

## Executive Summary

- El S&P 500 registró su mayor subida en un primer trimestre en cinco años. Aunque se haya perdido impulso por la reacción a los rendimientos del Tesoro, en general prevemos un entorno mercantil favorable hasta mediados de año.
- Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal estadounidense (la Fed), ha intentado mostrar confianza en la resiliencia económica y en la necesidad de paciencia con los objetivos de inflación de la Fed. Sin embargo, como los participantes en el mercado empezarán a notar la inflación persistente más entrado el año, la capacidad de la Fed para bajar los tipos proactivamente puede verse limitada.
- A pesar de estos riesgos, las mejoras macroeconómicas globales y la esperanza de un repunte sostenible del ciclo de productividad han estimulado la confianza del mercado y mitigado las inquietudes de menor cautela de la Fed.
- En Europa, se espera que el Banco Central Europeo (BCE) siga los recortes sorpresa del Banco Nacional Suizo (BNS) de marzo, ya en junio, porque la inflación es más baja en Europa que en Estados Unidos.
- La sostenibilidad de la senda fiscal estadounidense se encuentra bajo un escrutinio creciente por la carga de intereses, al doble que los niveles prepandémicos, presionando a la Fed para gestionarla, a pesar de la posible reaceleración de la inflación y el crecimiento económico resiliente.
- La falta de confianza en las políticas fiscales a nivel global podría relacionarse con la subida sin precedentes del oro.

## La montaña rusa de Wall Street: de la sensación de riesgo al estruendo regulatorio

- A pesar de la enorme recuperación de seis meses, un análisis de Citi indica una demanda persistente de riesgo en los flujos de capital.
- Igualmente, una valoración del Bank of America (BofA) muestra que el posicionamiento general en el mercado permanece dentro de las normas históricas.
  - » Según Savita Subramanian, director de capital estadounidense y estrategia cuantitativa del BofA, el repunte de marzo en el sentir de las acciones estaba muy por debajo de los niveles de euforia.
  - » El indicador Sell-Side Indicator del BofA, que sigue la asignación media para la renta variable en fondos mixtos que recomiendan los estrategas del lado del vendedor de Wall Street, ha subido hasta el 55 %, su nivel más alto desde mayo de 2022. En este nivel o por debajo, este indicador ha ofrecido rendimientos positivos a lo largo de los 12 meses siguientes el 94 % de las veces. La medida actual sugiere ganancias potenciales de al menos el 13 % a lo largo del año próximo.

- A pesar de que las acciones de los 7 Magníficos representaron el 60 % de las ganancias del S&P el año pasado, el escrutinio regulatorio es un reto creciente para los gigantes tecnológicos. Las demandas antimonopolio estadounidenses se han concentrado en Apple y Amazon, mientras que la FTC investiga los negocios de IA de Amazon, Google y Microsoft. En Europa, Apple se enfrenta a una multa de dos mil millones de dólares por infringir las leyes antimonopolio.

## **Evolución del mercado**

### **A nivel mundial**

- Nuestra hipótesis básica actual se inclina hacia un escenario de no aterrizaje, alcista para los activos de riesgo si la política de la Fed no vuelve a la restricción. Solo percibimos un riesgo bajo de que la Fed de un giro restrictivo antes de la segunda mitad del año, ya que nuestra hipótesis de trabajo es —y era— que la desinflación va a continuar, aunque con altibajos, hasta mediados de año. Con la esperanza de bajadas de tipos, entre un crecimiento sincronizado potencial y una mejora notable de la productividad, seguimos viendo un buen contexto para la renta variable.
- Los datos de la inflación siguen siendo clave para que la tónica alcista del mercado se mantenga o cambie.
- Como nota final, queremos destacar que a finales de marzo falleció el economista pionero Daniel Kahneman. Su revolucionaria aportación a la economía conductual revolucionaria y su conocido libre «Pensar rápido, pensar despacio» seguirán ofreciéndonos ideas en el futuro.

### **Europa**

- La inflación de la eurozona se ralentizó más de lo esperado en marzo, consolidando las perspectivas de que el BCE baje los tipos en junio (un 2,4 % interanual frente al 2,5 % previsto, tras el 2,6 % de febrero).
- Copernicus Wealth Management ha identificado los factores tras la recuperación potencial del rendimiento de las acciones europeas, aunque se mantengan los problemas estructurales y los riesgos geopolíticos. Diríamos que entre ellos están la mejora del crecimiento nacional, el final del ciclo de reducción de inventarios, el aumento de ingresos reales del consumidor y de la productividad en China, la posibilidad de que el BCE baje los tipos (no como la Fed) y el abaratamiento de las valoraciones en Europa.

