. Por lo tanto, un pequeño subconjunto de acciones, principalmente los fabricantes dentro de la industria de los semiconductores bien podrían estar llegando

al territorio de la burbuja, si es que no se encuentran ya en este. Sin embargo, esto no significa que el mercado, en su conjunto, se encuentre en una burbuja.

En este contexto, una pregunta importante a explorar es en qué se diferencia el entorno actual del de principios de los 2000. Para empezar, durante la burbuja de las puntocom, muchas empresas salían al mercado antes de haber obtenido algún tipo de utilidad, una diferencia notable con el panorama de hoy en día. Actualmente, los fabricantes de chips no solo están experimentando un aumento vertiginoso de los precios de sus acciones, sino también un crecimiento significativo de sus utilidades, algo que muchas empresas en aquel entonces no tenían. Para dar algo de contexto, BCA Research publicó recientemente un informe que compara las métricas de ventas e ingresos netos de las empresas tecnológicas más representativas en la actualidad con las empresas tecnológicas más representativas a principios de los 2000. Este informe muestra que, en aquel entonces, este grupo generaba alrededor de USD 150 mil millones en ingresos y USD 35 mil millones en utilidades, representados por el ingreso neto, definido como ingresos menos gastos. La composición actual de estas acciones tecnológicas está generando aproximadamente USD 1.9 billones en ingresos y cerca de USD 395 mil millones en ingresos netos. Por supuesto, estos son tiempos diferentes y es posible que las utilidades en la industria de la IA hayan sido “impulsadas” por la demanda insaciable de chips; sin embargo, la diferencia en las cifras de ingresos y utilidades sigue siendo abismal. Además, muchos de los nombres tecnológicos actuales que lideran los mercados son en sí mismos símbolos de estabilidad, con balances sólidos, soportados por altos niveles de caja y muy bajo endeudamiento. Entonces, ¿qué significa esto en términos de burbujas de mercado? Basándonos en la experiencia, parece que todavía no estamos en medio de una burbuja de mercado como la que se vio durante las puntocom, ni tampoco nos enfrentamos a una burbuja sectorial, como las vistas recientemente en los vehículos eléctricos o las cripto-

monedas. Si bien es posible que estemos viendo una burbuja en un pequeño subconjunto de acciones, principalmente en los fabricantes de chips, otros actores del sector de la IA todavía están lejos de mostrar un comportamiento similar al de una burbuja.

¿Qué viene después?

El hecho de que no creamos que nos encontramos actualmente en una burbuja de mercado no significa que debamos dejar de lado la precaución. Históricamente, las burbujas de mercado han sido alimentadas por el miedo a quedarse por fuera (o “FOMO”, como se le conoce por su acrónimo en inglés) y el dinero de fácil acceso. El miedo a quedarse por fuera está claramente en el mercado, ya que tanto las personas naturales como los inversionistas institucionales se han sumado al repunte liderado por la tecnología, ya que nadie quiere quedarse atrás de los mercados. Sin embargo, a diferencia de las burbujas anteriores, hay un componente que aún no ha aparecido en la ecuación: el acceso a capital barato. A diferencia del pasado, el repunte actual del mercado se está desarrollando en un entorno en el que las tasas de interés son altas. ¿Por qué pudo haber sucedido esto? En nuestra opinión, posiblemente por dos razones: 1) el mercado subió descontando los recortes de tasas de la Reserva Federal y; 2) el repunte ha sido impulsado por las acciones de IA y los “7 Magníficos”, empresas que no necesitan un acceso barato al capital debido a sus sólidas posiciones financieras. Esta combinación ha generado un crecimiento en el mercado accionario, a pesar de encontrarnos en un ciclo de política monetaria restrictiva. Una vez más, no creemos que estemos actualmente en una burbuja de mercado, pero si nos detenemos a pensarlo, la “fiesta” podría continuar, ya que el combustible podría estar en camino en forma de tasas de interés más bajas. El acceso a capital barato ampliaría potencialmente el repunte de mercado que estamos experimentando, dando a

las empresas con necesidades de capital la oportunidad de recomponer sus negocios y aumentar sus ingresos y ganancias.

