

Executive Summary

- Las acciones globales concluyeron sus cinco meses de subidas en abril. El índice MSCI World bajó un 3,7% (rentabilidad total en USD) el mes pasado, sobre todo por las expectativas de que se prolongaran los tipos de interés más elevados a juzgar por la rígida inflación del 1T, en particular en Estados Unidos.
- Tanto Japón como China han sido centro de atención por las intervenciones potenciales en sus mercados de divisas. Con la volatilidad en torno al yen, el Nikkei cerró el mes con un retroceso de casi un 5%. Sin embargo, el índice Hang Seng chino subió más de un 7%, sacando al índice MSCI Emerging Markets a territorio positivo en el mes (un 0,4% en USD).
- Las autoridades estadounidenses no pararon y proporcionaron salvaguardas a la economía y a los mercados mientras trataban de resolver el problema de la inflación.
- La perspectiva de refinanciación del Tesoro estadounidense no fue tan expansiva como habían esperado los mercados pero sí logró disminuir la incertidumbre sobre la senda de emisión de deuda por parte de Estados Unidos.
- Por el contrario, el presidente de la Reserva Federal estadounidense (Fed) reafirmó su posición moderada, dando a entender que la Fed estaría lista para bajar los tipos ante señales de debilidad económica mientras que aplazaría lo máximo posible subirlos durante repuntes de crecimiento o inflación.
- Por otra parte, reaparecieron la preocupación y las señales de alarma sobre una estanflación por la inesperada desaceleración de la actividad económica de EE. UU en el primer trimestre, a pesar del aún potente ritmo de crecimiento general.

Los bonos estadounidenses siguen sufriendo mientras el mercado de valores chino se recupera

- La tasa de crecimiento combinada (interanual) de los beneficios del S&P 500 es del 3,5%, según FactSet. De las empresas del índice que han presentado resultados hasta ahora —que concentran el 70% de la capitalización bursátil—, el 79% ha superado las expectativas conforme a los datos de Bloomberg Intelligence.
- El mercado de bonos ha sufrido un retroceso durante 45 meses, lo que ha marcado el mercado bajista más prolongado hasta la fecha. Sin contar un breve rebote de cuatro o cinco meses a finales del año pasado, los rendimientos han estado subiendo. El mercado alcista de bonos anterior duró más de 40 años, desde principios de los 80 hasta 2020/21. Es posible que hayamos entrado en un nuevo régimen de mercado caracterizado por rendimientos fluctuantes en alza salpicados de mercados alcistas temporales.
- Los gestores de activos tienen las posiciones más largas en futuros sobre la renta variable de lo que las han tenido en al menos 12 años, según JPMorgan Chase.

- En cuanto a China: tras tres años consecutivos de descenso del mercado de renta variable, que se transformó de un mercado próspero en uno perdedor, la bolsa de China está experimentando un resurgimiento. Las acciones chinas encabezaron las subidas en los mercados globales el mes pasado y ahora la bolsa del país se encuentra entre los grandes mercados más rentables de los últimos tres meses (según Bloomberg Intelligence).

Evolución del mercado

A nivel mundial

- La predicción de consenso de Bloomberg es de un potente aumento del 5 % nominal en el crecimiento del PIB (es decir, incluyendo la inflación) para EE. UU. en 2024, superando potencialmente los récords de 1996-1998 y 2004-2006 y registrando el período más largo con un crecimiento superior al 5 % en el país.
- Por otro lado, Bank of America (BofA) indica que este año el número de noticias sobre estanflación ha subido vertiginosamente hasta el nivel más alto desde 2022.
 - » Esto no es ninguna sorpresa, dados los recientes datos que apuntan a una desaceleración del crecimiento y una inflación rígida, lo que supone un claro deterioro comparado con los datos de finales de 2023, que indicaban una economía en equilibrio.
 - » En abril los dos índices ISM (manufacturero y no manufacturero) cayeron inesperadamente por debajo del umbral de crecimiento.
 - » La confianza de los consumidores estadounidenses disminuyó notablemente en abril.
 - » Durante el 1T los costes laborales en Estados Unidos subieron más de lo esperado.
 - » No obstante, el presidente de la Fed, Jerome Powell, mostró su desacuerdo con este análisis en la rueda de prensa de mayo: «No veo ni la 'estan' ni la 'flación'... No llego a entender a qué viene tanto hablar de que vaya a producirse un escenario de estanflación en Estados Unidos con los datos que se han publicado».

