

Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico actual es posiblemente el más peligroso para los activos de riesgo desde la crisis financiera y marzo de 2020.
- La mayor parte de los impulsos negativos del mercado que observamos hoy ya estaban presentes antes de la guerra de Ucrania, por lo que un posible alto al fuego no implicaría automáticamente el fin de las preocupaciones para los mercados.
- La Fed ha optado por luchar contra la inflación en lugar de promover el crecimiento y la estabilidad del mercado financiero.
- Los choques de oferta negativos son inflacionarios a corto plazo, pero desinflacionarios (destrucción de la demanda) a medio plazo.
- En este entorno, creemos que las estimaciones de consenso sobre el crecimiento del PIB estadounidense siguen siendo demasiado elevadas. Suponemos que la repercusión de la desaceleración del crecimiento marcará el punto más bajo final y sostenible de la actual fase bajista y ofrecerá puntos de entrada atractivos para los activos de riesgo.
- Por lo tanto, en los próximos meses contamos con que la volatilidad seguirá siendo alta hasta que los principales riesgos geopolíticos se hayan disipado y los mercados hayan descontado completamente las menores perspectivas de crecimiento.

La Fed persigue la inflación

- Los bancos centrales de la Reserva Federal están intranquilos por las altas tasas de inflación, los nuevos choques de oferta relacionados con la guerra y las crecientes críticas de que no reaccionan con la celeridad debida.
- Por esta razón, ahora han pasado a un plan de subidas de tipos retórico aún más agresivo que el que sugirieron hace dos semanas.
- Puede que China haya tenido su "momento de ahora o nunca" en marzo, pero ahora realmente son necesarios estímulos a corto plazo. El riesgo geopolítico general se mantiene (con riesgos de cola de una escalada/desintegración entre China y Estados Unidos).

Evolución de los mercados

Mundo

- El índice de bonos agregados de Barclays ha tenido su peor comienzo de año (-6,8 % interanual) en los 30 años de los que disponemos de datos.
- Los rendimientos a 10 años en Estados Unidos han subido casi 100 puntos básicos en lo que va de año.

- El diferencial de los tipos de interés en EE. UU. entre los bonos a 2 y 10 años ya se ha invertido brevemente; si la inversión continúa, será un indicio de que aumenta la probabilidad de recesión en EE. UU.
- Esta coyuntura ha puesto en aprietos a las carteras tradicionales 60/40 y a las estrategias de paridad de riesgo.
- Curiosamente, los rendimientos reales a 10 años de EE. UU. se mantienen más o menos sin cambios desde el inicio de la guerra de Ucrania, mientras que los rendimientos nominales han aumentado 50 puntos básicos.
- Mientras tanto, la renta variable ha recuperado alrededor del 50 % de su caída (desde el valor máximo hasta el mínimo), alcanzando un nivel de retroceso "normal" para un repunte en contra de la tendencia.

Europa

- Para la zona euro se han publicado los índices de gestores de compras de marzo, los primeros desde el estallido de la guerra.
- El PMI compuesto de la eurozona se mantiene en sólido territorio expansivo con un valor de 54,5, frente a la previsión del consenso de Bloomberg de 53,8.
- La dependencia energética de Rusia y Ucrania seguirá siendo una de las principales preocupaciones en los próximos trimestres.

Suiza

- Tras alcanzar a principios de marzo su máximo de varios años (EUR/CHF a la par), el franco se ha vuelto a debilitar un poco.
- En su escenario de referencia para 2022, el BNS asume ahora un crecimiento del PIB de alrededor del 2,5 %, mientras que anteriormente había estimado un 3 %.
- También ha duplicado su previsión de inflación para este año, hasta el 2,1 %, tras haber previsto previamente el 1 %.

La renta variable tendrá que repercutir en algún momento la desaceleración del crecimiento

En cierto modo, 2022 se está convirtiendo en la imagen opuesta al año 2020. Mientras que la Reserva Federal estimuló en 2020 de forma procíclica hacia una fuerte recuperación económica, este año está endureciendo también de forma procíclica la política monetaria hacia una desaceleración del crecimiento. También se observan otros contrastes en el mercado de materias primas (por ejemplo, precio negativo del petróleo en 2020 frente a la explosión del níquel en 2022).

Esperamos que las condiciones financieras se endurezcan aún más (de forma acusada) en el segundo y tercer trimestre. Es poco

probable que la Reserva Federal reciba señales de sus estadísticas (atrasadas) sobre el mercado laboral o la inflación que la lleven a reconsiderar en breve su postura de endurecimiento sin que los mercados financieros se rebelen.

