

El Big Mac sobre regímenes macroeconómicos

Cambio de paradigma del mercado

Autor

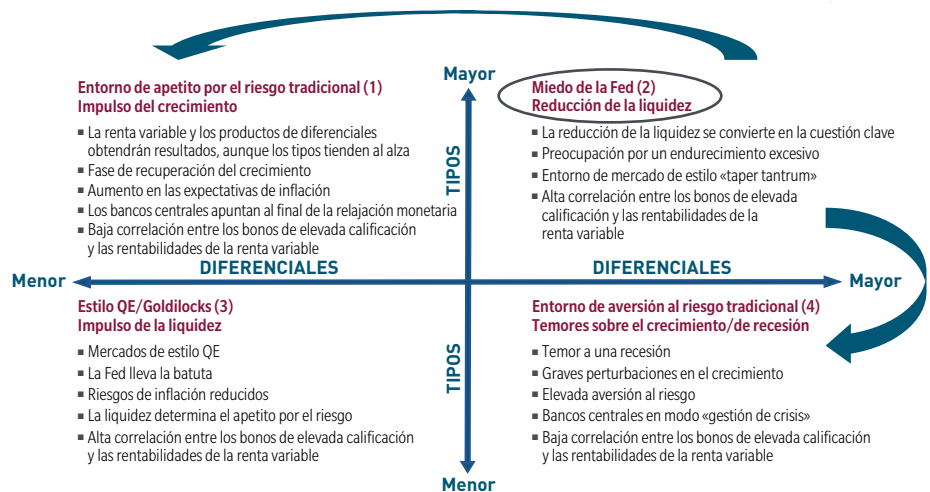


Benoît Anne
Managing Director
Grupo de soluciones de inversión

Probablemente seremos testigos de un cambio de paradigma en los mercados globales. El régimen macroeconómico imperante, el «miedo de la Fed», seguramente llegará a su fin en un futuro próximo. En nuestra opinión, conforme dejamos atrás ese régimen, la narrativa del mercado dejará de centrarse en la liquidez para girar en torno al crecimiento. El miedo de la Fed fue el peor escenario para los bonos. Las perspectivas de rentabilidad de la renta fija deberían mejorar cuando se deje atrás este régimen y, en nuestra opinión, podría haber llegado el momento para aumentar las asignaciones a renta fija.

El miedo de la Fed ha llegado a su fin. El régimen macroeconómico del miedo de la Fed surgió a finales de 2021, cuando quedó claro que la Reserva Federal estadounidense comenzaría de forma inminente su ciclo de endurecimiento monetario. La prevalencia de este régimen macroeconómico tuvo consecuencias devastadoras para los mercados globales, y muchas clases de activos arrojaron sus peores pérdidas en décadas debido a la subida de los tipos de interés. Mientras tanto, los diferenciales de crédito se ampliaron y los activos de riesgo, incluida la renta variable, sufrieron considerables espirales de ventas (véase el cuadrante superior derecho del gráfico 1)¹.

Gráfico 1: Cuatro regímenes macroeconómicos globales de renta fija



Fuente: MFS, con fines meramente ilustrativos.



Además, la correlación entre bonos y acciones pasó a ser positiva, lo que hizo mella en la propuesta de valor de la renta fija como factor de diversificación de la cartera (gráfico 2). Ahora bien, creemos que el régimen macroeconómico del miedo de la Fed tiene los días contados, sobre todo porque el ciclo de endurecimiento de la Fed está llegando a su fin. En nuestra opinión, este cambio de régimen macroeconómico conllevará un regreso de la correlación entre bonos y acciones a los niveles normales de las dos últimas décadas. Prueba de ello es que la correlación a corto plazo, que suele reaccionar con mayor rapidez, ya se ha reajustado a la baja, de modo que la correlación móvil a 60 días entre bonos y acciones es ahora negativa². Consideramos que la correlación a 2 años a medio plazo que se ilustra más abajo empezará a tender a la baja a lo largo del año.

Gráfico 2: El miedo de la Fed desencadenó la mayor correlación entre bonos y acciones en décadas



Fuente: Bloomberg. Datos mensuales hasta mayo de 2023. El coeficiente de correlación se basa en la correlación móvil a 2 años de las rentabilidades mensuales del índice de bonos del Tesoro estadounidense y del índice S&P 500.