Europa

- Europa se enfrenta a su cuarto trimestre consecutivo de deterioro de los resultados, pero las señales de mejora insinúan un potencial fin de la disminución de los beneficios. Los márgenes de las empresas europeas, aunque no tan robustos como los de las estadounidenses, superaron las expectativas. BofA observa potencial de revisión al alza de las previsiones de beneficios, alimentado por el repunte del índice Citigroup Economic Surprise de los últimos tres meses.
- En nuestra opinión, sigue siendo posible que se produzca una primera reducción del tipo de interés principal del BCE en junio.

Suiza

- En abril el Barómetro Económico KOF subió hasta los 101,8 puntos, tras dos meses consecutivos de bajada. Desde principios de 2024 se ha mantenido por encima de su media a largo plazo de 100 puntos. Sin embargo, otros indicadores económicos preliminares sugieren un crecimiento por debajo del potencial, en particular la relativamente deslucida recuperación de la industria hasta ahora.

Powell reafirma la «Fed put», pero Yellen deja claro que se acabaron los días de equilibrio económico

La conferencia de prensa de mayo del presidente de la Fed, Jerome Powell, sorprendió a muchos por su tono expansivo. Powell trató de eliminar de manera efectiva las subidas de tipos de los pronósticos sobre las decisiones de la Fed en 2024, sin cerrar la puerta a recortes si la economía se ralentiza inesperadamente.

- Asimismo, quitó importancia a los recientes aumentos de la inflación y descartó la probabilidad de nuevas subidas de tipos.
- Anunció un ajuste significativo de la política de drenaje del balance de la Fed (reducción cuantitativa o QT), bajando el límite de amortización mensual de títulos del Tesoro de 60.000 a 25.000 millones de dólares a partir de junio, más que la estimación de consenso y una medida de relajación suave pero sorprendentemente proactiva.
- Powell también subrayó una «cicatrización del lado de la oferta», destacando los efectos positivos del reciente aumento de la productividad y la desaceleración de la inflación de los costes laborales unitarios.
- A pesar de las sólidas cifras de las nóminas no agrícolas privadas en el 1T y de que la inflación subyacente se sitúa por encima del 3%, Powell también aludió a la fragilidad del mercado laboral y a la desinflación prevista.
- Este giro hacia una política expansiva ha creado lo que puede parecer una dinámica de «poli bueno/poli malo» entre la Fed y el Tesoro estadounidense, en especial desde que la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, publicara un Anuncio Trimestral de Refinanciación (QRA, por sus siglas en inglés) sorprendentemente restrictivo el mismo día de la conferencia de prensa de Powell.
- Los planes de financiación del Tesoro estadounidense ahora apuntan a rendimientos más altos a largo plazo y el QRA del 2T muestra que la emisión total desde el 2T al 3T (superior a 1,1 billones de dólares) llegará a su nivel más alto desde 2022.
- El tamaño de las subastas de títulos a 10 años del Tesoro se mantendrá estable pero en un nivel récord.
- Yellen también predijo una Cuenta General del Tesoro (TGA) mayor, evitando en efecto las acusaciones de sesgo político que podrían lanzarse si la TGA quedara vacía justo antes de las elecciones presidenciales en el país y puede que como reflejo de la preocupación por un déficit nacional excesivo con una situación de inflación rígida.

El fuerte volumen de emisión en el extremo largo presenta retos porque requiere un mayor presupuesto de riesgo para el sector privado —p. ej., grandes bancos que ejercen de operadores primarios para las subastas del Tesoro— para almacenar en el balance general. Esto limita potencialmente la capacidad del sector privado de asignar recursos a los mercados de crédito o de renta variable.

En resumen, el sector privado busca absorber más emisión de duración ponderada del Tesoro, lo que restringirá las condiciones de liquidez respecto de los holgados niveles del 1T. Aunque este proceso debería ser gradual, los mercados tendrán que adaptarse. Es razonable esperar que continúen tanto la volatilidad de los tipos como una curva de rendimientos estadounidense más pronunciada. Está claro que los días de equilibrio económico han llegado a su fin.

- Robert Steven Kaplan, antiguo presidente del Banco de la Reserva Federal de Dallas, dejó un comentario interesante al hablar sobre la necesidad de «ralentizar la aplicación de la Ley de reducción de la inflación para ralentizar la inflación», lo que apunta a la paradoja que supone hacer un llamamiento a relajar la propia legislación diseñada para atajar la inflación.

Una vez pasados el anuncio de la Fed y la QRA del 2T, y sin nada que apunte en una dirección clara en cuanto a políticas (la Fed más expansiva y el Tesoro más restrictivo), creemos que los mercados de renta variable necesitan que vuelva la desinflación.

