

Resumen ejecutivo

- Las acciones han estado cayendo en todos los ámbitos desde principios de agosto a medida que los rendimientos de los bonos están subiendo a nuevos máximos en una feroz profundización bajista.
- Hay múltiples incertidumbres: un consumidor debilitado, una política fiscal estadounidense en el limbo, precios de la energía y riesgos geopolíticos en aumento y pérdidas de valor de mercado de renta fija en los balances institucionales.
- Si bien llevamos mucho tiempo defendiendo un mercado bajista inconcluso y un aterrizaje forzoso aún por venir, creemos que aún no ha terminado.
- Vemos una posibilidad de una reactivación temporal de las acciones en el cuarto trimestre, antes de que llegue el tramo final de este ciclo (debilidad del ciclo crediticio). Esta perspectiva de un repunte táctico de las acciones depende de que el dólar y los rendimientos consoliden sus condiciones de sobrecompra.
- Próximos eventos importantes: la próxima temporada de resultados del tercer trimestre y el actual enfrentamiento presupuestario de EE. UU.

La corrección bursátil más profunda desde el otoño de 2022

- En particular, el rendimiento de los bonos a 10 años ha aumentado aproximadamente 440 puntos básicos desde su punto más bajo en marzo de 2020. A lo largo de la historia, casi todos los movimientos de esta magnitud, y a menudo los más pequeños, se han asociado con algún tipo de crisis, desde la década de 1980.
- Al momento de escribir este artículo, el USD se encuentra en su duodécima semana consecutiva de ganancias, algo que no se veía desde 2014. Es seguro decir que el dólar y los rendimientos han sido un importante obstáculo para las condiciones de liquidez y los activos de riesgo.
- El S&P 500 ha vuelto a caer hasta la marca de 4.200 (también la media móvil de 200 días) que marcó el nivel de ruptura para el rally de verano impulsado por la IA.
- Si bien el S&P general sigue subiendo sólidamente (+11 % en USD) este año debido a las "7 magníficas acciones" (megacapitalizaciones tecnológicas), la versión de igual ponderación ahora está a la baja en el año.
- De manera similar, el Dow Jones Industrial se ha vuelto negativo hasta la fecha y el SPI ha vuelto a apenas +2,7 % hasta la fecha (en CHF).

Desarrollo del mercado

Mundo

Atrás quedaron los días complacientes de la narrativa del mercado de verano sobre la "desinflación inmaculada". En retrospectiva, el pico del mercado justo cuando Fitch rebajó la calificación de Estados Unidos el 1 de agosto parece digno

de mención, ya que las preocupaciones sobre la disciplina fiscal y la sostenibilidad de la deuda en medio de una inflación persistente han asumido cada vez más protagonismo desde entonces, acompañadas de un fuerte movimiento al alza de las tasas reales. Dicho esto, creemos que la venta de bonos podría haber alcanzado un clímax, al menos a corto plazo.

Actualmente, la destitución de Kevin McCarthy de su cargo de presidente de la Cámara de Representantes de Estados Unidos añade más complejidad a las cuestiones de determinación de los precios en el mercado del Tesoro.

- Vale la pena señalar que Moody's, la única agencia de calificación que otorga la calificación más alta a Estados Unidos, expresó dudas sobre su confianza en el país el mes pasado, citando preocupaciones relacionadas con la gobernanza.
- Está previsto que la Cámara vote sobre el reemplazo de McCarthy la próxima semana, y el Congreso tiene hasta el 17 de noviembre para votar sobre un presupuesto que evitaría un cierre del gobierno.

Europa

- En septiembre se produjo un descenso significativo de la inflación dentro de la eurozona. Esta disminución puede atribuirse a dos factores: efectos de base en los sectores de energía y transporte, así como esfuerzos tangibles para restaurar la estabilidad de precios. De los 20 países de la unión monetaria, 15 experimentaron una disminución en sus tasas de inflación anual. El rango de estos cambios abarcó desde el -0,3 % en los Países Bajos hasta el 8,9 % en Eslovaquia.