La confianza también debería salir reforzada. Hay escasos motivos para temer a la Fed, puesto que el ciclo de endurecimiento está a punto de culminar. Algunos participantes del mercado están hablando de un «salto» en junio, es decir, creen que la Fed no subirá el tipo oficial en ese mes pero que acometerá una última subida en julio. Otros consideran que el ciclo de endurecimiento ya se ha acabado. En cualquier caso, la Fed está a punto de pasar el relevo como catalizador de los mercados globales. En esta coyuntura, el precio implícito del tipo terminal del banco central se sitúa en el 5,42% para agosto de 2023, lo que sugiere un endurecimiento de unos 17 puntos básicos adicionales desde el nivel actual, u otra subida de casi 25 puntos básicos (gráfico 3). Estamos convencidos de que el final del ciclo de endurecimiento ayudará a estimular la confianza de los inversores, aunque podría provocar un cierto grado de normalización en la volatilidad de los tipos, a medida que la principal causa de la volatilidad reciente, un agresivo ciclo monetario, desaparece. Por el momento, la volatilidad de los tipos se mantiene en cotas elevadas, como muestra el nivel del índice MOVE de 124 puntos, muy por encima de su media de cinco años de 77. No obstante, anticipamos que el índice MOVE mostrará una trayectoria bajista en el futuro³.



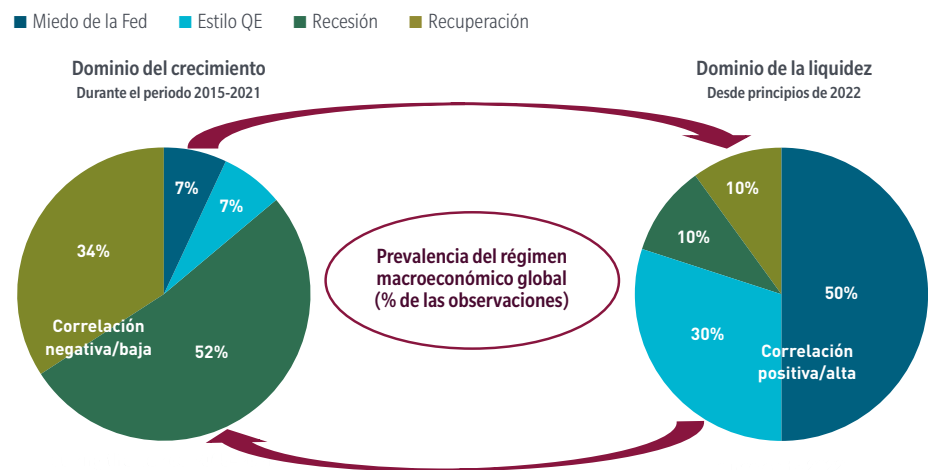
Gráfico 3: Tipo terminal implícito de la Fed basado en los futuros sobre fondos federales



Fuentes: Bloomberg. Datos diarios del 1 de marzo de 2022 al 2 de junio de 2023. Los datos hacen referencia al límite superior. Tipos oficiales implícitos basados en los contratos de futuros mensuales sobre los fondos federales de mayo de 2023 a diciembre de 2024, ajustados en un 0,125% para reflejar el límite superior de los fondos federales.

El paradigma probablemente pasará de centrarse en la liquidez a girar en torno al crecimiento. El régimen del miedo de la Fed se ha observado un 50% del tiempo desde 2022 (gráfico 4); se trata, según nuestra terminología, de un régimen de «dominio de la liquidez», puesto que la liquidez actúa como el principal catalizador del mercado. En dicho régimen, el impacto de una reducción de la liquidez es lo que más preocupa a los inversores. En nuestra opinión, la principal narrativa del mercado pasará a centrarse en el crecimiento en un futuro próximo, ya que los temores de recesión están convirtiéndose en el mayor foco de inquietud de los mercados. Existen dos tipos de regímenes distintos en la categoría de «dominio del crecimiento»: los temores sobre el crecimiento y el impulso del crecimiento (gráfico 1). En el régimen de los temores sobre el crecimiento/de recesión, los tipos descienden, al tiempo que los diferenciales se amplían, a medida que se descuenta un mayor riesgo de recesión. En el extremo opuesto del espectro de crecimiento, el régimen del impulso del crecimiento suele caracterizarse por unos mayores tipos y unos diferenciales más estrechos. Se trata de un resultado potencial a corto plazo, sobre todo si Estados Unidos logra evitar una recesión. El riesgo principal para nuestra hipótesis es un continuado sesgo restrictivo por parte del banco central, lo que prolongaría el miedo de la Fed y provocaría casi inevitablemente una recesión más profunda.

