

Víctor
Alvargonzález

CUADERNOS DEL MERCADO

73

MARZO 2023



Índice

Resumen	4
Portada	
¿Ya no funcionan los indicadores adelantados o es que somos impacientes?	5
Renta variable	
Inflación USA: la “culpa” es de peluqueros, dentistas y restaurantes	12
Los gestores siguen fuera del mercado, ¿buena señal de cara al futuro?	15
Apéndice: notas y glosario de términos	16

Informe mensual de estrategia

correspondiente
al mes de **marzo**
de **2023**

Este número de “Los Cuadernos” tiene algo de monográfico. Pero verán que merece la pena. Porque ahora mismo la clave de lo que pueda pasar en los mercados está en si los indicadores adelantados de la economía norteamericana siguen funcionando o no. Y la cuestión no es baladí.

Si sólo se han retrasado más de lo habitual en mostrarnos el futuro próximo, pronto veremos cómo la economía norteamericana pierde fuelle y, con ella, el consumo y el empleo. Eso permitiría a la Reserva Federal ser menos agresiva. Pero si han dejado de funcionar significa que el crecimiento, el empleo y, en consecuencia, la inflación, se mantendrán robustos y en ese caso la Fed tendrá que mantener su agresividad. Y de lo que hagan la inflación y en consecuencia la Fed dependerá en gran medida lo que hagan las bolsas (renta variable) y los bonos (renta fija).

Eso en relación con los indicadores adelantados que ayudan a predecir el crecimiento. Pero tampoco parecen estar funcionando los específicos de la inflación. Si funcionaran, la inflación tendría que estar bajando más de lo que lo está haciendo. ¿Estamos siendo demasiado impacientes o la inflación es más “pegajosa” de lo esperado? Lo analizamos en el segundo capítulo.

El espacio que nos ha quedado lo hemos reservado para un indicador que, en el “semáforo de la inversión” de Nextep Finance, es lo que se conoce como un indicador “contrario”. Esto significa que, en nuestra opinión —y no somos los únicos—, el consenso del mercado suele equivocarse más que acertar y que el consenso —en este caso de gestores— sea bajista es una buena señal (aumentan las probabilidades de tener un año alcista).

En estos “Cuadernos” les damos ideas, en www.nextepfinance.com las tienen **con nombres y apellidos**. Estrategias de inversión personalizadas por activos, sectores y países, con fondos de inversión y ETF concretos y el timing adecuado para comprarlos y venderlos (la legislación española establece que el asesoramiento personalizado deben realizarlo entidades registradas en la CNMV, como Nextep Asesores Financieros EAF, registrada con el número 226).

El asesoramiento de Nextep se realiza **sin necesidad de que tenga usted que cambiar de banco o de intermediario financiero**. Podemos diseñar su cartera con fondos de su entidad o, si lo desea, con lo mejor del mercado. Sin “tocar” en ningún momento su dinero, porque somos asesores y nos limitamos a decirle lo que haríamos si estuviéramos “en sus zapatos”, no a gestionar su patrimonio.

Puede probar el asesoramiento independiente y especializado de Nextep desde solo **55 € al trimestre** (servicio básico con cuota trimestral). **Además seguirá recibiendo estos cuadernos**, porque están incluidos en todos los servicios de Nextep.

Esperando que este “Cuaderno” resulte de su agrado, reciba un saludo muy cordial,



victoralvargonzalez.com
info@victoralvargonzalez.com

Víctor Alvargonzález

Resumen

Probablemente los indicadores adelantados no están fallando, sino que se están yendo a la parte alta de lo que tardan en confirmarse.

Se están analizando los indicadores adelantados del PIB de EE. UU. en conjunto, cuando hay una gran divergencia entre servicios y actividad industrial.

Al final, los índices de actividad acabarán convergiendo. Si cae la actividad industrial acaba afectando a la actividad de servicios. Incluso en una economía avanzada.

Con la inflación USA está pasando algo parecido. Está siendo más pegajosa de lo esperado, pero todo apunta a que seguirá bajando.

El 70 % de los gestores piensa que estamos en un mercado bajista. Conociendo el historial de "aciertos" del consenso, es una buena señal.

Portada

¿Ya no funcionan los indicadores adelantados o es que somos impacientes?