Suiza

- A finales de septiembre, los directores de compras suizos presentaban unas perspectivas algo menos negativas que los meses anteriores. El Purchasing Manager Index (PMI) Industrial para el mes registró 44,9 puntos, superando tanto las expectativas (40,5) como la cifra de agosto (39,9). Sin embargo, con un índice inferior a 50 puntos, este importante indicador adelantado sigue indicando una contracción del sector industrial suizo.

Las malas noticias pueden ser buenas al principio

Sin duda, el mercado de bonos ha experimentado una liquidación extremadamente dura. El actual ciclo de subidas de tipos se encuentra entre los más rápidos y agresivos de la historia, y al mismo tiempo la Reserva Federal está reduciendo el tamaño de su balance.

- En particular, el ETF Vanguard 20+ Year Treasury ha experimentado una caída del 58 % desde su máximo, que en realidad es mayor que la caída de las acciones (-56 %) observada durante la crisis financiera mundial.

Cuando analizamos los datos históricos, encontramos que ciclos más suaves de aumento de tasas han llevado anteriormente a recesiones y, durante esos momentos, la Reserva Federal incluso inició recortes de tasas desde el principio. Por el contrario, esta vez la Reserva Federal se inclina por mantener una postura

estable y posiblemente aumentar aún más las tasas debido a las preocupaciones sobre la inflación. Sin embargo, el consenso predominante entre la mayoría de los participantes del mercado es un aterrizaje suave o ningún aterrizaje y los analistas esperan un aumento del 12 % en las ganancias el próximo año.

Nuestra perspectiva, que difiere del consenso, sigue siendo que el resultado más probable es un aterrizaje forzoso. Sin embargo, no parece inminente.

- Los datos siguen mostrando que la economía estadounidense se ha mostrado resistente al menos hasta principios de septiembre. Esta noción solo cambiará con una debilidad sostenida de los mercados laborales. Según Macro Compass, la debilidad del mercado laboral tiende a ocurrir entre 12 y 24 meses después de una inversión persistente de la curva de rendimiento. Ya estamos en el mes 17.

En este contexto, se dice que las malas noticias económicas pueden interpretarse al principio como “buenas noticias”, ya que un enfriamiento del empleo puede impedir un mayor ajuste de la Fed. La transición de datos económicos resilientes a datos económicos más débiles puede traducirse en una consolidación del dólar y los rendimientos. Un escenario potencialmente bueno para un repunte “ricitos de oro” en el cuarto trimestre.

Esto supone, por supuesto, que no estamos al borde de un evento crediticio inminente. Desde nuestra perspectiva, la trayectoria actual parece un “error de política a lo largo del tiempo”, es decir, una situación en la que la política monetaria sigue siendo demasiado restrictiva durante un período prolongado ante el debilitamiento de los indicadores económicos, lo que eventualmente conduce a una desaceleración del ciclo crediticio y a una recesión. Esto contrasta con una caída repentina y dramática del impulso económico.

Queremos enfatizar nuevamente que para que se materialice un respiro tipo Ricitos de Oro, es esencial que las tasas de interés se estabilicen. Si la tendencia actual de aumento de las tasas continúa sin control, es probable que algún aspecto del sistema financiero se vuelva desordenado. No se puede negar que hay mucho en juego.

Posicionamiento

Tácticamente observamos condiciones de mercado que permiten un rebote significativo en los mercados de valores.

- Los mercados de valores están muy sobrevendidos: solo el 12 % de los miembros del S&P 500 cotizan por encima de su promedio móvil de 50 días, el más bajo desde octubre de 2022
- El sentimiento ha desaparecido de la complacencia del verano: el índice de Miedo y Avaricia de CNN está por debajo de la crisis bancaria regional de marzo
- La estacionalidad se vuelve más positiva desde mediados de octubre hasta finales de año.
- Lo más importante: el dólar y los rendimientos están muy tensos y listos para un período de consolidación.

El problema con esta perspectiva es que el riesgo-retorno todavía no es tan grande dada la no linealidad de la desventaja que acecha a la vuelta de la esquina.