Gráfico 4: Cambio de paradigma del mercado



Con fines meramente ilustrativos. Notas y fuentes: Sobre la base de datos mensuales desde enero de 2015 hasta abril de 2023. Bloomberg. Rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años Diferenciales del índice Bloomberg US IG Corporate. Una observación del «miedo de la Fed» se define como un aumento mínimo mensual de 10 p.b. de los tipos a 10 años y, al mismo tiempo, una ampliación de 5 p.b. de los diferenciales del crédito IG. El régimen de «estilo QE» se observa cuando los tipos a 10 años descienden en 10 p.b. como mínimo durante un mes, al tiempo que los diferenciales de crédito IG caen en 5 p.b. Del mismo modo, el régimen de «recesión» se caracteriza por una caída mínima de 10 p.b. de los tipos y una ampliación mínima de 5 p.b. de los diferenciales. Por último, el régimen de «recuperación» se corresponde con un aumento de los tipos de al menos 10 p.b., junto con un estrechamiento de los diferenciales de al menos 5 p.b. El % de las observaciones para cada régimen equivale simplemente al ratio entre el número de observaciones para un régimen dado y el número total de observaciones de régimen para un periodo determinado. La flecha inferior ilustra nuestra visión de que el paradigma del mercado volverá a cambiar desde el crecimiento a la liquidez.



Podríamos estar asistiendo al final del ciclo económico. En nuestra opinión, lo más probable es que Estados Unidos entre en recesión en un futuro cercano. Los analistas están retrasando una y otra vez la fecha prevista del comienzo de la recesión, dada la resiliencia de la economía estadounidense. Si bien predecir una recesión es más un arte que una ciencia, creemos que una entrada en recesión en el cuarto trimestre de este año constituye un pronóstico razonable. Los datos preliminares de actividad sugieren que cualquier recesión estadounidense revestirá un carácter leve, habida cuenta de la ausencia de obvios desequilibrios sistémicos en los balances. Ahora bien, las perspectivas de crecimiento en este escenario base son todavía inciertas, con riesgos tanto al alza como a la baja. No puede descartarse un «aterrizaje suave», a saber, una ralentización que no es lo suficientemente significativa para considerarse una recesión. Ahora bien, una recesión grave también podría materializarse si se descubren importantes excesos financieros, por ejemplo en el universo de activos privados, o si los riesgos de estabilidad financiera se intensifican aún más.

Nuestro seguimiento del riesgo de recesión apunta a una lenta trayectoria hacia la recesión. Todavía existe un elevado grado de disparidad entre las señales de crecimiento en todo el espectro de indicadores adelantados. Las señales de recesión más alarmantes proceden de los denominados «datos blandos», en concreto, los datos de encuestas sobre la confianza empresarial, la confianza de los consumidores y las condiciones de préstamo. No obstante, los márgenes de beneficios corporativos se mantienen en cotas elevadas y el mercado de trabajo sigue mostrando fortaleza, como refleja el reducido nivel de solicitudes de subsidio por desempleo iniciales (gráfico 5). Además, nuestro indicador del ciclo económico (BCI, por sus siglas en inglés) sugiere actualmente un riesgo de una desaceleración significativa, pero no de una recesión inminente (gráfico 6). En el pasado, el nivel del BCI que se asociaba a unos riesgos de recesión grave se acercaba más a -1 que a -0,47. -

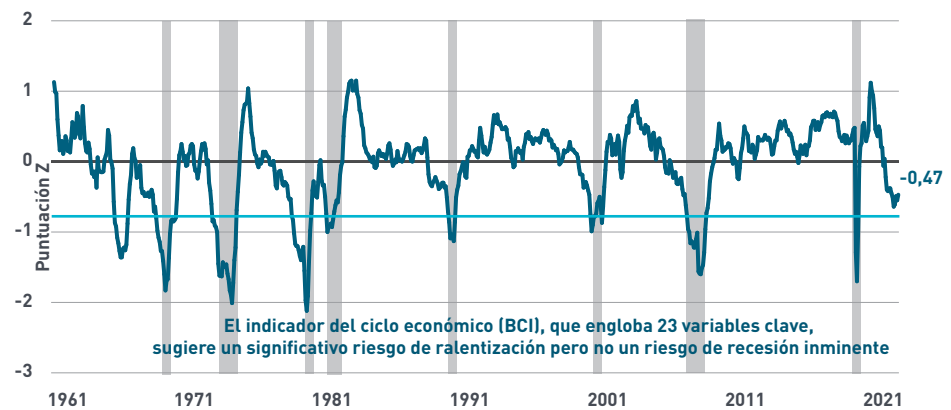
Gráfico 5: Seguimiento de los riesgos de recesión