Nunca, o al menos desde que el que suscribe trabaja en los mercados, han fallado de una manera tan estrepitosa los indicadores adelantados. Es como si la brújula se hubiera vuelto loca.

Los indicadores adelantados nos ayudan a saber cuál va a ser la fortaleza o debilidad de la economía en un futuro próximo. Y en este mercado en el que las malas noticias económicas son buenas noticias para la bolsa y los bonos —porque permitirían que la Reserva Federal redujera su agresividad—, es fundamental saber si el suflé de la economía norteamericana se está enfriando o no, porque de eso va a depender que baje la inflación. Si, por ejemplo, el empleo está muy fuerte, es difícil que baje la inflación salarial. Si la economía crece mucho, el empleo se mantendrá fuerte. Y así con todo.

Llama la atención lo unánimes que son los indicadores adelantados sobre la futura debilidad de la economía norteamericana, lo cual,

insistimos, sería una buena noticia para los mercados. Pero llama todavía más la atención la resistencia de la economía norteamericana a perder fuelle y dejar en evidencia la capacidad de predicción de los indicadores adelantados.

Es lógico que haya un espacio de tiempo desde que un indicador adelantado señala debilidad hasta que se produce. Pero es que llevamos meses con indicaciones en este sentido y ahí sigue el paro, en mínimos históricos. Y la economía en positivo. Pese a las muchas y potentes subidas de tipos que ha realizado la Reserva Federal.

Nunca han fallado tanto los indicadores adelantados. Es como si la brújula se hubiera vuelto loca. Justo cuando más necesitamos saber si se enfriará o no la economía norteamericana.

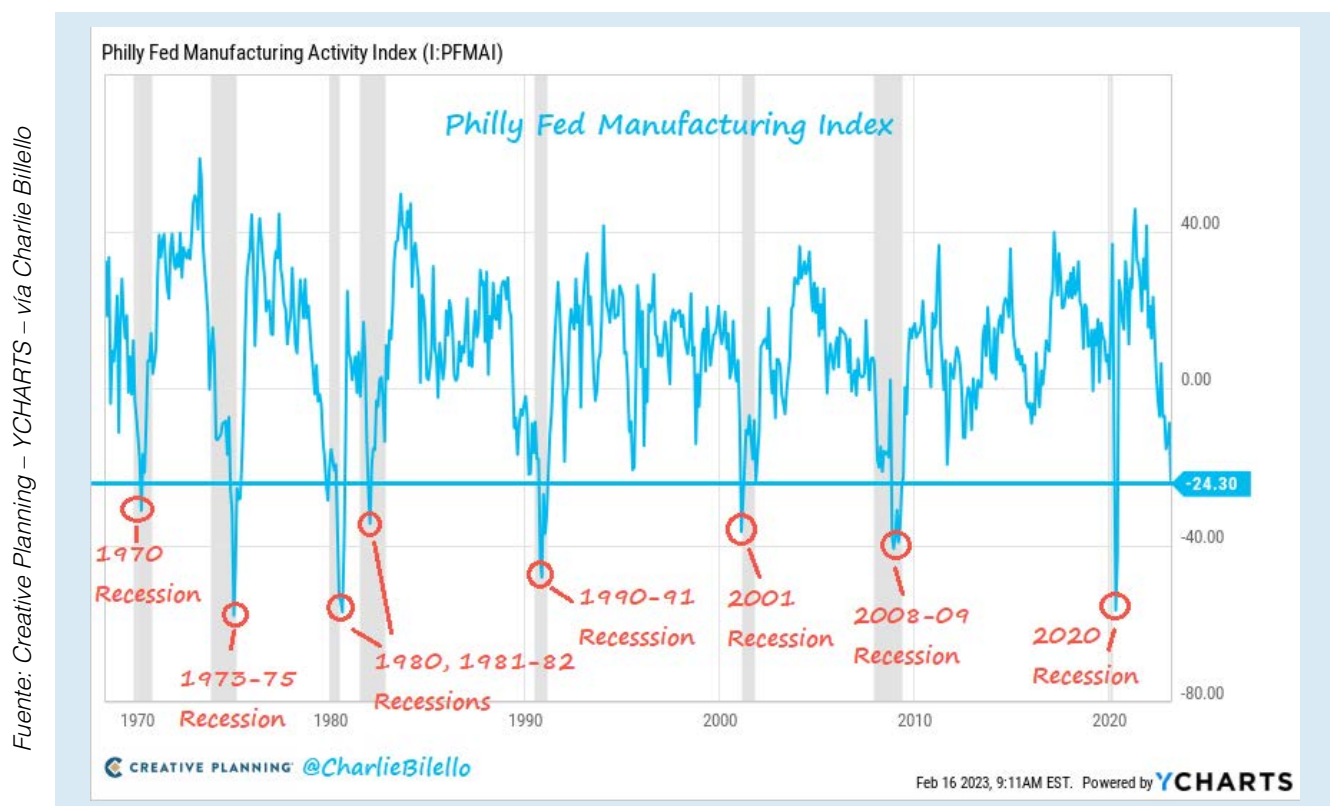
Así que vamos a ver algunos de los indicadores adelantados que han sido históricamente más fiables —entre los que ya adelantamos que no está el preferido de las redes, la famosa “curva invertida” porque no es especialmente eficaz— y luego vamos a explicar qué pensamos que puede estar fallando y por qué.