- Romper el nivel crítico de 4.200 empeoraría significativamente el panorama técnico para el S&P.
- Si los rendimientos siguen subiendo con tanta fuerza y sin pausa, hay muchas posibilidades de que veamos algún tipo de dislocación del mercado.

Para nosotros esto significa que no añadimos mucho riesgo, pero tampoco lo reducimos.

Nuestras perspectivas a medio plazo se mantienen sin cambios. Esperamos un aterrizaje forzoso en Estados Unidos hacia el primer trimestre del próximo año. Esto implicaría que todavía faltan meses para que las acciones sufran un verdadero dolor. En este contexto, actualmente vemos una atractiva oportunidad de entrada para posiciones largas en oro como una buena cobertura contra la recesión a medio plazo. También está fuertemente sobrevendido (en niveles vistos por última vez en agosto de 2018, que marcó el comienzo de un repunte de más del 70 % hasta mediados de 2020).

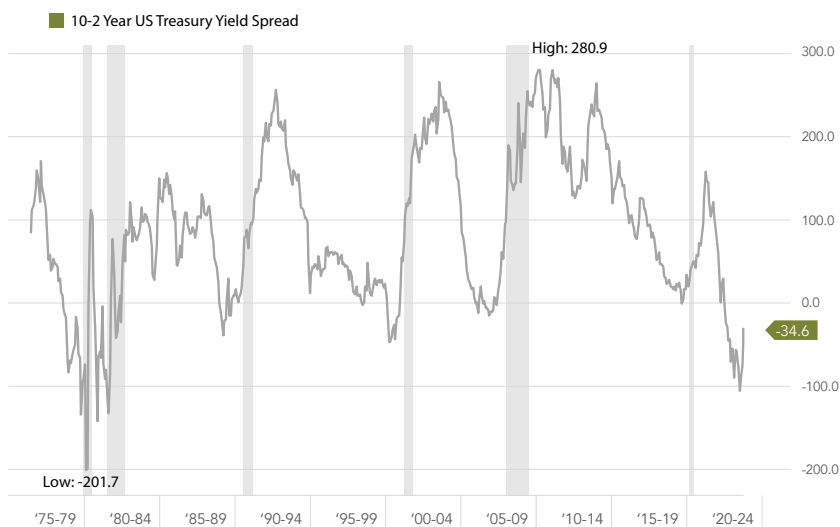
Os dejamos con esta cita de Strategas sobre la cuestión de si octubre de 2022 fue el máximo mínimo del mercado bajista:

- “Echamos un vistazo a cada etapa del S&P desde principios de la década de 1930... esto marcaría la primera vez en aproximadamente 100 años que los bancos están un año por debajo del mínimo del mercado (en este caso, un - 20 %)”

Gráfico

La curva de rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense se está volviendo a empinar rápidamente. A finales de junio, la inversión a 2/10 años estaba en -108 puntos básicos y ahora ha aumentado a -35 puntos básicos. Interpretamos esto como otra señal de que se acerca un potencial aterrizaje forzoso. Como muestra el gráfico, la inclinación de la curva de rendimiento debido a la inversión anterior ha sido una clara advertencia de recesión en el pasado.

La curva de tipos estadounidense se inclina rápidamente



Fuente: Bloomberg

Fuentes: Bloomberg, Morgan Stanley, Bank of America, Goldman Sachs, The Macro Compass, The Market Ear, Steno Research, 42Macro, JPM, Hightower Naples, ZKB, Strategas

Exoneración de responsabilidad

La información contenida en el presente documento representa una comunicación comercial de FINAD (FINAD AG, Zúrich; FINAD GmbH, Viena o FINAD GmbH, sucursal de Hamburgo). Esta comunicación comercial no ha sido elaborada de acuerdo con la legislación que promueve la independencia de los estudios de inversión y no está sujeta a ninguna prohibición de negociación tras la difusión de los estudios de inversión. 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 autorizada como gestora de activos por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA) y supervisada por la organización 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 SO 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 austríaca 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