

## Resumen ejecutivo

- › La escalada geopolítica y la continua inclinación a la baja de la curva de rendimientos han empujado al S&P 500 a perforar importantes niveles de soporte a medio plazo, y la debilidad del sentimiento de riesgo sigue siendo la única señal táctica clara de compra.
- › Las revisiones a la baja de las previsiones para todo el año 2023 y 2024 han empañado las ganancias del S&P 500, mejores de lo esperado.
- › El contexto macroeconómico europeo lleva tiempo debilitándose y el 3T no ha sido una excepción. Del mismo modo, los mercados europeos se están comportando peor que los estadounidenses (p. ej., el SPI se ha vuelto negativo en lo que va de año).
- › Los datos de EE. UU. en septiembre han seguido siendo sólidos, pero se perciben signos crecientes de estancamiento. Se prevé que esta resistencia empiece a disiparse en noviembre y diciembre.
- › Los indicadores principales siguen cayendo y llevan encadenando 18 meses de descensos, lo que supone la racha más larga desde la crisis financiera de 2008-2009.

## S&P 500 encara el tercer mes seguido de caídas

- En el momento de escribir estas líneas, el S&P 500 encara la tercera caída mensual consecutiva, lo cual no ocurría desde el desplome que produjo la Covid en 2020.
- El rendimiento nominal de la deuda estadounidense a 10 años, que ha alcanzado el 5 %, y los tipos reales a 10 años, que han aumentado al 2,50 % (a pesar del repunte del riesgo geopolítico) ponen de manifiesto el nivel de endurecimiento de las condiciones financieras que se ha producido en las últimas semanas.
- También se han ampliado los diferenciales de crédito, pero siguen estando muy por debajo de los niveles máximos registrados a principios de año, tras la crisis financiera.

## Desarrollo del mercado

### Mundo

- Se hace difícil detectar qué desencadenante podría impulsar un repunte significativo y sostenido de los bonos sin que supusiera una recesión en EE. UU., que se prevé para el primer trimestre de 2024 (se espera un repunte de las solicitudes de subsidio de desempleo en EE. UU. durante los próximos 6 meses, y esto confirmaría las expectativas).
- Nos complace ver que el oro (el principal diversificador de nuestra cartera) funciona; además, mantenemos una visión alcista a medio plazo para este activo. Históricamente, el oro tiende a repuntar antes de las recesiones estadounidenses y durante estas.

- El PIB del 3T de EE. UU. (provisional) aumentó un 4,9 % anualizado, un dato espectacular que superó el consenso de Bloomberg, que lo situaba en el 4,5 %, pero debe situarse en el escenario de déficit de ~2 billones de USD que hay ahora mismo.

### Europa

- La inflación en Alemania, España e Italia ha sorprendido a la baja con los datos provisionales de octubre. El impulso desinflacionario procedente del impacto de los precios de la energía empezará a menguar a partir del próximo mes. Esto dificultará alcanzar un IPC del 2 % antes del 1T de 2024, a menos que los precios de la energía disminuyan en noviembre y diciembre, lo que es poco probable teniendo en cuenta las dinámicas alcistas de oferta y demanda que se perciben en el entorno del gas natural, según indica Steno Research.

### Suiza

- El BNS sorprendió al anunciar que dejaría de pagar intereses por las reservas mínimas que los bancos deben mantener en su entidad. Además, se reducirá un multiplicador que determina qué parte del dinero inmovilizado en el banco central recibirá el tipo de interés íntegro. En conjunto, ambos cambios supondrán para el BNS un ahorro estimado de 600 millones de francos suizos al año. En este contexto, cabe mencionar que el BNS sigue acumulando en su balance enormes pérdidas del año pasado, por lo que es probable que este año tampoco pague dividendos al Estado ni a los cantones suizos.

## ¿Se atisban los primeros signos de final de ciclo en EE. UU.?

La Reserva Federal se encuentra en una situación difícil, los indicadores de inflación se han acelerado en los últimos meses y el PIB del 3T ha sido sólido, aunque impulsado en gran parte por el gasto público. En este contexto, cabe señalar que, el crecimiento histórico del PIB suele ser bastante fuerte justo antes de las recesiones (ver tabla del BofA en la sección de gráficos más abajo).

La consecuencia es que la Reserva Federal debe mantener una actitud agresiva y es probable que mantenga los tipos de interés altos hasta que el mercado laboral muestre una debilidad considerable.

La situación de la Reserva Federal se ve agravada por la imprudencia fiscal de EE. UU., que se ha convertido en la principal preocupación de los mercados de capitales este otoño, con un déficit presupuestario a 12 meses que sigue superando el 6 % del PIB nominal.

- El déficit federal prácticamente se duplicó en el ejercicio fiscal hasta septiembre en comparación con el año anterior, alcanzando los 2,02 billones de dólares, lo que obligó al Tesoro a aumentar su endeudamiento.
- La Reserva Federal no está comprando bonos (QT), por lo que el mercado privado exige que se le pague por la enorme oferta de bonos, lo que provoca una violenta escalada bajista.

