

## Resumen ejecutivo

- › Los recientes datos macroeconómicos han frenado la narrativa de una desinflación “rápida e indolora”.
- › Nuestra impresión es que los inversores se mostraron excesivamente optimistas a principios de año en cuanto a la mejora de las perspectivas económicas y un inminente giro de la Fed. Esta falta de preocupación se ve ahora cuestionada por el resurgimiento de los temores inflacionistas y la perspectiva de que los tipos de interés sigan subiendo en medio de una recesión de beneficios.
- › Cada vez vemos más datos que indican que el repunte de enero estuvo impulsado por compras mecánicas por parte de operadores del mercado impelidos por la volatilidad e insensibles a las valoraciones, así como por un exceso de liquidez (es decir, la reducción de la TGA del Tesoro estadounidense, así como las inyecciones de liquidez del PBoC y el BoJ).
- › En este contexto, nos resulta difícil justificar el reciente aumento de las valoraciones hasta una relación precio/beneficios (PER) de alrededor de 18 veces en el S&P 500, especialmente teniendo en cuenta el debilitamiento de los ingresos.
- › Por lo tanto, la gestión del riesgo sigue siendo, en nuestra opinión, crucial.

## Parece que solo un aterrizaje forzoso detendrá la “subida prolongada” de los tipos de interés

- Las cifras de inflación de enero y febrero en EE. UU. y Europa muestran que las presiones sobre los precios siguen siendo elevadas, mientras que los datos del mercado laboral y las ventas minoristas de EE. UU. han sido mucho más fuertes de lo esperado.
- La medida de inflación subyacente preferida por la Reserva Federal (Servicios PCE excluida la vivienda) se encuentra actualmente a más del doble de su objetivo del 2 %. Incluso la inflación de bienes, que llevaba cayendo más de un año, muestra signos de recuperación.
- También observamos una fuerte divergencia entre los datos “duros” (resilientes pero demorados) y los datos “blandos” (más débiles y prospectivos).
- Mientras tanto, la reapertura de China parece progresar: el PMI manufacturero registró en febrero su valor más alto desde abril de 2012, y el mercado de la vivienda también está mostrando los primeros signos de mejora.

## Evolución de los mercados

### Mundo

- La Reserva Federal ha dado a entender que tiene intención de continuar su ciclo de endurecimiento, por lo que los futuros de los fondos de la Fed prevén ahora un tipo máximo de casi el 5,5 % hasta el tercer trimestre de 2023. Sin embargo, según Barclays, los mercados de renta variable aún no han repercutido adecuadamente las perspectivas de una política más restrictiva, ya que la probabilidad implícita de un aterrizaje suave estimada a partir de las opciones es ahora incluso mayor que hace un mes (a mediados de febrero).
- Esto sugiere que los mercados de renta variable actualmente no están en consonancia con las señales de los mercados de tipos de interés.
- Mientras tanto, la participación de los agentes minoristas se sitúa actualmente en el 11,7 % del volumen total del mercado, en el percentil 96 de los últimos cinco años según los datos de Morgan Stanley.

### Europa

La inflación en Francia y España se aceleró inesperadamente en febrero, aumentando la presión sobre el BCE para que suba aún más los tipos de interés (los mercados de futuros ya prevén una subida de hasta el 4 %).

En Francia, los precios al consumo subieron un 7,2 % interanual, una cifra récord, al aumentar el coste de los alimentos y los servicios. España registró un aumento del 6,1 %.

Parece que la inflación en la eurozona va unos seis meses por detrás de la de Estados Unidos.

### Suiza

El índice de gestores de compras del sector manufacturero suizo cayó inesperadamente por segundo mes consecutivo en febrero, hasta 48,9 desde el 49,3 de enero. Los analistas esperaban que volviera a superar el umbral de crecimiento de 50. Tras el estancamiento de los datos del PIB del cuarto trimestre de 2022, este constituye otro dato macroeconómico débil en este mes.

## ¿Se verá obligada la Fed a dar una sorpresa en marzo endureciendo su política?

Dada la agresiva campaña de subidas de tipos de la Reserva Federal, creemos que las conclusiones que descartan una recesión en EE. UU. son prematuras, sobre todo porque el impacto de la política monetaria en la economía se produce con un retraso de uno a dos años. Recordemos que la estimación implícita de la curva de rendimientos invertida en EE. UU. para el inicio de una recesión en EE. UU. se sitúa más adelante, en el segundo semestre del año, no ahora.

Históricamente, una inversión sostenida de la curva de rendimientos estadounidense a 2 y 10 años siempre ha anticipado una recesión; no ha habido señales falsas en los últimos 40 años.

La curva de rendimientos a 2 y 10 años se invirtió por primera vez en marzo de 2022 y ha estado permanentemente invertida desde julio de 2022 (con un umbral de -25 puntos básicos). Históricamente, una recesión comienza unos 12 meses después.

