

Resumen ejecutivo

- El S&P 500 (+9,2% en USD) y el Bloomberg US Aggregate Bond Index (+2,1 % en USD) tuvieron su mejor mes desde noviembre y julio de 2020 respectivamente.
- La subida fue impulsada por los compradores sistemáticos y por la incipiente esperanza de un cambio de dirección de la política monetaria de la Fed, que se aleja de la "lucha contra la inflación" acercándose al "rescate del crecimiento".
- Esto se refleja en la rápida disminución de las subidas de tipos esperadas, el aumento de las expectativas de recortes de tipos y el desplome de los rendimientos reales, que han vuelto a impulsar las valoraciones de los activos de riesgo.
- En nuestra opinión, "no luchar contra la Fed" sigue significando seguir a la defensiva, ya que la flexibilización de la liquidez desencadenada por el rebote probablemente no vaya a durar demasiado (ya que es probable que la Fed se resista).
- Aun así, el "pain trade" parece más alto en este momento, con una sólida resistencia en el S&P 4.200.

¿Repunte del mercado bajista o punto de inflexión?

Un viejo proverbio de Wall Street dice: "Los mercados tocan fondo cuando dejan de caer por las malas noticias". Aunque creemos que esta sentencia resultará correcta a medida que continúe este mercado bajista, no creemos que se den actualmente las condiciones para crear un fondo sostenible.

Realmente, ha habido muchas malas noticias:

- La capacidad de Nordstream 1 se ha reducido al 20 % y Europa sigue abocada a una grave crisis energética.
- EE. UU. se encuentra en una "recesión técnica", con datos que hacen cada vez más probable una recesión "real".
- China se aferra a la "política de Covid cero" y no estimula lo suficiente ante una posible crisis inmobiliaria/bancaria.

Evolución de los mercados

Mundo

- Aunque la Fed ha abandonado su orientación futura y ha confirmado la desaceleración económica, ve más riesgos en "intervenir demasiado poco" (en términos de inflación) que en "intervenir demasiado" (es decir, endurecer demasiado la política monetaria).
- La temporada de resultados del segundo trimestre en EE. UU. ha sido mixta hasta ahora, pero debemos remarcar que ha sido salvada por el sector energético y las grandes

empresas tecnológicas. Hay que tener en cuenta que los beneficios se presentan en términos nominales (es decir, sin tener en cuenta la inflación). Las estimaciones de beneficios a futuro siguen cayendo a un ritmo inusualmente rápido.

- El número de empresas que han pospuesto o cancelado sus planes de financiación ha aumentado considerablemente. Las operaciones que no se materializaron, incluidas las OPV, los bonos, los préstamos y las adquisiciones, ascienden a más de 254.000 millones de dólares.

Europa

Según Barclays, si la inflación alcanza su punto máximo en septiembre, Italia tendrá que pagar unos 10.000 millones de euros más en concepto de compensación por inflación el próximo año, el doble que en 2021.

Composición de la deuda italiana:

- 10 % indexado a la inflación
- 6,6 % tipo variable

En base a los actuales tipos de interés del mercado, esta carga no es lo suficientemente grande como para plantear graves problemas de viabilidad, "siempre que la posición política presupuestaria de Italia vuelva a la senda conservadora".

Suiza

- A pesar de un ligero descenso, el índice de gestores de compras (PMI) del sector manufacturero se mantuvo en julio a un nivel elevado, lo que sigue siendo una señal de crecimiento en los próximos meses.
- El subindicador de la cartera de pedidos, en cambio, perdió 7,8 puntos en julio y, con 52,9 puntos, ya no está lejos del umbral de crecimiento.
- Así, a diferencia de la zona euro, el PMI suizo no está en contracción actualmente. Sin embargo, hay indicios de que la economía suiza también se está enfriando.

Las esperanzas de un inminente giro dovish de la Fed impulsan las valoraciones de la renta variable

La cuestión es si el mercado interpretó correctamente las declaraciones de Powell en términos de un posible giro dovish precoz.

Según reputados observadores de la Fed, las declaraciones de Powell no indican un giro o una pausa en los tipos de interés. Al igual que nosotros, los comentaristas (por ejemplo, Dudley, Ackman, El-Erian) ven una discrepancia entre las observaciones de Powell y la reacción de los mercados.

En la medida en que la Reserva Federal sigue teniendo la intención de controlar la inflación, la relajación de las condiciones financieras es lo último que quiere (aunque esto es exactamente lo que ocurre cuando los mercados de valores

suben). Si la Fed no opone resistencia a esta nueva narrativa, ello se interpretará como una confirmación implícita.