► Los indicadores

Empezaremos por uno muy respetado en EE. UU. porque, como verán, casi ha predicho milimétricamente los momentos de debilidad económica y las recesiones

(zonas sombreadas) desde 1970. Se trata del indicador de actividad manufacturera de la Reserva Federal de Filadelfia.

Gráfico n.º 1: Indicador de actividad manufacturera de la Reserva Federal de Filadelfia



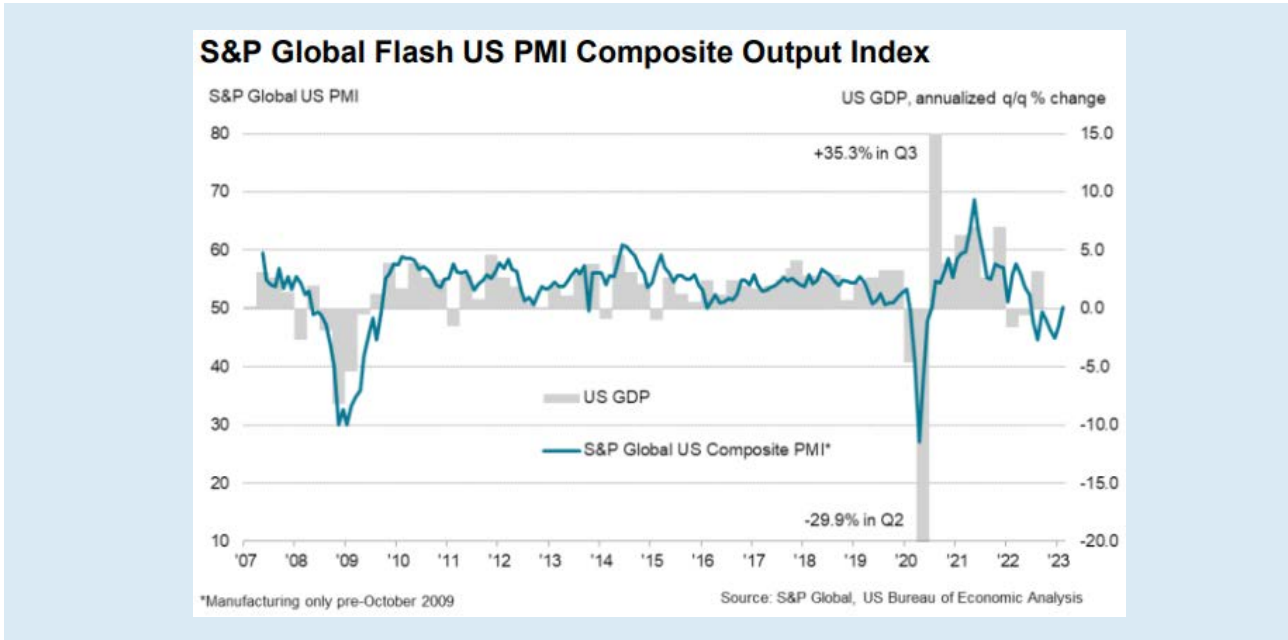
A los niveles actuales de este indicador tendríamos que estar ya en crecimiento plano o ligeramente negativo y, sin embargo, los últimos datos de la economía USA muestran crecimiento moderado, pero positivo.