El problema para la Fed es que los mercados tienden a repercutir la relajación de la política monetaria con mucha antelación, reavivando así el impulso económico y las presiones inflacionistas, lo que se opone diametralmente a los objetivos de la Fed de reequilibrar el mercado laboral, destruir la demanda y, en última instancia, reducir la inflación.

Para alcanzar su objetivo de inflación, es posible que la Fed tenga que demostrar que endurecerá aún más su política mientras espera un entorno macroeconómico más débil. Debe conseguir que el mercado lo asuma, aunque finalmente cambie de rumbo. Así pues, la Fed podría sorprender el 22 de marzo con una actualización agresiva de su gráfico de puntos.

Mike Gapen, de BofA, ha llegado a la siguiente conclusión, que nosotros compartimos: "Podría ser necesaria una fuerte desaceleración de la demanda de consumo para que la inflación vuelva a descender al 2 %. Esto podría requerir varias subidas más de los tipos de la Fed... Ello conducirá probablemente a una recesión, ya que los sectores no consumidores de la economía ya parecen débiles."

Por último, nos gustaría decir unas palabras sobre las estrategias sistemáticas, ya que vemos indicios de que estos actores están desempeñando actualmente un papel importante en los mercados de renta variable:

El repunte de la renta variable hasta principios de febrero estuvo liderado por valores tecnológicos de beta alta poco rentables y por los perdedores del año pasado

La volatilidad es utilizada a menudo como señal de compra o venta por los CTA, la paridad de riesgo y los fondos centrados en la volatilidad. Cuando la volatilidad implícita y efectiva cae, estos actores aumentan casi mecánicamente su apalancamiento y realizan adquisiciones.

Su enfoque es insensible a la valoración de los valores y tiene un impacto significativo en dos tipos de valores: los menos populares y más cortos, y los de menor liquidez, que son a su vez los más afectados por los flujos de capital.

## Posicionamiento

Los últimos datos económicos sugieren que, aunque se retrasará, no se puede evitar una nueva ralentización del crecimiento estadounidense. Nuestra estimación para el inicio de una recesión en EE. UU. sigue siendo el cuarto trimestre de 2023.

Aunque nuestra hipótesis de base nos lleva claramente a mantenernos a la defensiva, podría argumentarse a favor de un aterrizaje suave si el consumidor del mundo desarrollado se recupera realmente (recientemente hemos observado un repunte de los salarios reales en Occidente) y China proporciona nuevos estímulos. Si un crecimiento real positivo impulsa entonces la subida de los tipos de interés, los activos de riesgo probablemente serían capaces de absorber esta presión. Sin embargo, en nuestra opinión la probabilidad de que se produzca este escenario positivo, aunque mayor que hace 6 meses, sigue siendo de solo el 25 %.

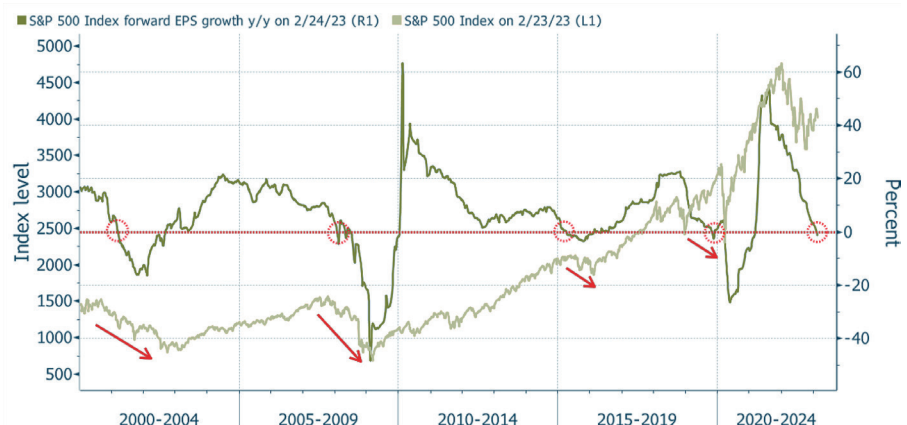
Lo cierto es que la prima de riesgo de la renta variable ha alcanzado su nivel más bajo en 15 años. Suponemos que la presión sobre los márgenes provocará un nuevo retroceso de los beneficios en 2023, ya que las empresas están luchando por recortar costes tan rápido como se desvanece la capacidad de fijación de precios/demanda. Creemos que el rango de 3.900-3.800 puntos del S&P 500 será la verdadera prueba para los mercados de renta variable.

## Chart

Solo por quinta vez desde 2000, las expectativas de beneficios a 12 meses se han vuelto negativas, lo que históricamente ha sido una señal de venta para las acciones, según Morgan Stanley. Históricamente, las mayores caídas del precio de las acciones se han producido cuando el crecimiento esperado del BPA se vuelve negativo.

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

### Las expectativas de beneficios a 12 meses del S&P 500 son ahora negativas



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley

## 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. No se permite la distribución pública fuera de Suiza de los fondos mencionados en el presente documento (excepto Luxemburgo). 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/L021, 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