En este sentido, destacamos comentarios recientes de Morgan Stanley, que predijo que las cifras de inflación muy posiblemente disminuirán inesperadamente ya para los próximos datos del IPC de Estados Unidos, puesto que sus indicadores sugieren una veloz desaceleración del crecimiento del mercado del alquiler. Cabe mencionar que las cifras de inflación de los servicios financieros suelen estar correlacionadas con el rendimiento

Posicionamiento

Los mercados ahora prevén que el primer recorte de tipos de la Fed se aplazará a noviembre. Sin embargo, parece cuestionable pensar que la Fed vaya a comenzar un ciclo de recortes en la semana de las elecciones estadounidenses. Creemos que la Fed actuará respetando las distancias, ya sea en julio (y solo si la inflación es muy alta o se avecina una ralentización de la economía) o ya pasado noviembre.

La dependencia de los datos de la Fed que el propio organismo proclama puede conllevar retos, sobre todo si las tendencias del lado de la oferta son desfavorables. A Powell le puede resultar más difícil desestimar persistentemente unos niveles altos de inflación refiriéndose a la productividad como factor neutralizador. Preocupa que un giro de vuelta a una posición más restrictiva llegue en mal momento. Sin embargo, por ahora Powell parece decidido a aplastar cualquier posibilidad de futuras subidas de tipos.

Esperamos que la volatilidad de la renta variable a corto plazo se mantenga alta hasta que la dinámica de la inflación vuelva a tornarse más negativa y la volatilidad de los tipos se estabilice. Cabe mencionar que creemos que la desinflación podría volver en el 2T.

En resumen: el contexto macroeconómico se ha vuelto menos favorable desde marzo por la mayor inflación y el incremento de la presión sobre los tipos, pero a las acciones les puede seguir yendo bien. Unos beneficios resilientes probablemente también hayan puesto un suelo a las bajadas de las acciones en las últimas semanas, según los estrategas de Barclays.

Creemos que la corrección de la renta variable iniciada en abril acabará en mayo y las tendencias históricas en años de elecciones indican unas fuertes rentabilidades en junio, julio y agosto.

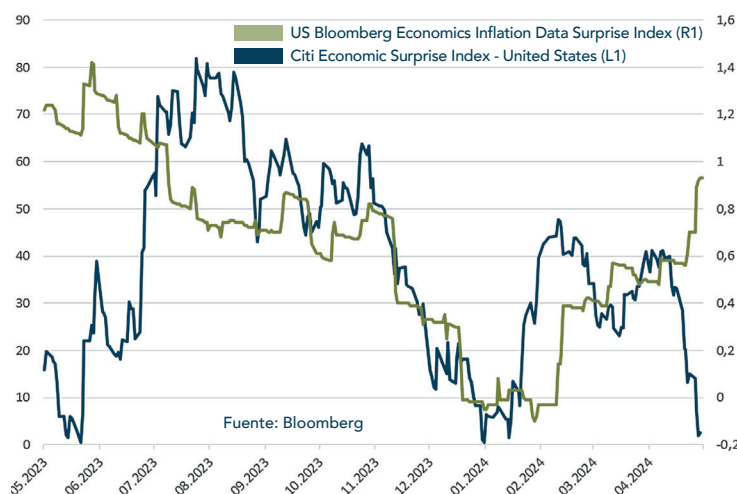
- Esperamos que los inversores se concentren más en las próximas elecciones estadounidenses, sobre todo en las cuestiones de impuestos, aranceles y deuda.
- En cuanto a las materias primas, a medio plazo seguimos creyendo que el oro subirá, ya que ha avanzado en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas y aumento de las compras por parte de los bancos centrales. Tácticamente, esperamos que el precio del oro siga consolidándose entre los 2.200-2.400 dólares/onza hasta mediados de año.

- Los riesgos geopolíticos siguen en su nivel más alto en décadas. Ante la escalada de las tensiones en Oriente Medio, Bloomberg Intelligence advierte de la posibilidad de una crisis mundial en la que los precios del crudo podrían llegar hasta los 150 dólares/barril con un impacto de 1 billón de dólares en el PIB mundial.

La cara del miedo a la estancación en EE. UU.

La reciente divergencia entre las dos líneas no puede obviarse. Los datos económicos estadounidenses han sorprendido a la baja, mientras que los de la inflación lo han hecho al alza, lo que refleja un entorno que puede describirse como de estancación. Sin embargo, la situación todavía no está arraigada y podría cambiar aún con los datos del 2T.

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, Yardeni Research



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). 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.