

Resumen ejecutivo

- › El año 2023 ha comenzado mucho mejor de lo que la mayoría (incluidos nosotros) esperaba y el ambiente ha virado radicalmente hacia un aterrizaje suave.
- › Mientras que los indicadores fundamentales se deterioran (los indicadores de previsión siguen cayendo y es posible que se haya iniciado una recesión de beneficios con los resultados del cuarto trimestre de 2022), los mercados reflejan un entorno de "Ricitos de Oro".
- › El discurso de Powell en su conferencia de prensa de febrero fue incoherente e hizo poco por abordar la relajación de las condiciones financieras.
- › Históricamente, no sería inusual una fase temporal de "Ricitos de Oro" antes de una recesión. Actualmente, los principales motores son la desinflación, la reapertura de China y los mecanismos de liquidez temporalmente favorables relacionados con el techo de la deuda estadounidense.
- › Seguimos creyendo que el posible aterrizaje brusco no se ha descontado en las expectativas de beneficios, los diferenciales de crédito o los índices de renta variable. Además, ahora abundan los signos de optimismo excesivo y FOMO.
- › La renta variable, la renta fija y el oro podrían repuntar juntos, siempre que la Reserva Federal no dé marcha atrás ni se produzcan datos económicos atípicos, pero nuestra previsión de un aterrizaje brusco implica que, en última instancia, solo el oro y la renta fija sostendrán el repunte.

¿Ricitos de oro? Los mercados ya no creen a Powell

- Este repunte se debió a un reposicionamiento tras las ventas por pérdidas fiscales de diciembre, las estrategias sistemáticas y la cobertura masiva de posiciones cortas.
- Está liderado por los perdedores del año pasado, como las Big Tech, pero aún más por las acciones tecnológicas con una Beta alta no rentables: el infame Ark Innovation ETF ha subido en lo que va de año un 42 % en USD a 02/02/2023.
- Las condiciones financieras se han relajado masivamente. El índice Bloomberg de condiciones financieras de EE. UU. ha vuelto a niveles anteriores a la invasión de Ucrania.
- Más del 80 % de los valores del NYSE Composite están por encima de la media móvil de 50 días. La última vez que esto ocurrió fue en agosto de 2022. En aquel entonces, después el índice cayó un 16 % hasta octubre.

Evolución de los mercados

Mundo

- Observamos unos datos macroeconómicos débiles en Estados Unidos (ISM, ventas al por menor, índice adelantado) y el Reino Unido, y cifras más dispares en Europa.
- Como se esperaba, la Reserva Federal subió el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, aumentando el rango objetivo de la tasa de interés de fondos federales al 4,50-4,75 %.
- Ante la pregunta por la fuerte relajación de las condiciones financieras, que podría dificultar al banco central la tarea de frenar la elevada inflación, Powell no se mostró especialmente preocupado. Sin embargo, reiteró que no consideraba apropiado recortar los tipos de interés en 2023. Obviamente, los mercados no le creen y ya esperan recortes de los tipos de interés de 50 puntos básicos en el segundo semestre del año, partiendo de un máximo de alrededor del 5 % en junio de 2023.

Europa

- El BCE subió el tipo de interés oficial 50 puntos básicos y se ha comprometido a una nueva subida de 50 puntos básicos en marzo, tras lo cual revisará su postura.
- El desplome de los precios del gas ha eliminado el riesgo de una inminente crisis energética en Europa y ha reducido la inflación general. Sin embargo, la inflación subyacente se mantiene en máximos históricos.
- La economía de la eurozona creció ligeramente, un 0,1 %, en el 4.º trimestre del año pasado, en contra de lo previsto y a pesar del descenso del PIB en Alemania.

Suiza

- El índice de gestores de compras del sector manufacturero cayó significativamente en enero, situándose por debajo del umbral de crecimiento de 50 puntos por primera vez desde julio de 2020. En comparación con el mes anterior, el índice bajó de 54,5 a 49,3 puntos. Las expectativas de consenso, que llegaron a partir de un aumento hasta los 54,8 puntos, se vieron así masivamente rebajadas. Todos los subcomponentes bajaron en comparación con el mes anterior.

Los aterrizajes duros suele parecer suaves al principio

El presidente de la Fed, Powell, tuvo la oportunidad de abordar agresivamente el repunte del mercado de renta variable, el exceso de confianza de los inversores y la relajación de las condiciones financieras. En lugar de ello, se limitó a transmitir un matizado mensaje agresivo.

Como resultado, el repunte de la renta variable está provocando de nuevo que muchos inversores abandonen su disciplina fundamental por miedo a perderse algo (FOMO) y depositen sus

esperanzas en un ciclo de relajación que se iniciará a finales de este año con un aterrizaje suave. Mientras tanto, los bancos centrales y los inversores europeos y asiáticos esperan que estas regiones puedan “desvincularse” de los acontecimientos en Estados Unidos.

Como hemos dicho muchas veces, la transición entre el miedo a la inflación y el miedo a la recesión suele durar algunos trimestres y normalmente viene acompañada de repuntes de varios meses.