Sin embargo, esto plantea dos preguntas importantes: dónde nos encontramos ahora en el contexto del repunte, y qué podría descarrilarlo. Como dijimos antes, no podemos simplemente dejar de lado la precaución. Emily Roland, codirectora de inversiones de John Hancock Investment Management, lo expresó mejor cuando afirmó recientemente: “Es como si la Reserva Federal hubiera hecho un último llamado en la fiesta de fin del año pasado y ahora estuviera tratando de dejar de atender, pero nadie está abandonando el evento. Este sentimiento de “todo es fantástico” probablemente ya esté descontado en los mercados” (Emily Roland, Bloomberg). Estamos en una etapa del repunte en la que el sentimiento está impulsando el mercado al alza. Al comenzar el año, los estrategas más optimistas de Wall Street tenían precios objetivo para fin de año para el S&P 500 entre 5,150 y 5,200 puntos. Sin embargo, desde principios de 2024, el número de estrategias que han elevado sus precios objetivo para fin de año sigue aumentando, con los más alcistas acercándose a 5.500. Jonathan Golub, estratega jefe de acciones estadounidenses de Credit Suisse, elevó su precio objetivo para fin de año dos veces desde finales del 2023, algo que, según dijo, nunca había hecho antes en más de 20 años. Aunque creemos que todavía no estamos en niveles de euforia, que es donde se forman las burbujas del mercado y posteriormente estallan, estamos en una etapa poderosa y emocional de “FOMO”, en la que los inversionistas no quieren quedarse atrás. Dado que no creemos que estemos en una burbuja de mercado, no prevemos haya un estallido en un futuro próximo. Sin embargo, no nos sorprendería una corrección de mercado del ámbito del 10% al 15% en el corto plazo.

Pero ¿Qué podría causar tal retroceso? En primer lugar, es importante tener en cuenta que los retrocesos del mercado en el rango del 10% ocurren en promedio una

— “...todavía no estamos en medio de una burbuja de mercado como la que se vio durante las puntocom...”

vez al año. Así sea difícil de creer, tuvimos ese retroceso a finales del verano de 2023, antes de que el mercado subiera después de que la Reserva Federal indicara que probablemente ya había terminado de subir las tasas. De hecho, un cambio en el posicionamiento de la Reserva Federal podría descarrilar el repunte. El mercado ha hecho un trabajo notable al adaptar sus expectativas de recortes de tasas, pasando de siete recortes previstos para este año a partir de marzo, a tres recortes a partir de la reunión de junio. Según la Reserva Federal, los recortes siguen dependiendo de los datos de la inflación. Como esta ha demostrado recientemente ser más permanente de lo esperado, no nos sorprendería que la Reserva Federal decidiera recortar solo una o dos veces este año, posicionándose en una modalidad de “wait and see”, manteniendo las tasas altas por más tiempo. Sin embargo, ya se está mencionando en los mercados que la Reserva Federal podría no hacer ningún recorte este año e incluso podría subir las tasas, como propuso recientemente Larry Summers. Creemos que todavía estamos en un entorno en el que la inflación tenderá a bajar con el tiempo; aún así, un escenario en que la Reserva Federal mantenga las tasas altas durante más tiempo del que Wall Street anticipa podría descarrilar los mercados.

Otro punto importante a tener en cuenta es la valoración actual del mercado, particularmente en el sector tecnológico. Operando a 23x las ganancias futuras, el S&P 500 no luce barato. De hecho, si nos fijamos en los resultados ya reportados por el mercado, el S&P