Hay otros dos indicadores adelantados de actividad que casi siempre han funcionado: el PMI, que mide la actividad económica general en EE. UU. —una encuesta a los más importantes ejecutivos de com-

pras de compañías norteamericanas—, y el indicador de actividad del Institute for Supply Management (ISM).

El PMI nacional dice lo mismo que el de Filadelfia: el crecimiento debería de ser ya del 0 %. Y lo que vemos es que efectivamente el suflé pierde altura, pero el PIB (barras grises) sigue siendo positivo, aunque decreciente.

Gráfico n.º 2: Índice de actividad general de la economía de EE. UU.



Fuente: S&P Global, US Bureau of Economic Analysis

Cualquier lectura por debajo de 50 indica recesión, y es cierto que ahora estamos en 50, lo que se correspondería con un crecimiento plano.

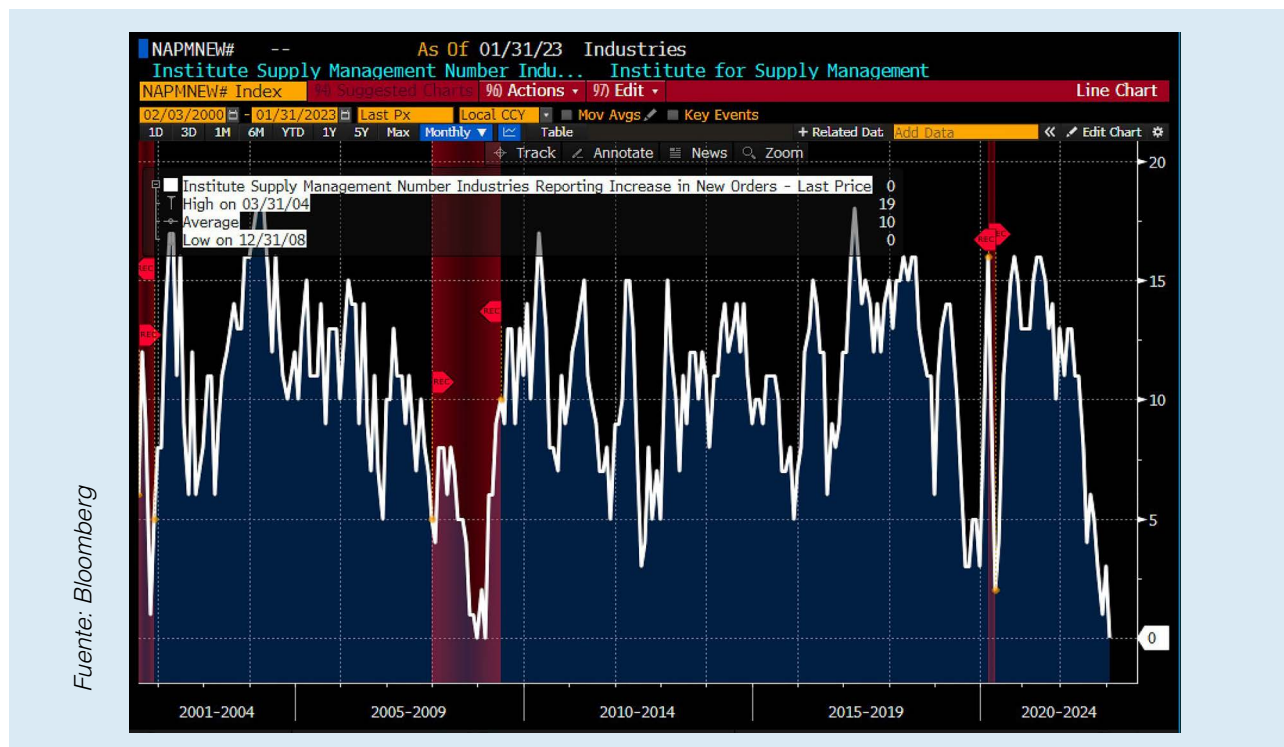
Pero sabemos que el componente de servicios, el más importante de una economía desarrollada, está por encima de 50. Así que ya tenemos una primera pista: no es que falle el indicador de actividad PMI, es que el mercado no se está fijando en el componente más importante, que son los servicios.

Tenemos una primera pista: no es que falle el indicador de actividad PMI, es que no nos estamos fijando en el componente más importante, que son los servicios.