- Ahora esperamos subidas de los tipos de interés en EE. UU. de 50 puntos básicos en mayo y junio, así como el inicio del endurecimiento cuantitativo (QT) en mayo.
- Al mismo tiempo, las perspectivas de los beneficios de las empresas se están ensombreciendo este año. Las revisiones de los beneficios globales de los analistas han pasado a ser negativas, lo que constituye una señal de que una recesión de los beneficios se convertirá en un riesgo para los mercados más adelante en este año.
- Según el *Bank of America*, en los últimos 60 solo ha habido cinco años en los que los beneficios han caído mientras los tipos de interés y la inflación han subido: en todos y cada uno de esos cinco años, la rentabilidad del S&P 500 fue negativa.
- La conclusión es que la historia muestra que las posibilidades de un "aterrizaje suave" de la Reserva Federal son escasas y que la probabilidad de una recesión en Estados Unidos es cada vez mayor.

A pesar de estas perspectivas negativas a medio plazo, en las últimas dos semanas hemos asistido a un fuerte repunte en contra de la tendencia.

- El repunte se vio alimentado por un sentimiento bajista extremo, las condiciones de sobreventa, la dinámica del mercado de opciones (coberturas que expiran) y el reajuste de fin de trimestre.

Debe tenerse en cuenta que los movimientos de las cotizaciones suelen afectar al sentimiento de mercado, y en los mercados actuales todo sucede mucho más rápido.

La actual justificación implícita del "FOMO" o temor a perderse algo en relación a la renta variable podría ser algo así: "Estamos en un entorno de estanflación, por lo que la renta variable es mejor que los activos de rendimiento negativo (tras descontar la inflación), como los bonos o el efectivo".

Sin embargo, creemos que esta mentalidad se pondrá en tela de juicio si la desaceleración del crecimiento toma carrerilla, lo

que actualmente creemos que ocurrirá a mediados o finales del segundo trimestre. Es probable que en ese momento confluyan varios factores negativos en el mercado, como la doble subida de los tipos de interés en 50 puntos básicos, el inicio de la QT, un pico de la inflación, los primeros indicios de destrucción de la demanda provocada por la crisis de materias primas y el debilitamiento de las previsiones de las empresas (presión sobre los márgenes).

Posicionamiento

Somos escépticos en cuanto a que el actual movimiento contrario resulte sostenible, ya que la mayoría de los impulsos negativos del mercado a medio plazo siguen intactos. Además, no hemos visto ninguna capitulación real en la renta variable. Las elevadas asignaciones a la renta variable muestran que los inversores a largo plazo y los minoristas no están preparados para los temores de recesión.

Creemos que el mercado crediticio será la clave que debemos observar para detectar cuándo se descuenta la ralentización del crecimiento en Estados Unidos.

- Si se mantienen las correlaciones habituales, el debilitamiento del ciclo crediticio hará que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo vuelvan a bajar en la segunda mitad del año.
- La historia también muestra que podemos esperar el siguiente rendimiento relativo tras la primera inversión de la curva de rendimiento:

Renta variable estadounidense > Resto del mundo; Growth > Value; Empresas grandes > pequeñas; IG > HY.

Para nosotros, la gestión de los riesgos sigue siendo una prioridad absoluta en este contexto. Desde octubre de 2021 venimos preparando gradualmente nuestras carteras para un periodo de alta volatilidad, reduciendo el crédito y la renta variable y aumentando el efectivo, el oro y las alternativas, y seguimos posicionados de forma defensiva.

No obstante, pueden surgir riesgos al alza para la renta variable si el crecimiento de los beneficios resulta mejor de lo esperado, si Occidente reanuda el "dinero helicóptero" o si China adopta medidas de estímulo inesperadamente sustanciales.

Gráfico

Ante la tendencia de inversión de la curva de rendimientos en Estados Unidos y los consiguientes temores económicos que la acompañan, los valores de calidad con balances sólidos vuelven a repuntar. Un índice de acciones con sólidos balances elaborado por Goldman Sachs ha superado a los valores con balances débiles en casi un 5 % desde el 14 de marzo.



Fuente: Goldman Sachs, Bloomberg

Fuentes: Bloomberg, Barclays, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Nordea, Goldman Sachs, The Market Ear, Credit Suisse, Bernstein, MacroCompass, Financial Times, Finanz und Wirtschaft, Reuters, Data Trek, Citigroup, Bank of America

