

Resumen ejecutivo

- › “No luchar contra la Fed” significa actualmente una orientación defensiva de la cartera en lugar de ofensiva.
- › Hasta ahora, la desaceleración del crecimiento que comenzó a mediados de 2021 ha sido relativamente lenta. Creemos muy probable que la desaceleración continúe hasta bien entrado el año 2023; ahora bien, el ritmo de la desaceleración constituye la gran incógnita para las perspectivas de los mercados financieros a medio plazo.
- › Nosotros suponemos que la ralentización económica se acelerará hacia el final del segundo trimestre. Es probable que esto cambie la narrativa del mercado, pasando de los “temores de inflación” a las “preocupaciones de crecimiento”, lo que llevaría a la ampliación de los diferenciales de crédito y crearía más dificultades en los mercados de valores.
- › Los cambios en las condiciones de liquidez preceden al ciclo económico, y los mercados se enfrentan ahora a un periodo de endurecimiento masivo de las condiciones de financiación. La fortaleza del dólar estadounidense ya lo está poniendo de manifiesto.
- › Los bonos estatales a largo plazo de EE. UU. están muy sobrevalorados, por lo que podrían iniciar un movimiento contrario en cualquier momento y deberían tener un buen comportamiento en nuestro escenario bajista. Tenemos la intención de construir una posición en varios pasos.

Alta volatilidad en la mayoría de clases de activos

- El empeoramiento de las condiciones de liquidez suele provocar un aumento de la volatilidad en las distintas clases de activos. De hecho, hemos visto estallidos de volatilidad en los bonos, las materias primas y, más recientemente, las divisas y la renta variable.
- Parece que, en las últimas semanas (antes de las recientes ventas), los mercados de renta variable y de crédito estaban repercutiendo algún tipo de “aterrizaje suave”, mientras que el mercado de bonos ha estado indicando que esto era poco probable, ya que la Fed está endureciendo las condiciones de forma procíclica en un entorno de crecimiento debilitado.
- Las estimaciones de consenso sobre el crecimiento del PIB han bajado desde principios de año (el PIB real de EE. UU. en 2022 ha pasado del 4 % al 3,2 %), pero en nuestra opinión siguen siendo demasiado elevadas.

Evolución de los mercados

Mundo

- Tras unos días de fuertes ventas, los mercados de renta variable en general vuelven a estar en territorio de corrección, con caídas de más del 10 % con respecto a los máximos.

- La Fed está decidida a endurecer las condiciones financieras para combatir los indicadores de inflación rezagados por el lado de la demanda.
- El presidente de la Fed, Powell, ha calificado recientemente el mercado laboral estadounidense de “poco saludable” y “en excesiva ebullición”.
- Esto significa que la Fed acepta (¿o incluso desea?) la volatilidad del mercado de valores y la caída de los precios de las acciones.
- A esto se une que las condiciones macroeconómicas en China se han deteriorado: según Nomura, alrededor del 40 % del PIB está actualmente bloqueado. Desgraciadamente, las medidas de estímulo aún no tienen el alcance necesario para iniciar una rápida mejora.

Europa

- En Francia, el presidente proeuropeo Emmanuel Macron ha ganado un segundo mandato de cinco años.
- Sin embargo, su victoria sobre Marine LePen solo ha promovido ganancias a corto plazo para el euro.
- El euro se enfrenta al riesgo de recesión ante la guerra de Ucrania, una crisis energética, la interrupción de las cadenas de suministro chinas y un BCE que reacciona de forma relativamente lenta habida cuenta de estos riesgos.

Suiza

- Por primera vez desde 2015, los tipos de interés en Suiza podrían volver a subir en un futuro próximo.
- Actualmente, existe un amplio consenso entre los analistas sobre el orden en que los bancos centrales subirán los tipos de interés. El BNS es el que tiene más margen de maniobra (ya que tiene la tasa de inflación más baja) y puede esperar a que el BCE actúe primero (posiblemente en septiembre).

¿Un endurecimiento rápido de la política monetaria en una desaceleración del crecimiento?

La renovada preocupación por el crecimiento en China y la corrección de los precios de algunas materias primas podrían señalar el inicio de la transición que esperamos de la preocupación por el crecimiento a la preocupación por la inflación.

- La reciente medida de emergencia del banco central chino de recortar el coeficiente de reservas obligatorias para los depósitos de divisas en 100 puntos básicos, hasta el 8 %, ha frenado por el momento la rápida depreciación del CNY frente al USD. Una mayor depreciación del yuan podría

provocar un choque deflacionario (similar al de agosto de 2015).

- Desgraciadamente China, que carece de vacunas de ARNm de alta calidad, parece estar atrapada en su "política de Covid cero" y, por tanto, dispuesta a sacrificar gran parte de su potencial de crecimiento a corto plazo. Se trata de una evolución que no esperábamos y que está teniendo un claro impacto negativo en la demanda mundial.
- El estímulo está aumentando (el Shibor a 3 meses, nuestra medida preferida de la disponibilidad de crédito en China, ha estado cayendo desde principios de abril), pero aún no ha alcanzado la cantidad crítica.
- La conclusión es que el impacto positivo asíncrono de China sobre el crecimiento mundial que habíamos previsto se está retrasando.