El mercado espera esencialmente que la inflación se disipe rápidamente para que la política acomodaticia "Fed Put" pueda volver a entrar en juego. El problema, sin embargo, en nuestra opinión, es que un rápido descenso de la inflación iría muy probablemente acompañado de otro fuerte descenso del crecimiento económico (es decir, de una recesión real). Esto, a su vez, perjudicaría a la renta variable incluso antes de que la Fed acuda finalmente al rescate. En cualquier caso, el actual comportamiento complaciente de los mercados nos parece prematuro.

Sin embargo, sabemos que nunca se puede apreciar un fondo en tiempo real. ¿Y si este hubiera sido el fondo del S&P 500?

Esto significaría lo siguiente (fuente: Kobeissi Letter y BofA):

- El mercado bajista habría sido entonces 4 meses más corto que un mercado bajista medio
- El mínimo habría sido un 12 % mayor que en un mercado bajista medio
- Sería el fondo más rápido surgido en un entorno de subida de tipos de la Fed
- Sería la primera vez que un mercado bajista forma un mínimo sin que el índice de volatilidad del mercado haya subido previamente por encima de 45
- Los mercados bajistas históricos terminaron solo después de que la Fed empezara a recortar los tipos.

Para encontrar un fondo en una recesión "real", las condiciones han sido históricamente aún más difíciles:

- En el fondo de un mercado bajista durante una recesión, la tasa de desempleo en EE. UU. ya había subido al menos 1,3 puntos porcentuales (actualmente aún no se ha movido).
- El PMI manufacturero del ISM estaba por debajo de 44 (actualmente en 52,8)
- La mediana de la caída del beneficio por acción de las NTM fue de un ~11 % respecto al máximo (actualmente solo un ~1 %)

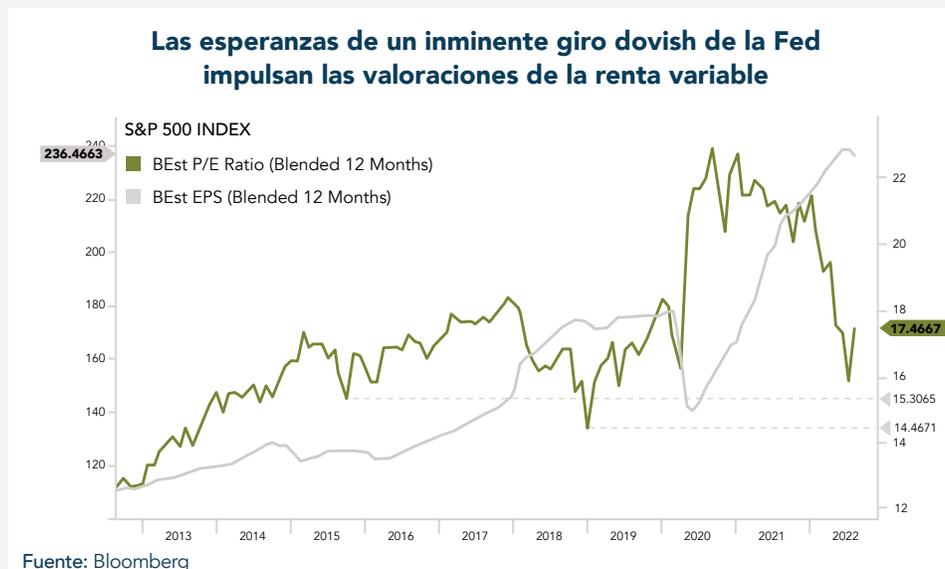
Por lo tanto, nos mantenemos en nuestra hipótesis de base de que el mercado bajista aún no ha terminado. No obstante, por supuesto estamos abiertos a un cambio en esta evaluación y continuamos siguiendo los datos.

Posicionamiento

- Seguimos observando un entorno peligroso para los activos de riesgo. La preservación del capital sigue siendo fundamental y la gestión del riesgo es una prioridad absoluta. Por tanto, seguimos infraponderando la renta variable y el riesgo crediticio y sobreponderando la liquidez, el oro y las inversiones alternativas.
- Reiteramos nuestra opinión del boletín de junio de que, para la segunda mitad del año, esperamos una disminución del crecimiento, de la inflación y de los rendimientos. El mercado parece estar ahora de acuerdo con esto, pero en nuestra opinión se apresura a declarar resuelto el problema de la Fed y la inflación.
- En general, este entorno favorece a los valores Quality Growth (especialmente a las grandes empresas tecnológicas) en términos relativos si el mercado bajista aún no ha finalizado, pero también si el actual entorno de "Ricitos de Oro" continúa durante un tiempo.
- Mantenemos nuestro plan de aumentar gradualmente nuestra exposición a la renta variable hasta un nivel predefinido en el que el mercado global se valoraría de forma atractiva según nuestro escenario base de desaceleración económica. Nuestro primer límite se alcanzó con el mínimo de junio. Los próximos límites para el S&P500 están en el rango de 3550 - 3350. A estos niveles, reduciríamos nuestra actual infraponderación, pero seguiríamos posicionándonos con cautela.