Vigilancia del riesgo de recesión	último	6 meses antes	Riesgo de recesión elevado
Encuesta industrial Empire State Fed Nueva York	-2,47	-0,24	↑ Riesgo de recesión elevado ↓ Riesgo de recesión reducido
Encuesta de opinión préstamos bancarios sénior	-2,10	-1,39	
Confianza de los consumidores Univ. Michigan	-1,97	-2,20	
Índice de optimismo peq. empresas NFIB	-1,83	-1,40	
Indicadores adelantados Conf. Board	-1,79	-0,98	
Nuevos pedidos ISM	-1,67	-1,14	
Nuevas construcciones	-1,12	-0,52	
Permisos de obra	-1,07	-0,59	
Perspectivas empresariales Fed Filadelfia	-1,03	-1,32	
Coste laboral unitario	-0,98	-1,19	
ISM Manuf.	-0,98	-0,65	
ISM Servicios	-0,76	-0,12	
Perspectivas gasto de capital	-0,75	-0,39	
Crecimiento de beneficios corporativos	-0,24	0,15	
Índice Asociación Nacional de Constructores de Viviendas	-0,12	-1,07	
Variación del margen de beneficios	-0,08	-0,14	
Variación del ratio de compensación (% del PIB)	-0,01	0,55	
Ratio de inversión (% del PIB)	0,18	-0,19	
Brecha de producción (% del PIB potencial)	0,23	0,06	
Confianza de los consumidores Conf. Board	0,25	0,22	
Ventas de casas nuevas	0,46	-0,85	
Solicitudes de subsidio por desempleo iniciales	0,50	0,57	
IPC Componente energético	0,90	-1,18	
Nivel de margen de beneficio	1,12	1,35	

Fuente: Bloomberg. Sobre la base de puntuaciones z individuales desde enero de 1960 o desde el lanzamiento de la serie de datos, lo que sucediera primero. Los datos para cada variable se corresponden con la observación de datos mensuales más reciente. Véanse las notas al final del documento para obtener información detallada sobre las fuentes.



Gráfico 6: Ningún riesgo de recesión inminente



Fuente: Datos de Bloomberg. Datos mensuales de enero de 1962 a abril de 2023. El BCI agrega las puntuaciones z de 23 variables.⁴ Las partes sombreadas designan las recesiones oficiales estadounidenses, según la definición de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). Una puntuación z indica a cuántas desviaciones típicas por encima/debajo de la media se ubica un valor. La línea horizontal designa una puntuación z de -0,85, lo que indica una considerable desviación de la media.

El cambio de paradigma del mercado probablemente resultará favorable para la renta fija. El régimen del miedo de la Fed fue el peor escenario para la renta fija. A nuestro parecer, las perspectivas de rentabilidad de la renta fija probablemente mejorarán cuando se deje atrás este régimen. En el régimen del miedo de la Fed, tanto los tipos como los diferenciales aumentaron, por lo que actuaron al unísono en perjuicio de la rentabilidad total. Por este motivo la mayoría de las clases de activos globales de renta fija cosecharon rentabilidades negativas de dos dígitos en 2022. En cambio, en los regímenes de dominio del crecimiento, se espera que los movimientos de los diferenciales y de los tipos se neutralicen entre sí, lo que significa que las posibles perturbaciones en las rentabilidades no se intensificarán. Si examinamos la matriz de resultados posibles de los movimientos de los tipos y de los diferenciales en el crédito estadounidense con calificación investment grade, observamos que la rentabilidad prevista a un año solo se tornará negativa si el mercado registra movimientos significativos. Por ejemplo, en el régimen del miedo de la Fed, la rentabilidad prevista a 1 año del crédito estadounidense con calificación investment grade solo se situará en terreno negativo si la variación neta de los movimientos combinados de los tipos y de los diferenciales ronda al menos 90 puntos básicos (una ampliación de los diferenciales de 120 p.b. y una caída de los tipos de 30 p.b. supondrían una variación neta de 90 p.b.). Si bien un movimiento de tal magnitud no puede descartarse, esto probablemente se asociaría con un escenario de recesión grave. En general, creemos que la probabilidad de rentabilidades negativas en el universo de renta fija debería ser menor en el futuro, después de la reciente corrección al alza de los tipos. Esto se debe a los mayores ingresos procedentes de los mayores rendimientos, lo que a continuación sube el listón para unas rentabilidades absolutas negativas.



Gráfico 7: Previsiones de rentabilidad a 1 año para el crédito estadounidense IG en varios escenarios de evolución de los tipos y los diferenciales

Crédito IG - EE. UU.

Movimientos de los diferenciales en el próximo año (p.b.)

