



# Seamos disciplinados, sin abandonar el proceso

**Mauricio Viaud**

PM y Estratega de Inversión *Senior*  
Insigneo

## Seamos disciplinados, sin abandonar el proceso

Invertir es tanto una ciencia como un arte. Tendemos a tomar decisiones basadas en una combinación de principios probados con el tiempo, así como en supuestos provenientes de nuestras propias experiencias. Sin embargo, vivimos en un mundo de inversión dinámico, donde los principios rígidos pueden verse afectados por distorsiones del mercado y las suposiciones contaminadas por nuestros propios sesgos de comportamiento. Dado este contexto, ¿cómo podemos intentar navegar los mercados con éxito? En realidad, no hay balas mágicas ni fórmulas infalibles. Solo la adhesión a procesos de inversión disciplinados pero flexibles, así como el reconocimiento de nuestros propios sesgos y limitaciones. Por ejemplo, yo he aceptado el hecho de que la probabilidad que acierte los máximos y mínimos en los mercados de manera consistente es baja. A decir verdad, lo mismo puede decirse de todos los demás, aunque no todos lo admitirán. En ocasiones acertamos: a veces por habilidad, a veces por suerte. Hemos escuchado el dicho “a veces tener suerte es mejor que ser bueno”. Esto puede ser cierto, pero como sabemos, la esperanza y la suerte no son estrategias de inversión. Lo que buscamos es una estrategia basada en un proceso disciplinado, replicable, guiado por la lógica y la experiencia. Tal proceso tiene una alta probabilidad de éxito. Volviendo al ejemplo del *market timing*, tenemos muchas más posibilidades de generar rendimientos de manera consistente si no apuntamos al máximo o mínimo del mercado, sino a la “carne” en el centro. En la última edición de Reflexiones del Mercado publicada el 27 de abril, titulada “No te dejes atrapar” argumentamos que con el S&P 500 acercándose al nivel de 4150, es muy probable un retroceso a corto plazo en los mercados estadounidenses. Como tal, consideramos que mantenerse neutral o sacar las ganancias de la mesa es una mejor estrategia que ser absorbido por el *rally* actual. El índice podría subir a

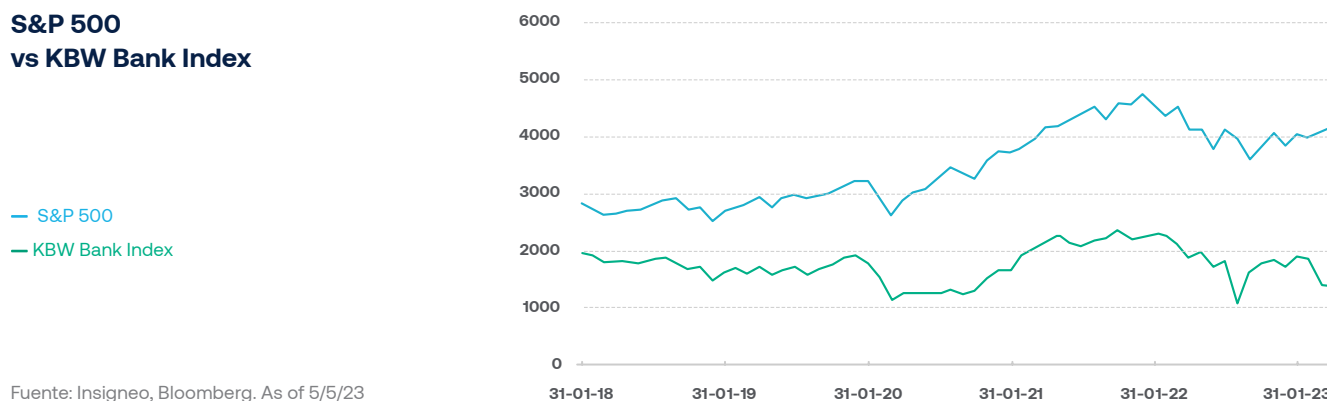
4200, o incluso más antes de que baje, y si lo hiciera, la convicción en nuestra opinión de que tomar ganancias es la estrategia correcta sería aún más fuerte. No porque estemos apostándole a la casa que un máximo de 4150 esté escrito en piedra, nada en el mercado lo es, sino porque creemos que, dados los datos que rodean las condiciones actuales del mercado, la “carne” en medio de este *rally* ya ha sido arrancada del hueso, por lo que hay más potencial bajista que alcista al mantener nuestras fichas sobre la mesa.

