

## Resumen ejecutivo

- › Por primera vez desde 2008/09, el índice S&P 500 se enfrenta a su tercer trimestre consecutivo de pérdidas.
- › Creemos que los mercados se han percatado finalmente de que el proceso de desinflación no será tan rápido y lineal como esperaban en verano.
- › Dada la reciente agitación en los mercados de bonos, la afirmación “La Fed seguirá subiendo los tipos hasta que algo se rompa” está ahora más vigente que nunca.
- › En nuestra opinión, el largo período de tensión del mercado de financiación en dólares y del Tesoro estadounidense obligará tarde o temprano a la Reserva Federal a cumplir su mandato de estabilidad financiera y a abandonar el endurecimiento cuantitativo y la reducción del balance. Un punto de inflexión de este tipo en el ciclo de liquidez tendría, en nuestra opinión, un impacto positivo sostenido sobre los activos de riesgo, aunque el momento en que se producirá es, por supuesto, incierto.
- › A finales de septiembre, el sentimiento del mercado era extremadamente negativo, lo que alentó otra subida. Sin embargo, no hay que olvidar que los repuntes fuertes y bruscos son característicos de los mercados bajistas, no de los alcistas.

## La pesadilla del 60/40

Cada vez es más probable un “aterrizaje forzoso” en EE. UU. a tenor del dilema de la inflación de la Reserva Federal.

Sin embargo, los recientes y sólidos datos sobre el consumo en EE. UU. parecen estar retrasando una pronunciada desaceleración del crecimiento. Las encuestas a las empresas muestran que los plazos de entrega y los costes de transporte están disminuyendo y que se están reponiendo las existencias. Por lo tanto, es probable que la inflación de los bienes estadounidenses siga disminuyendo.

Se espera que la recesión en gran parte de Europa, a partir del cuarto trimestre, sea el escenario base.

A grandes rasgos, observamos que la política fiscal (Spending) y la política monetaria (Tightening) van en direcciones opuestas en muchos países desarrollados, lo que somete a los mercados mundiales de divisas y de bonos a considerables tensiones.

## Evolución de los mercados

### Mundo

En términos de activos cruzados, la renta variable y la renta fija nunca han bajado durante tres trimestres consecutivos (los datos se remontan a la década de los setenta).

Además, la correlación entre la renta variable y la renta fija ha sido mayor en los últimos dos años que en cualquier otro momento desde el período entre 1993 y 1995.

Los resultados del segundo trimestre fueron mejores de lo que se temía.

- ¿Pasará lo mismo con los resultados en el tercer trimestre? La economía mundial está ahora en peor forma que en el segundo trimestre, con un 53 % de los PMI mundiales actualmente por debajo de 50, frente al 23 % del segundo trimestre.
- La tendencia a corto plazo de las estimaciones de beneficios de las empresas del S&P 500 es claramente negativa justo antes de que comience de la temporada de presentación de balances del tercer trimestre.

A finales de septiembre, varios indicadores técnicos y de sentimiento señalaban la posibilidad de un nuevo repunte.

- Por ejemplo, en lo que va de año, la media de 5 días del índice de volatilidad del mercado por encima de 30 ha sido suficiente para marcar un mínimo a corto plazo en los mercados de valores (@31,9 a 30/09/2022)

## Europa

En septiembre, la inflación en la eurozona volvió a ser superior a la prevista. La tasa anual pasó del 9,1 % al 10,0 %, marcando un nuevo récord. La inflación del sector energético pasó del 38,6 % al 40,8 %; la de los alimentos, incluidos el alcohol y el tabaco, del 10,6 % al 11,8 %; la de los bienes industriales del 5,1 % al 5,6 % y la de los servicios del 3,8 % al 4,3 %.

## Suiza

Los índices de gestores de compras de los sectores manufacturero y servicios señalaron un crecimiento continuo de la economía suiza en septiembre. El índice del sector manufacturero incluso ha detenido su tendencia a la baja por el momento y ha subido sorprendentemente por primera vez después de cinco descensos consecutivos. El indicador de actividad mejoró de 56,4 a 57,1 puntos.

## ¿La inestabilidad del mercado obligará a la Fed a actuar?

Echando la vista atrás, acertamos al afirmar que, a pesar del rápido repunte veraniego, aún se avecinaban nuevos mínimos del mercado bajista. Los mercados han comprendido ahora que no cabe esperar un pronto cambio de rumbo de la política monetaria por la rápida desaparición de la inflación. Sin embargo, esto también significa que las nuevas sorpresas negativas en los datos de inflación secuencial (MoM) podrían tener menos impacto en los mercados financieros, siempre que las expectativas de inflación de los consumidores se mantengan ancladas.

La Fed lucha contra la inflación y también contra la pérdida de su credibilidad. Está claro que teme relajarse demasiado pronto, como hizo a principios de los ochenta, cuando se precipitó al reducir los tipos de interés ante una desaceleración para luego tener que subirlos de forma aún más agresiva cuando la inflación se mostró obstinada. El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha declarado en repetidas ocasiones que quiere llevar toda la curva de rendimiento de Estados Unidos a una franja de rendimiento real positivo. A corto plazo, el obstáculo es la tasa del PCE básico, que fue del 4,9 % interanual en agosto. Aunque se espera que esta tasa baje, su declaración implica un objetivo para la tasa de los fondos federales muy por encima del 4 %, lo que va en contra de los activos de riesgo y la economía. Esto se vio reforzado por las previsiones económicas del FOMC de septiembre, que fueron inusualmente claras para la Reserva Federal al señalar una posible recesión inminente en Estados Unidos.