- El propio Powell calificó la senda fiscal estadounidense de “insostenible a largo plazo” en el Club Económico de Nueva York en octubre.
- El 30 de octubre, el Departamento del Tesoro publicó el informe trimestral de refinanciación correspondiente al 4T.
  - » Yellen redujo su estimación de endeudamiento neto para el 4T a 776 000 millones de dólares, frente a los 852 000 millones previstos para el mismo periodo a finales de julio; como primera consecuencia, los rendimientos bajaron.
  - » A pesar de esta reducción, la nueva proyección sigue marcando un endeudamiento récord para el cuarto trimestre.

¿Cuánto tiempo más puede prolongarse el ciclo de EE. UU., apoyado en un fuerte gasto deficitario? Como mínimo, algunos indicadores internos de los mercados de renta variable empiezan a señalar riesgos de fin de ciclo.

- Los valores cíclicos, excluidas las materias primas, han empezado a darse la vuelta en contraposición con los valores defensivos.
- Las empresas de pequeña capitalización (que normalmente sufren antes las restricciones en las condiciones crediticias) están obteniendo un rendimiento significativamente inferior al de las empresas de alta capitalización.
- La temporada de presentación de informes de EE. UU. ha provocado el ritmo más rápido de rebajas en los beneficios por acción en casi un año.

En concreto, en esta temporada de resultados se han visto los peores resultados de ventas en EE. UU. de los últimos diez años (y en Europa ha sido todavía peor). Mantener los beneficios en los niveles actuales a través de los márgenes puede resultar difícil si no se reduce la mano de obra (¿fin del “acaparamiento de mano de obra”?).

- Esto es lo que indica RBC Capital sobre la temporada de resultados del 3T: *“Algunas empresas han hecho hincapié en la resistencia, la estabilización y la normalización, pero estamos leyendo mucho más contenido sobre la incertidumbre, las duras condiciones macroeconómicas, la debilidad y la cautela”.*

## Posicionamiento

Desde julio habíamos anticipado la transición a una narrativa de inflación rígida (el punto más alto de los “ricitos de oro”). En este contexto, la inclinación hacia la energía ha funcionado hasta ahora. Del mismo modo, se anticipa un “pico más alto durante más tiempo” en los próximos 1 a 3 meses y un cambio en la preocupación por el crecimiento en EE. UU. Nuestras perspectivas a medio plazo se mantienen sin cambios. Se prevé el comienzo de un aterrizaje brusco en EE. UU. hacia el primer trimestre de 2024 (la ventana para que empiece este aterrizaje es del 23 de noviembre al 24 de abril, según una prueba retrospectiva de la curva de rendimientos de 42Macro).

- » Como consecuencia de esto, observamos una relación riesgo/beneficio atractiva en los bonos del Tesoro de EE. UU. a 2 años para una operación de aterrizaje medio o brusco sin que haya desventajas claras. Lo vemos como una opción de compra ante un cambio forzado de la Reserva Federal con agresivos recortes de tipos en el segundo semestre de 2024. Actualmente, los mercados prevén solo 2 o 3 recortes de tipos para finales de 2024, muy pocos si al final se produce un aterrizaje brusco. Si la Reserva Federal no recorta los tipos, nosotros mantendríamos la posición un año más para seguir obteniendo un 5 % anual en USD.
- » A más largo plazo, los rendimientos reales de ~2,4 % de los TIPS (valores del tesoro protegidos contra la inflación) estadounidenses a 5 y 10 años también parecen cada vez más atractivos (los rendimientos reales a 10 años alcanzaron el 3 % en otoño de 2008, lo que supone la mejor oportunidad de compra para los próximos 20 años). Los TIPS son el “verdadero activo libre de riesgo para comprar y mantener”, tan solo hay que adaptar el horizonte temporal.

Desde un punto de vista táctico, la debilidad del sentimiento y las condiciones de sobreventa favorecen un rebote de la renta variable, siempre que las rentabilidades compensen sus condiciones de sobrecompra y se calmen un poco. Sin embargo, las posibilidades de que se produzca un repunte significativo en el 4T han disminuido con la clara ruptura de la curva de la media móvil de 200 días en el S&P 500 a finales de octubre.

## Gráfico

Los “miniciclos” de recuperación (1T-3T de 2023 en EE. UU.) dentro de una desaceleración más profunda son históricamente frecuentes hacia el final de ciclo.

### Crecimiento anual nominal y real del PIB en EE.UU. al inicio de la recesión

Start of Recession	GDP growth YoY % (in quarter that recession began)	
	Nominal	Real
November 1948	7.9%	3.9%
July 1953	6.4%	5.4%
August 1957	6.3%	3.1%
April 1960	3.5%	2.1%
December 1969	7.2%	2.0%
November 1973	11.1%	4.0%
January 1980	10.4%	1.4%
July 1981	14.1%	4.3%
July 1990	5.6%	1.7%
March 2001	4.7%	2.2%
December 2007	4.8%	2.2%
February 2020	2.5%	0.6%

Fuente: Estrategia de inversión global del BofA, Bloomberg

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

## 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](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