Como dijimos en nuestro último artículo, hay varios parámetros de datos del mercado que apuntan a una alta probabilidad de un retroceso en el corto plazo, incluyendo la estrecha amplitud del mercado – o *market breadth* como se le conoce en inglés–, así como el hecho de que las compañías *small cap* y el sector financiero tienden a liderar un mercado alcista, no uno a la baja. Profundicemos en este último punto con más detalle. Los datos del mercado han demostrado que el índice KBW Bank Index ha sido un buen indicador adelantado del rendimiento general del mercado. La lógica es que un movimiento en este índice tiende a reflejar las perspectivas de las condiciones financieras en la economía. En el siguiente gráfico, comparamos al S&P 500 (SPX) con el índice KBW Bank Index (BKX). Para fines de visualización, solo se muestran los últimos cinco años de datos, pero esta correlación se remonta

a más de veinte años. Se puede argumentar que ambos índices son casi copias el uno del otro, con el BKX ligeramente por encima del SPX. Sin embargo, veamos la parte más reciente de la curva. Podemos ver que, durante la mayor parte de este año, el BKX experimentó una fuerte caída, mientras que el SPX tuvo una tendencia al alza. Todos sabemos que el colapso en varios bancos regionales creó un caos para el sector bancario, mientras que el sector de *Big Cap Tech* ha impulsado al S&P 500 al alza. Siempre existe el argumento de que “esta vez es diferente”, y podría serlo, pero dado el historial de 20 años de correlaciones entre ambos índices, lo más probable es que el S&P 500 haga lo mismo tarde o temprano. Puede que la historia no siempre suene igual, pero tiende a parecerse.

Cambiamos de tema. Profundicemos en la amplitud históricamente estrecha del *rally* actual. Hasta finales del primer trimestre de este año, el S&P 500 subió aproximadamente un 8.3%. Sin embargo, el 6% de ese 8.3% fue generado por 9 acciones. En otras palabras, más del 70% del rendimiento del mercado provino de nada más 2% de sus componentes. Como J.P. Morgan explicó en un informe reciente, esta es la amplitud más estrecha en cualquier mercado desde la década de 1990. Sobre una base de capitalización de mercado, las 10 empresas más grandes del índice representan

### S&P 500 vs KBW Bank Index



Fuente: Insigneo, Bloomberg. As of 5/5/23

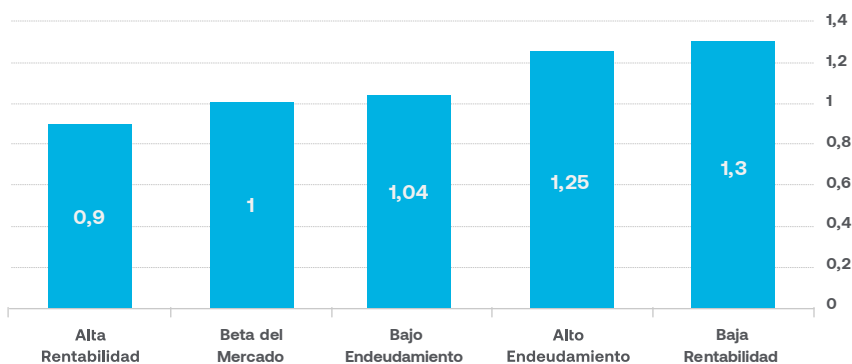
casi un tercio de su tamaño. De hecho, las 4 primeras, Apple, Microsoft, Amazon y Alphabet combinadas representan más del 20% del índice. Como Dubravko Lajos-Burkas, Director Global de Equity Macro Research de J.P. Morgan escribió recientemente: “La capitalización de mercado de las 10 acciones más grandes en relación con el S&P 500 está en el percentil 96 en relación con la historia, y la participación de las dos acciones más grandes (Apple y Microsoft) como porcentaje del índice S&P 500 está en nuevos máximos (14%). Las 11-50 acciones más grandes dentro del S&P 500 están en el percentil 24... y cotizan más baratas que las 10 *Mega Caps* más grandes” (J.P. Morgan, 4/25/23). Desde una perspectiva de valoración, basándonos en una métrica de Precio/Utilidades, el sector de Tecnología de la Información actualmente cotiza con una prima del 20% sobre su propia valoración histórica, y con una prima cerca del 38% sobre la valoración actual del índice.

Dadas nuestras opiniones con respecto a la alta probabilidad de que se dé un retroceso del mercado en el corto plazo, una pregunta lógica es “¿qué podemos hacer al respecto?”. Para ser honestos, la respuesta depende de la disposición y la capacidad de cada inversionista individual para tolerar la volatilidad. Un inversionista con una baja tolerancia o una necesidad apremiante de liquidez podría considerar

la relativa seguridad de los bonos del Tesoro de corto plazo, especialmente dados los altos rendimientos que están exhibiendo actualmente. Para ser claros, no estamos abogando por que los inversionistas salgan totalmente del mercado y corran al efectivo. Solo estamos diciendo que esta podría ser una estrategia potencial para un tipo de inversionista en particular. La mayoría de los inversionistas quieren mantener un cierto grado de exposición a los mercados estadounidenses. Para ellos, recomendamos buscar exposición a empresas con fuertes factores de calidad.