El aumento de la volatilidad y el endurecimiento de las condiciones de liquidez son los objetivos actuales de los bancos centrales para luchar contra la inflación y, por tanto, no son en sí mismos un motivo para cambiar de rumbo en la política monetaria. Pero un endurecimiento demasiado rápido o demasiado agresivo puede romper los mercados financieros. Por ejemplo, el Bloomberg Financial Conditions Index ha alcanzado nuevos mínimos y el índice DXY ponderado en función del comercio ya ha alcanzado niveles históricos de intervención (por ejemplo, los del Acuerdo del Plaza de 1985).

A tenor de todo esto, ¿las medidas de emergencia del Banco de Inglaterra para rescatar los fondos de pensiones británicos fueron solo un presagio? En general, el listón para la intervención de la Fed es, en cualquier caso, alto, ya que la inflación sigue siendo el marco de referencia. Sin embargo, la compra ad hoc de deuda pública británica a largo plazo por parte del Banco de Inglaterra apunta a una cosa: los mercados de deuda pública deben permanecer estables a toda costa. Obsérvese que los fondos de pensiones de Estados Unidos, de forma similar a sus equivalentes en el Reino Unido, también

juegan un papel clave en los swaps de tipos de interés (según un documento del BPI de 2018).

La conclusión es que ahora sabemos que, en última instancia, probablemente habrá un respaldo para los mercados si la estabilidad financiera corre peligro, lo que implica que los Bonos del Estado podrían volver a actuar como activos de huida hacia la seguridad.

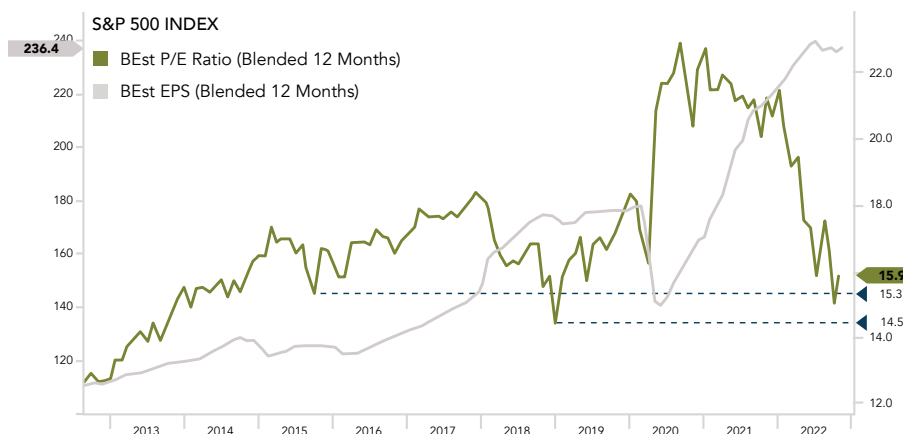
## Posicionamiento

- En nuestra opinión, “no luchar contra la Fed” sigue significando estar a la defensiva. Esto cambiaría (y posiblemente se invertiría) si la creciente inestabilidad del mercado obligara a la Fed a intervenir.
- Por ejemplo, algunos analistas ya esperan una acción coordinada para suavizar las condiciones de financiación del dólar en la reunión del G20 de mediados de noviembre. En cualquier caso, una crisis de liquidez puede descontrolarse mucho más rápido que una crisis de inflación.
- En este contexto, cabe mencionar que la oferta monetaria mundial de dólares está cayendo con rapidez. Según Morgan Stanley, en la actualidad (Estados Unidos, China, la eurozona y Japón juntos) se encuentra unos 4 billones de dólares por debajo de su máximo. A la vista de esta evolución, parece probable que antes o después la Fed cambie de rumbo y lo único que falta saber es cuándo. Sin embargo, probablemente solo podremos reconocer el punto de inflexión del ciclo de liquidez una vez que se haya producido.
- Por lo tanto, continuamos con nuestras compras escalonadas en los mercados de valores (ya hemos comprado en tres etapas desde junio de este año), con lo que deberíamos obtener una ponderación neutra y reducir aún más nuestra todavía elevada posición de efectivo.

## Gráfico

El S&P 500 y sus múltiplos de valoración han bajado de nuevo tras el repunte del verano. En septiembre, ambos cayeron a nuevos mínimos del año. Obsérvese que la relación precio-beneficio a 12 meses del S&P 500 (en verde) ha alcanzado ya brevemente los niveles de apoyo de anteriores correcciones. Sin embargo, la gran pregunta sigue siendo cómo evolucionarán los beneficios de las empresas (en gris).

### Los múltiplos de valoración del S&P 500 se acercan a las zonas de respaldo histórico



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, Bernstein, Piper Sandler, Pictet,

## 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](http://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](http://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](http://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