Exoneración de responsabilidad

La información contenida en este documento constituye una comunicación comercial de Finad (Finad AG, Zurich; Finad GmbH, Viena o de Finad GmbH, sucursal Hamburgo). Este documento sirve sólo para fines informativos generales y es para uso personal del destinatario de este documento (llamado "Destinatario" a continuación). No representa ni una oferta ni una demanda por parte de Finad o a petición de la misma para la adquisición, firma, venta o devolución de inversiones o para la inversión en una estrategia comercial particular o la transacción de negocios en cualquier sistema legal. No representa una recomendación de Finad desde el punto de vista jurídico, contable o fiscal ni una garantía con respecto a la idoneidad o conveniencia de una estrategia, transacción o inversión particular para el receptor individual. La referencia a los resultados del pasado no se considerará como una indicación para el futuro. La información y los análisis que figuran en la presente publicación se han compilado a partir de fuentes que se consideran fiables y creíbles. Sin embargo, la Finad no garantiza su fiabilidad e integridad y declina toda responsabilidad por las pérdidas que se deriven de la utilización de esta información. Todas las opiniones y puntos de vista representan estimaciones que se aplicaban en el momento de la impresión; están sujetas a modificación en cualquier momento, por lo que no hay obligación de actualizarlas y comunicarlas. Antes de que los destinatarios tomen una decisión de inversión, transacción u otra decisión financiera, deben aclarar la idoneidad de esa inversión, transacción u otra empresa para su situación particular y comprobar independientemente (en cualquier caso con sus asesores profesionales) los riesgos especiales, así como las consecuencias reglamentarias, crediticias, fiscales y contables. El destinatario en cuestión es responsable de comprobar si tiene derecho, de acuerdo con la legislación aplicable en su país de residencia y/o su nacionalidad, a solicitar esta publicación para su uso personal, a que se le entregue y a utilizarla. Finad declina toda responsabilidad al respecto. La inversión en los fondos mencionados en este documento y/o en otros instrumentos financieros sólo debe hacerse después de haber leído y comprobado cuidadosamente el folleto de venta más reciente, el reglamento de los fondos, así como la información jurídica contenida en él y después de haber consultado previamente a su representante de clientes, así como - en la medida en que sea necesario - a su propio asesor jurídico y/o fiscal. El destinatario en cuestión es responsable de comprobar si tiene derecho, de acuerdo con la legislación aplicable en su país de residencia y/o su nacionalidad, a solicitar esta publicación. Ni el presente documento ni las copias del mismo pueden ser enviados a los Estados Unidos o llevados allí o distribuidos en los Estados Unidos o entregados a los ciudadanos estadounidenses.

La presente presentación no puede ser duplicada, ni en extracto ni en su totalidad, sin el permiso previo por escrito de Finad.

Para Suiza: Finad AG, Talstrasse 58, 8001 Zúrich (Suiza), es una sociedad anónima independiente especializada en servicios financieros y gestión de activos, establecida de conformidad con la legislación suiza, con sede en Zúrich y locales en la Talstrasse 58. La prestación de servicios financieros por parte de Finad está sujeta a la versión vigente del "Código de ética y conducta profesional suizo para el ejercicio de la gestión patrimonial independiente" de la Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) [Asociación Suiza de Gestores Patrimoniales, SAAM], reconocido por el Supervisor Federal de Mercados Financieros de Suiza (FINMA). Finad es miembro de la SAAM. La SAAM supervisa y controla a Finad en lo que respecta a la adhesión a los reglamentos suizos mencionados y a las disposiciones sobre blanqueo de dinero. Las quejas sobre Finad pueden dirigirse a la SAAM (<http://www.vsv-asg.ch>).

Para Austria: Finad GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, 1010 Viena, Austria (Finad Austria) es una empresa independiente de servicios financieros que se especializa en el asesoramiento de inversiones, la intermediación de inversiones y la gestión de activos (gestión de carteras financieras). La prestación de servicios financieros por Finad GmbH está sujeta a la supervisión de la Autoridad del Mercado Financiero de Austria (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (Austria) (www.fma.gv.at). Cualquier queja sobre Finad GmbH puede ser enviada a la FMA.

Finad GmbH y Finad Family Office GmbH, ambas Dorotheergasse 6-8/L/021, 1010 Viena, no están autorizadas a ejercer la abogacía ni a proporcionar asesoramiento fiscal o auditoría.

Para Alemania: Finad GmbH Deutschland, Schauenburgerstrasse 61, 20095 Hamburgo, Alemania es la sucursal alemana de Finad GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, 1010 Viena, Austria (Finad Austria). Finad es una empresa independiente de servicios financieros especializada en asesoramiento de inversiones, corretaje de inversiones y gestión de activos (gestión de carteras financieras). La prestación de servicios financieros por Finad está sujeta a la supervisión de la Autoridad Austríaca del Mercado Financiero (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena, Austria (www.fma.gv.at) y también de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Alemania y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Alemania (www.bafin.de). Cualquier queja sobre la Finad puede ser enviada a la FMA o a la BaFin.

© Copyright Finad - todos los derechos reservados.

FINAD

Financial Advisors | Since 1976