Calidad es un término amplio que tiende a ser subjetivo. Definimos la calidad principalmente por dos parámetros generales: rentabilidad sostenida y posiciones financieras sólidas. Medimos la rentabilidad en términos del retorno sobre el capital – o ROE por sus siglas en inglés- de una empresa, así como su retorno sobre el capital invertido – también conocido como ROIC. Una posición financiera sólida podría medirse por el nivel relativo de endeudamiento de una empresa. Esto se puede evaluar generalmente estudiando los ratios de deuda/capitalización de mercado o deuda/patrimonio de una empresa – conocidos en inglés como Debt/Market Cap y Debt/Equity-. Históricamente, los factores de calidad tienden a funcionar mejor en los mercados bajistas, proporcionando a los inversionistas una alternativa. El siguiente gráfico desglosa dos factores

**Beta Historico de Factores de Alta Calidad y Baja Calidad (con relación al S&P 500)**



Fuente: Insigneo, Bloomberg. As of 5/23

de calidad y dos de no-calidad en términos de beta del mercado. Cabe recordar que beta compara cómo se mueve un activo en relación con el mercado general, en este caso el S&P 500. Un beta de 1 implica que el activo se comporta de la misma manera que el mercado. Un beta superior o inferior a 1 implica que el activo se mueve más o menos que el mercado. Como podemos ver en el gráfico, los betas para los factores de calidad de bajo endeudamiento y alta rentabilidad han estado bastante en línea con el mercado. De hecho, el beta para el factor de alta rentabilidad es ligeramente inferior a uno, lo que significa que los activos con este factor deberían moverse menos que el mercado general. Por otro lado, los factores de no-calidad como baja rentabilidad y alto endeudamiento exhiben betas que han sido superiores a los del mercado, concretamente 1.3 y 1.25, respectivamente. Lo que esto significa es que, históricamente, los activos con estos factores se han movido entre un 25% y un 30% más que el mercado. Este es un rasgo positivo cuando se espera que los mercados suban, pero no cuando se espera que retrocedan.

— “una **estrategia que favorezca a un grupo diversificado de acciones** con características de crecimiento rentables y de alta calidad y reduzca la exposición a tenencias de menor calidad tiene una alta probabilidad de superar al mercado en general”

Para ser justos, la calidad tiende a ser más específica a la empresa que al sector. Hasta este punto, los atributos de calidad se pueden encontrar en empresas que se extienden a través de muchos sectores, incluidas áreas bien conocidas del mercado como Tecnología de la Información, Productos Básicos de

Consumo y Salud, así como sectores que son menos conocidos por este atributo, como Consumo Discrecional, Energía, y Materiales. Filtrar la calidad implica profundizar en las empresas individuales, por lo que la mayoría de los inversionistas tienden a adoptar un enfoque más amplio y obtener exposición a este atributo a través de fondos mutuos o ETFs. El sector de Tecnología de la Información tiene muchas empresas que se ajustan a los parámetros de alta calidad. Empresas como Microsoft y Apple son altamente rentables y poseen grandes niveles de efectivo en relación con sus niveles de deuda. El alza este año en este sector podría plantear cierta resistencia al rendimiento superior relativo de la calidad durante un retroceso del mercado. Esta es la razón por la que la diversificación juega un papel muy importante. Mantener la exposición a factores de calidad en múltiples sectores es clave.

Teniendo en cuenta los parámetros de datos de mercado analizados anteriormente, junto con diversos riesgos financieros como el potencial de una contracción significativa del crédito, la posibilidad de utilidades inferiores a las esperadas, y una perspectiva económica más débil, seguimos creyendo que existe una alta probabilidad de un retroceso del mercado en el corto plazo. En este entorno, una estrategia que favorezca a un grupo diversificado de acciones con características de crecimiento rentables y de alta calidad y reduzca la exposición a tenencias de menor calidad tiene una alta probabilidad de superar al mercado en general. Como dijimos antes, mantener un proceso de inversión disciplinado pero flexible, guiado por la lógica y la experiencia, tiene una mayor probabilidad de generar rendimientos consistentes a lo largo del tiempo. Es probable que la “carne” en medio del *rally* actual ya esté despegada del hueso. Seamos disciplinados, sin abandonar el proceso. ■

# Análisis por clases de Activos

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

<sup>1</sup> Relativo a acciones globales en USD

<sup>2</sup> Relativo a mercados globales de renta fija en USD

<sup>3</sup> 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](http://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.