Gráfico

El desplome de los tipos de interés reales ha hecho que las valoraciones a futuro vuelvan a subir. Obsérvese que la relación precio-beneficio a 12 meses del S&P 500 (en verde) nunca ha alcanzado los mínimos de la corrección anterior. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios del S&P 500 (en gris) hasta ahora solo han disminuido ligeramente (creemos que es necesario seguir ajustando a la baja)



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, The Kobeissi Letter

Exoneración de responsabilidad

La información contenida en el presente documento representa una comunicación comercial de FINAD (FINAD AG, Zurich; FINAD GmbH, Viena o FINAD GmbH, sucursal de Hamburgo). El presente documento sirve únicamente para fines de información general y para el uso personal del destinatario del presente documento (en lo sucesivo, el «destinatario»). No constituye una oferta vinculante ni un requerimiento por parte de FINAD o en su nombre para adquirir, suscribir, vender o devolver inversiones o para invertir en una estrategia comercial determinada o para realizar cualquier otra transacción en cualquier ordenamiento jurídico. No constituye una recomendación de carácter jurídico, contable o fiscal por parte de FINAD ni una garantía en lo que se refiere a la adecuación o conveniencia de una estrategia de inversión, transacción o inversión determinada para el beneficiario individual. La referencia a resultados pasados no debe interpretarse como una indicación del futuro. La información y el análisis contenidos en la presente publicación han sido recopilados de fuentes consideradas fiables y creíbles. Sin embargo, FINAD no garantiza su fiabilidad o integridad y renuncia a toda responsabilidad por pérdidas derivadas del uso de esta información. Todas las opiniones y puntos de vista constituyen valoraciones válidas en el momento de su publicación; están sujetos a cambios sin previo aviso y no existe obligación de actualizarlos o comunicarlos. Antes de tomar cualquier decisión de inversión, transacción o de cualquier otra índole financiera, deberá determinar la idoneidad de dicha inversión, transacción o negocio de otra índole para sus circunstancias particulares y analizar de forma independiente (en todo caso, con sus asesores profesionales) los riesgos particulares y las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables. Será responsabilidad de los beneficiarios verificar si tienen derecho a solicitar, recibir y utilizar esta publicación para su uso personal en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. FINAD no asumirá ningún tipo de responsabilidad al respecto. Las inversiones en los fondos y otros instrumentos financieros mencionados en el presente documento únicamente deberán realizarse tras haber leído y revisado detenidamente el último folleto de oferta de venta, el reglamento del fondo, así como la información jurídica incluida en este, y tras haber consultado previamente a su asesor de clientes y –en caso necesario– a su propio asesor legal y/o fiscal. Será responsabilidad de los beneficiarios comprobar si tienen derecho a solicitar y recibir los documentos correspondientes del fondo en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. Ni el presente documento ni ninguna copia de este podrán ser enviados o llevados a Estados Unidos, ni distribuidos en este país, ni entregados a personas estadounidenses.

Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento sin el consentimiento previo por escrito de FINAD.

Para Suiza: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zúrich, Suiza, es una sociedad anónima e individual especializada en servicios financieros y administración de activos, fundada según el derecho suizo. FINAD está afiliada al Organismo Autorregulador SRO AOOS. FINAD también está afiliada a la OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>). Las reclamaciones dirigidas a FINAD pueden ser presentadas ante la SRO AOOS o la OFS.

Para Austria: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Viena, Austria, es una empresa de inversión de conformidad con el artículo 3 de la Ley austriaca de supervisión de los valores de 2018 (Wertpapieraufsichtsgesetz 2018, WAG 2018) y, como tal, está autorizada a prestar los servicios de asesoramiento en inversiones, gestión de carteras y aceptación y transmisión de órdenes, en cada caso en lo que se refiere a instrumentos financieros. FINAD no está autorizada a prestar servicios que impliquen la retención de dinero, valores u otros instrumentos de los clientes. FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA.

Para Alemania: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburgo, Alemania, es la sucursal alemana de FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Viena, Austria. FINAD es una empresa independiente de servicios de valores especializada en el asesoramiento en materia de inversión, la intermediación en inversiones y la gestión de patrimonios (gestión de carteras financieras). La prestación de servicios de valores por parte de FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at) y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA o la BaFin.

FINAD no está autorizada a ejercer actividades de abogacía, de asesoramiento fiscal o de auditoría.

© Copyright FINAD. Todos los derechos reservados.

FINAD

Financial Advisors | Since 1976