El problema es que prácticamente todas las recesiones comienzan con un aterrizaje suave, pero no todos los aterrizajes suaves terminan en recesión.

Los inicios de una recesión suelen confundirse con un aterrizaje suave:

1. El mercado laboral se debilita, pero aún no tanto como para que se pierdan puestos de trabajo.
2. Los beneficios empresariales disminuyen, pero aún no hasta el punto de parecer negativos en términos interanuales.
3. La inflación baja, pero aún no hasta el punto de entrar en recesión.

Si observamos la actual temporada de resultados, ya vemos claros signos de debilidad. Según Morgan Stanley, los costes están aumentando más deprisa que los ingresos en aproximadamente el 80 % de los grupos industriales del S&P 500. En consecuencia, se intensifica la presión sobre los márgenes. La actual temporada de resultados podría provocar un crecimiento interanual negativo del BPA por primera vez desde la recesión provocada por la Covid. Los márgenes EBIT para 2023 ya han caído un 1,2 % en el S&P 500 desde finales del año pasado.

Tras las reuniones de los bancos centrales, también se han producido grandes retrocesos en el mercado de divisas, mientras que el dólar estadounidense gana fuerza. Si esto continúa (aunque aún es demasiado pronto para saberlo), podría señalar el final de la relajación de las condiciones financieras que comenzó en octubre del año pasado.

BNP Paribas recuerda en un reciente informe que la última vez que el NASDAQ subió más de un 10 % en enero fue en 2001 (tras un año previo flojo). Durante el resto de 2001, el NASDAQ cayó más de un 50 %. Aunque no somos tan negativos, seguimos partiendo de la base de que es probable que se produzca un aterrizaje brusco en EE. UU. y que aún no se ha reflejado en los mercados: las primas de riesgo de la renta variable son demasiado bajas en los niveles actuales.

Posicionamiento

- Observamos mejoras para los activos de riesgo (desinflación; evitación de la crisis energética en Europa; reapertura en China; probable pausa de la Fed en el 2T, lo cual esperábamos desde hace tiempo; apoyo temporal a la liquidez por el techo de deuda estadounidense). Existe una forma de controlar la inflación sin que se produzca un descenso drástico de la actividad económica. Sin embargo, en nuestra opinión, se trata de un camino muy estrecho. Los mercados, por su parte, están asumiendo plenamente esta estrecha trayectoria, lo que los hace vulnerables a un nuevo movimiento a la baja que podría comenzar ya en el primer trimestre.
- La realidad es que la Fed sigue llegando a los 95 000 millones de dólares al mes de ajuste cuantitativo y es improbable que recorte los tipos sin un aterrizaje brusco. Además, la ralentización del crecimiento ha vuelto a acelerarse recientemente. También existen riesgos claros de que la inflación se dispare en los próximos meses y de que la economía estadounidense se enfrente a una mayor recesión en la segunda mitad de 2023, mientras que el consenso continúa aferrándose a la narrativa del aterrizaje suave.
- Echando la vista atrás, nos habría gustado entrar en 2023 con un mayor porcentaje táctico de la renta variable, pero nos alegramos de que esto se compense en parte por nuestra importante posición en el oro. Tenemos la impresión de que el oro ha entrado en una fase alcista (aunque tácticamente sobrecomprado). Las razones son el debilitamiento del ciclo económico y el pico de los tipos de interés reales y del dólar estadounidense.
- Con un índice de volatilidad del mercado de 18, la percepción es muy optimista. Para nosotros, este parece ser un buen momento para pensar en utilizar coberturas “long put”.

Gráfico

Seguimos el Liquidity Driver Index de 42Macro para determinar en qué punto del ciclo de liquidez nos encontramos. Para nuestra sorpresa, las condiciones de liquidez se han estabilizado en los dos últimos meses. Como observamos, la línea verde ya no cae tanto, lo que supone un gran impulso para un entorno de Ricitos de Oro. La razón principal es la retirada de fondos de la TGA (cuenta del Tesoro estadounidense en la Reserva Federal), ya que actualmente el Gobierno de Estados Unidos no puede emitir deuda neta. Esta retirada aumenta la liquidez del sistema bancario y neutraliza actualmente el QT de la Fed. En cuanto se acuerde un nuevo techo de deuda, el escenario descrito se invertirá y la liquidez se retirará de los mercados.

Contraintuitivamente, el techo de deuda estadounidense es positivo para las condiciones de liquidez a corto plazo



Fuente: Bloomberg, 42Macro

Fuentes: Bloomberg, Barclays, Morgan Stanley, Kepler Cheuvreux, Nordea, Goldman Sachs, The Market Ear, Credit Suisse, Bernstein, TheMacroCompass, Financial Times, Finanz und Wirtschaft, Reuters, Data Trek, Citigroup, Bank of America, Bernstein, Piper Sandler, Pictet, Nick Timiraos, FactSet, BNP Paribas

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