### **Suiza**

- El franco suizo se ha mantenido a la cola entre sus colegas y podría bajar más después de que el BNS, contrario al consenso del mercado, bajara los tipos de interés el mes pasado a la vez que reducía la intervención en los mercados de divisas. Ya destacamos esta posibilidad en nuestra edición de marzo.

## La Fed se mantiene en segundo plano respecto a la Secretaría del Tesoro de Yellen y la política fiscal

Estados Unidos experimentó el año pasado lo que algunos han denominado «melt up» fiscal (algo así como un calentamiento del mercado o fiebre bursátil). Con Janet Yellen en la Secretaría del Tesoro estadounidense, el Departamento del Tesoro ha suscrito deuda por unos pasmosos 3 billones de USD entre el primer trimestre de 2023 y el segundo de 2024, acercándose al récord de endeudamiento de 3,6 billones de USD durante la crisis de Covid.

El aumento de la deuda federal en casi un billón de dólares cada 100 días (BofA) hace que la trayectoria de la política fiscal parezca desalentadora. Las expectativas de más apoyo fiscal este año parecen razonables dadas las próximas elecciones estadounidenses de noviembre.

El aumento de la deuda gana atención porque crece la preocupación sobre la sostenibilidad de tales políticas fiscales.

- Bloomberg Economics realizó un millón de simulaciones de previsiones sobre la senda fiscal estadounidense y el 88 % indicaron que esta tendencia era insostenible.
- Ken Griffin, CEO de Citadel, también dio su opinión en una carta reciente a los inversores en la que catalogó el déficit del Gobierno estadounidense del 6,4 % del PIB en un entorno no recesivo como irresponsable e insostenible.

El cambio de Yellen hacia la deuda a corto plazo, en concreto con la emisión de bonos del tesoro (T-bills), podría aumentar esta preocupación. Los T-bills, que ahora suponen el 85 % la emisión total, ha llegado a un máximo alarmante en dos décadas con 21 billones de USD en bonos en los últimos 12 meses. Este aumento de la deuda a corto plazo, aunque pueda ser un estímulo a corto plazo para la liquidez, ha llevado, así seguirá, a un aumento en la deuda de intereses, todo un reto para la política monetaria.

La Fed, que controla el extremo corto de la curva, ha mantenido los tipos más altos más tiempo, contribuyendo al aumento de los intereses debidos. Los intereses abonados por la deuda estadounidense se han disparado hasta 1,1 billones de USD en los últimos 12 meses (el doble de la cuantía prepandémica).

Si la Fed mantiene los tipos de interés actuales, el BofA prevé que los intereses de la deuda estadounidense lleguen a 1,65 billones de USD en 12 meses. Sin embargo, si Powell sigue adelante con los recortes de tipos, la carga de intereses solo llegaría a 1,2 billones de USD, una diferencia significativa en el flujo de efectivo de 450 000 millones de USD. Es muy posible que la presión financiera para aliviar la presión presupuestaria sea uno de los factores determinantes tras las decisiones de la Fed de este año.

El BofA también trata la regulación del sector tecnológico. Los beneficios que generaron las acciones de los 7 Magníficos el año pasado, 1,8 billones de USD en ventas netas en los últimos 12 meses, las convierten en más que atractivo objetivo para reguladores y gobiernos con problemas fiscales. Las presiones regulatorias y el aumento de los tipos impositivos han marcado históricamente el final del crecimiento excepcional de un sector. Pensamos que se trata de un problema que debe vigilarse de cerca.

- A lo largo de los últimos 12 meses, el sector tecnológico ha estado menos regulado, con un tipo impositivo medio del 15 % para los 7 Magníficos en comparación con el 21 % para resto del S&P 500.

- Los inversores prefieren a los gigantes tecnológicos por sus «moats» y demás ventajas competitivas (y monopolísticas), que tienden a proteger márgenes, cuota de mercado y capacidad de fijación de precios, y nos preguntamos cuántos de estos atributos están en peligro.