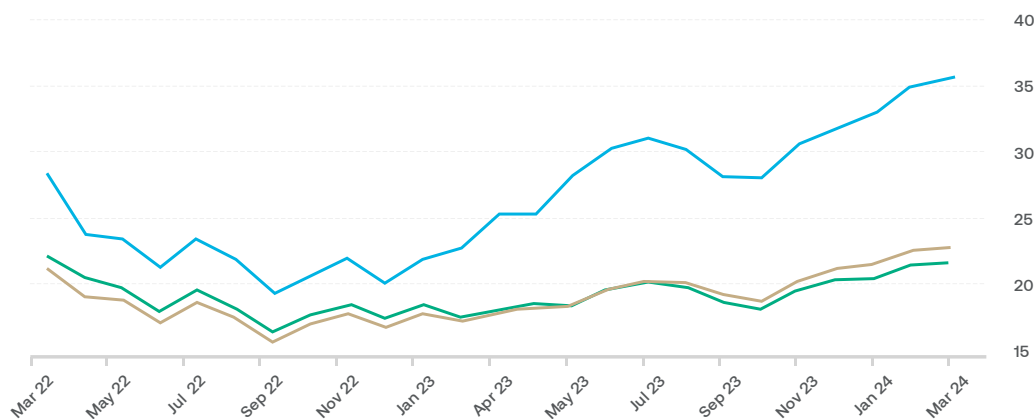
500 se está cotizando en el percentil 95 de su rango de valoración, remontándose a los años noventa. Gran parte de esta valoración exagerada se puede atribuir al sector tecnológico. Como se observa en el siguiente gráfico, este sector se convirtió en la única opción disponible para los inversionistas, los cuales lo han inundado de capital durante los últimos dos años, llevando a que el P/E de dicho sector diverja bastante del resto del índice. Sin embargo, la valoración no lo es todo, ya que es un indicador tradicionalmente inconsistente en el corto plazo. El hecho de que las valoraciones sean altas no implica necesariamente que el siguiente movimiento sea a la baja. El punto importante que se debe tener en cuenta con las valoraciones es las expectativas que estas conllevan. Cuanto mayor sea la valoración de una acción, mayor será la expectativa y menor será el margen de error si no se cumple. Vimos cómo este fenómeno se desarrolló en el último trimestre, donde grandes empresas de tecnología como Palo Alto Networks (PANW) y Snowflake (SNOW), ambas con valoraciones exageradas, no cumplieron con las expectativas del mercado, y exhibieron una caída de 30% y 25%, respectivamente, en los días siguientes a sus reportes de resultados. Por lo tanto, otros factores que podrían descarrilar a los mercados son las potenciales indicaciones de que la tendencia en la trayectoria de los resultados estaría por debajo de la expectativa de los inversionistas.

Como dijo John Maynard Keynes, “los mercados pueden permanecer irracionales durante más tiempo del que uno puede permanecer solvente”. Intentar predecir el ascenso y la caída de una posible burbuja de IA puede resultar en la pérdida de oportunidades de inversión, tanto al alza como a la baja. Dicho esto, de ningún modo recomendamos salir de los mercados de renta variable. De hecho, mantener un portafolio diversificado, con un enfoque en el largo plazo y que incluya una exposición responsable al sector tecnológico, es la mejor estrategia para navegar los mercados a lo largo del tiempo. Sin embargo, recortar las posiciones de mayor exposición a acciones muy “costosas” en los portafolios o comprar “seguros” en los mercados en forma de opciones put, podría tener sentido en este momento. Otro enfoque podría centrarse en aumentar tácticamente las asignaciones a activos de renta fija.

A medida que las valoraciones de las acciones siguen aumentando, la renta fija emerge como una opción atractiva para la cobertura de los portafolios. Como se observa en el siguiente gráfico, el índice S&P US Equity Risk Premium (SPUSERPT), que actualmente se encuentra en máximos históricos, muestra que los inversionistas están exigiendo mayores primas por asumir el riesgo asociado a las acciones. En términos más simples, los bonos parecen tener un precio más atractivo en comparación con las acciones. Como se