La reciente ola de volatilidad en la renta variable vino acompañada de la aparentemente repentina toma de conciencia por parte de los mercados de renta variable de que el FOMC quiere efectivamente endurecer las condiciones de liquidez de forma muy agresiva.

- El problema es que mayores precios de las acciones implican unas condiciones financieras más laxas, lo que actualmente va en contra de los objetivos de la Fed.
- Incluso antes de la reciente venta, hemos observado un rendimiento inferior en las áreas del mercado sensibles a la coyuntura, mientras que en las áreas defensivas las valoraciones incluso han subido (nos hemos beneficiado de ello a través de un ETF de baja volatilidad).
- Esto sugiere que, al menos subliminalmente, el mercado de valores lleva tiempo preocupado por la subida de los tipos de interés y la ralentización del crecimiento.

Una novedad son las fuertes salidas de capital en las últimas dos semanas (las más fuertes desde marzo/abril de 2020, según el Deutsche Bank). Aunque es demasiado pronto para determinar si se trata de una nueva tendencia, esto parece indicar que la idea de que "la renta variable constituye una mejor cobertura contra la inflación", que impulsó fuertes flujos de entrada en la renta variable tanto entre los inversores minoristas como entre los institucionales, probablemente ya no sea válida.

Posicionamiento

La resiliencia y la diversificación de la cartera son cruciales en el actual entorno de mercado. Para nosotros, esto implica infraponderar la renta variable y los bonos corporativos, y sobreponderar el efectivo, el oro y las alternativas.

También tenemos previsto crear gradualmente una posición en bonos del Estado de EE. UU. de largo plazo.

- Creemos que la inversión de larga duración está fuertemente sobrevendida a corto plazo y debería empezar a rendir a medio plazo si nuestra hipótesis de base de una desaceleración del crecimiento resulta correcta.
- Además, la experiencia ha demostrado que los rendimientos de los bonos a largo plazo han disminuido tras el fin de los programas de QE o el inicio de QT.

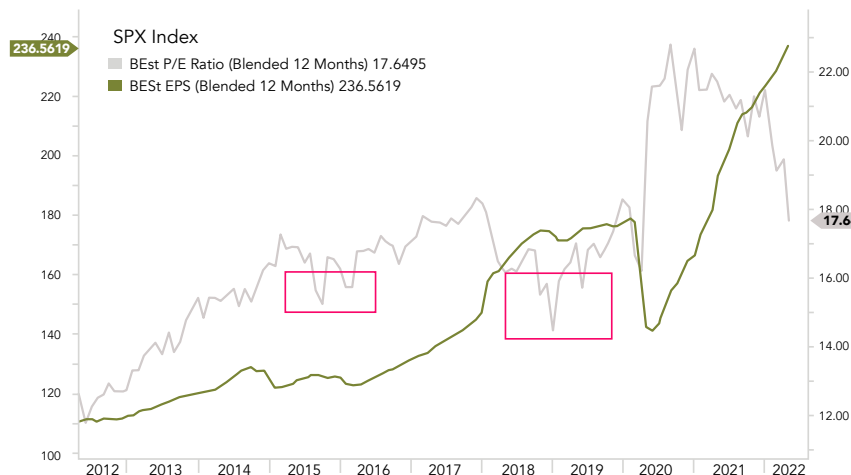
¿En qué podría fallar nuestra postura defensiva? (Consideramos que son posibles desviaciones de nuestra hipótesis de base).

- La aceleración de la ralentización del crecimiento podría retrasarse o no materializarse mientras la inflación se enfría rápidamente, permitiendo a la Fed adoptar una política menos agresiva (básicamente una transición a "Ricitos de Oro").
- Recientemente, hemos observado sorpresas positivas en los índices de confianza de los consumidores y en los PMI, lo que sugiere que es posible que se produzca este retraso hasta la segunda mitad del año. Por lo tanto, estamos abiertos a esta evolución, pero la consideramos poco probable.
- Los beneficios empresariales podrían ser mucho mejores de lo esperado. Sin embargo, la temporada de resultados del primer trimestre ha sido mediocre hasta ahora y las revisiones de los beneficios de los analistas apuntan a la baja.
- Un resurgimiento de la narrativa "TINA" podría absorber la liquidez restante en la renta variable, pero esto probablemente llevaría a un posicionamiento aún más inestable de los inversores.

Gráfico

La ralentización del crecimiento en 2016 y 2018 hizo que los PE a 12 meses del S&P 500 cayeran a 15-16. Un PE a futuro de 16 (sin cambiar las estimaciones de beneficios) implicaría un nivel del índice en torno a 3.750 para empezar a incrementar de nuevo gradualmente las posiciones de renta variable.

¿Dónde podrían encontrar apoyo las valoraciones de la renta variable?



Fuente: 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