	-150	-120	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
150	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07	-20,21
120	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07
90	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93
60	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79
30	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65
0	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50
-30	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36
-60	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22
-90	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08
-120	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94
-150	26,91	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21

Movimientos de los tipos en el próximo año (p.b.)

Fuente: Bloomberg; Crédito IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Agg Corporate. Rendimiento actual a 1 de junio de 2023. Duración actual a 1 de junio de 2023. La rentabilidad prevista a 1 año se calcula como el rendimiento actual + la variación neta entre el tipo y los diferenciales x la duración. Ninguna referencia a la rentabilidad y beneficios esperados en el futuro constituye una promesa, ni una estimación de la rentabilidad efectiva que puede obtener un inversor, y no debe considerarse fiable. Las previsiones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse un consejo, recomendación o garantía de rentabilidad. Las previsiones se basan en estimaciones subjetivas y en supuestos que aún no han tenido lugar o que pueden producirse. Las proyecciones tienen limitaciones porque no se basan en operaciones reales, sino en los modelos y datos recopilados por MFS. Los resultados no representan ni son indicativos de los resultados reales que pueden lograrse en el futuro. La rentabilidad de los inversores particulares puede variar significativamente.

En general, creemos que este podría ser el momento adecuado para aumentar las asignaciones a renta fija en previsión de este positivo cambio de paradigma del mercado. ▲



Notas

- ¹ El diagrama de cuatro cuadrantes describe los cuatro regímenes macroeconómicos de renta fija posibles sobre la base de los movimientos de los tipos y los diferenciales: el miedo de la Fed, los temores sobre el crecimiento/de recesión, la expansión cuantitativa y el impulso del crecimiento. En el régimen del miedo de la Fed, por ejemplo, tanto los tipos como los diferenciales tienden al alza. En el régimen de los temores sobre el crecimiento, los diferenciales se amplían, pero los tipos descienden.
- ² Fuente: Bloomberg. La correlación a corto plazo se calcula como la correlación móvil a 60 días de las rentabilidades diarias de los bonos del Tesoro estadounidense y del índice S&P 500. Bonos del Tesoro estadounidense = índice Bloomberg US Treasury. Los datos a 2 de junio de 2023 muestran un coeficiente de correlación de -0,48.
- ³ Bloomberg. El índice ICE BofA Move es un índice ponderado por la curva de tipos de la volatilidad implícita normalizada en las opciones sobre los títulos del Tesoro a un mes. Se trata de la media ponderada de las volatilidades sobre los bonos del Tesoro CT2, CT5, CT10 y CT30. Datos a 2 de junio de 2023.
- ⁴ El BCI incorpora las siguientes variables: las solicitudes de subsidio por desempleo iniciales (Departamento de Trabajo de Estados Unidos), los permisos de obra (Oficina del Censo de Estados Unidos), el índice de difusión de las encuestas sobre perspectivas empresariales de la Reserva Federal de Filadelfia (Fed de Filadelfia), las ventas de casas nuevas (Oficina del Censo de Estados Unidos), el índice de confianza de los consumidores (Universidad de Michigan y The Conference Board), el índice agregado de expectativas de gasto de capital de las encuestas regionales de la Fed (Nueva York, Richmond, Dallas, Kansas City, Filadelfia), los nuevos pedidos de ISM (Institute for Supply Management), las variaciones del margen de beneficios corporativos (Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos), el crecimiento de los beneficios corporativos (Oficina de Análisis Económico), el nivel del margen de beneficios corporativos (Oficina de Análisis Económico), la brecha de producción (Oficina de Presupuesto del Congreso), el índice de precios al consumo de Estados Unidos (Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos), la encuesta industrial (sector manufacturero) Empire State (Fed de Nueva York), el índice de la Asociación Nacional de Constructores de Viviendas (NAHB), el índice de optimismo de las pequeñas empresas de NFIB (NFIB), las nuevas construcciones (Oficina del Censo), la encuesta de opinión sobre préstamos bancarios sénior, % neto de bancos nacionales que endurecen las condiciones de crédito comercial e industrial para pequeñas empresas (Fed), el ISM manufacturero (Institute for Supply Management), el ISM de servicios (Institute for Supply Management), el ratio de inversión: inversión en capital fijo como % del PIB – convertido en series mensuales a través de interpolación (Oficina de Análisis Económico), la variación del ratio de compensación – la compensación de renta personal de los empleados recibida como % del PIB, variación a 12 meses del ratio (Oficina de Análisis Económico) y el coste laboral unitario (Oficina de Estadísticas Laborales).

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc.; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.