**Sector de Tecnología
S&P 500 - Evolución
P/E a 2 Años vs el
Promedio del Índice
(Mar 2022 - Mar 2024)**

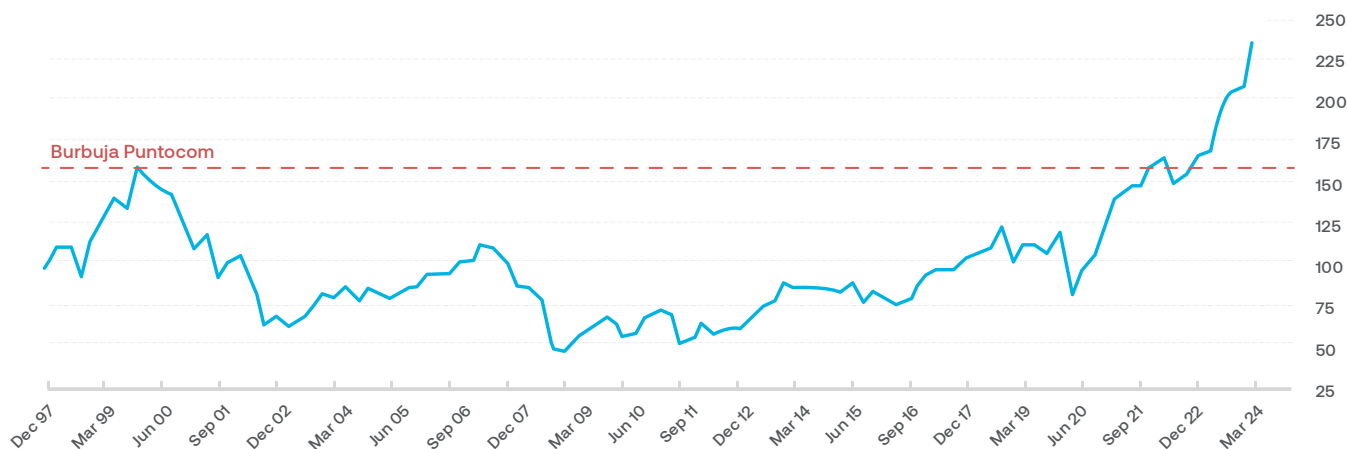
— Índice S&P 500
— Índice S&P 500 Info Tech
— Promedio de la Canasta



Fuente: Bloomberg

Índice de Prima de Riesgo S&P 500 (Dic 1997 - Mar 2024)

Fuente: Bloomberg



destacó durante nuestra llamada trimestral del 1T24, reiteramos que una de las operaciones más favorables para los inversionistas este año es la compra táctica de bonos del Tesoro estadounidense de largo plazo. En el momento de escribir este artículo, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se sitúa cerca del 4,2%. Nuestras proyecciones indican que, en un escenario de aterrizaje suave, es probable que se estabilice entre 3.6% y 3.9%, mientras que en el caso de una recesión leve, podría cotizar dentro del rango de 2.9% y 3.2%. Como se mencionó anteriormente, se espera que las acciones sigan generando rentabilidades positivas a largo plazo; sin embargo, creemos que tienen sentido las inversiones tácticas en bonos del Tesoro o bonos corporativos con grado de inversión, para reasignar gradualmente los portafolios a medida que el “momentum” continúa impulsando el rally de acciones tecnológicas.

De igual manera, incluir materias primas con asignaciones tácticas también podría reducir el riesgo de los portafolios. En un escenario de aterrizaje suave, los metales industriales están posicionados para beneficiarse de un mejor entorno macroeconómico. Como mencionamos en nuestra llamada trimestral del 1T24,

se espera que los metales industriales vean los beneficios a largo plazo de la reducción de inventarios, las incertidumbres geopolíticas y la transición hacia vehículos eléctricos y fuentes de energía renovables. En un escenario sin aterrizaje o con un aterrizaje fuerte, es probable que el petróleo y el oro obtengan mejores resultados. Estos commodities sirven como cobertura natural contra entornos de alta inflación, y deberían ofrecer protección contra posibles interrupciones del suministro de energía en Medio Oriente o Rusia.

Warren Buffet dijo una vez que uno debería vender un activo cuando la gente es codiciosa y comprar cuando la gente tiene miedo. No creemos que todavía estemos en el estado de euforia total que típicamente caracteriza a las burbujas de activos; sin embargo, muchas veces el mercado no reconoce una burbuja hasta que esta explota. Aunque un subconjunto de acciones de inteligencia artificial podría estar acercándose al territorio de la burbuja, no creemos que el mercado en general se encuentre en esta etapa. Dicho esto, mantener la atención en el largo plazo, al mismo tiempo que se es prudente y se aprovechan tácticamente las oportunidades a medida que aumenta la codicia, debería resultar en una decisión de inversión acertada. ■

Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (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 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 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.