## Posicionamiento

A pesar de la fuerte recuperación y de las bolsas de toma de riesgos extrema y confianza excesiva, creemos que no hay riesgo de que el mercado alcista que comenzó en noviembre de 2023 finalice pronto.

Nuestro objetivo es gestionar los riesgos con prudencia y vemos los pullbacks (o correcciones laterales) potenciales de entre el 5 % y el 10 % como oportunidades de compra, y esperamos que el actual entorno de riesgo dure hasta mediados de año. Además, prevemos un mayor liderazgo del mercado más allá de las acciones de gran capitalización estadounidenses.

- Los datos del BofA muestran que, en marzo, el 60 % de las acciones dieron mayores beneficios que el mayor índice mercantil, un aumento significativo desde el 40 % de febrero.
- En particular, el sector de combustible y gas es el segundo con mejor rendimiento en el S&P 500 en lo que va de año, por detrás de los semiconductores.

El factor de impulso estadounidense ha generado casi el doble de rentabilidad ajustada al riesgo que el S&P 500 desde finales de diciembre de 2023. Aunque nuestro enfoque de inversión se ha beneficiado claramente, puede que el factor de impulso se haya disipado ya.

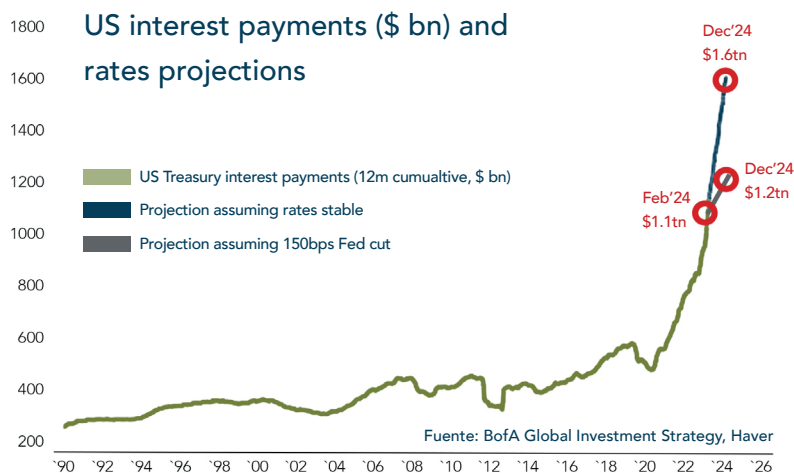
A pesar de las expectativas iniciales de consenso sobre la debilidad del dólar este año, ha demostrado fortaleza. Un análisis de Bloomberg, con apoyo de datos del BPI, indica que el dólar tiende a fortalecerse un 3 % por trimestre cuando la mayoría de los bancos centrales flexibilizan su política monetaria simultáneamente.

El oro, una de nuestras inversiones principales, se ha disparado por encima de los 2300 USD la onza, por la expectativa de bajada de tipos por parte de la Fed y la demanda estable de los bancos centrales, en concreto del de China. La subida del metal, a pesar de los altos tipos reales estadounidenses, sugiere que puede estar detectando vulnerabilidades fiscales globales entre el aumento del gasto, los costes de intereses disparados y las tensiones geopolíticas.

En nuestra opinión, el aumento del precio del oro puede indicar preocupación de los mercados sobre un posible cambio en la política monetaria estadounidense a medio o largo plazo, con la intención final de controlar la curva de tipos. La idea es que, con el Tesoro estadounidense aparentemente incapaz de recortar gastos, y la emisión de bonos del Tesoro en niveles nunca vistos, puede llegar el momento en que la Fed se sienta obligada a tomar cartas en el asunto y bajar los tipos de la deuda del gobierno.

## ¿Si la Fed baja los tipos aliviara los intereses del país?

El BofA estima que, si no cambia la tendencia actual de deuda durante los próximos 12 meses, con la refinanciación estadounidense cerca del 4,4 %, los costes de los intereses anuales subirán de 1,1 a 1,65 billones de USD. En cambio, si la Fed bajara 150 puntos base en los próximos 12 meses, el tipo medio de refinanciación pasaría a casi un 3,2 %, manteniendo los pagos de intereses entre 1,2 y 1,3 billones de USD en los próximos dos años.



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, FT, HCP, Yardeni Research, Copernicus Wealth Management

## 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 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.