Porque si nos fijamos en la actividad manufacturera, entonces tendríamos que estar ya en recesión hace tiempo, y no precisamente leve. Lo vemos en el ISM manufacturero. No se ha visto tan bajo desde la crisis financiera de 2008-2009 o la pandemia en 2020. Que ya es decir.

Así que comprobado: lo que está evitando la recesión es el sector servicios, pero es el más importante.

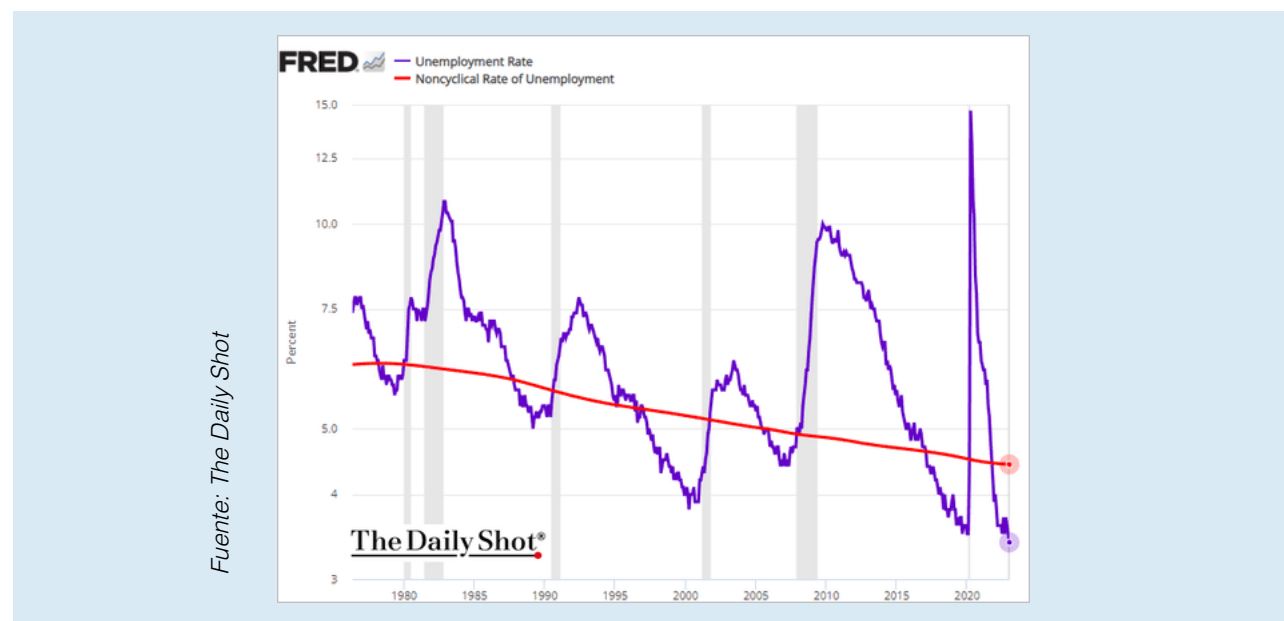
Gráfico n.º 3: Índice de actividad manufacturera en EE. UU.



Pero, muy importante: difícilmente va a aguantar el sector servicios si toda la industria entra en recesión.

En cuanto al empleo, que tanto mira la Fed, es un indicador muy atrasado. Antes de una recesión el paro siempre ha sido muy bajo. Lo vemos en el gráfico n.º 4.

Gráfico n.º 4: Nivel de paro en EE. UU.



Y finalmente, si miramos hacia la vivienda, que siempre ha sido un gran indicador adelantado, el veredicto sería inapelable, porque el desplome del mercado de la vi-

vienda en EE. UU. es evidente. El gráfico n.º 5 es el de la venta de viviendas unifamiliares y muestra una caída interanual de más del 36 %, la mayor desde mayo de 1980.

Gráfico n.º 5: Venta de viviendas unifamiliares en EE. UU.



Podríamos seguir y llenar este informe de gráficos de indicadores adelantados muy respetados entre todos los economistas y sacaríamos la misma conclusión: todos señalan hacia un aterrizaje económico, ya sea duro o suave, o, como mínimo, un crecimiento muy moderado que tendría que reflejarse en un incremento del paro, así que ¿por qué no es el caso?

► Nuestra explicación

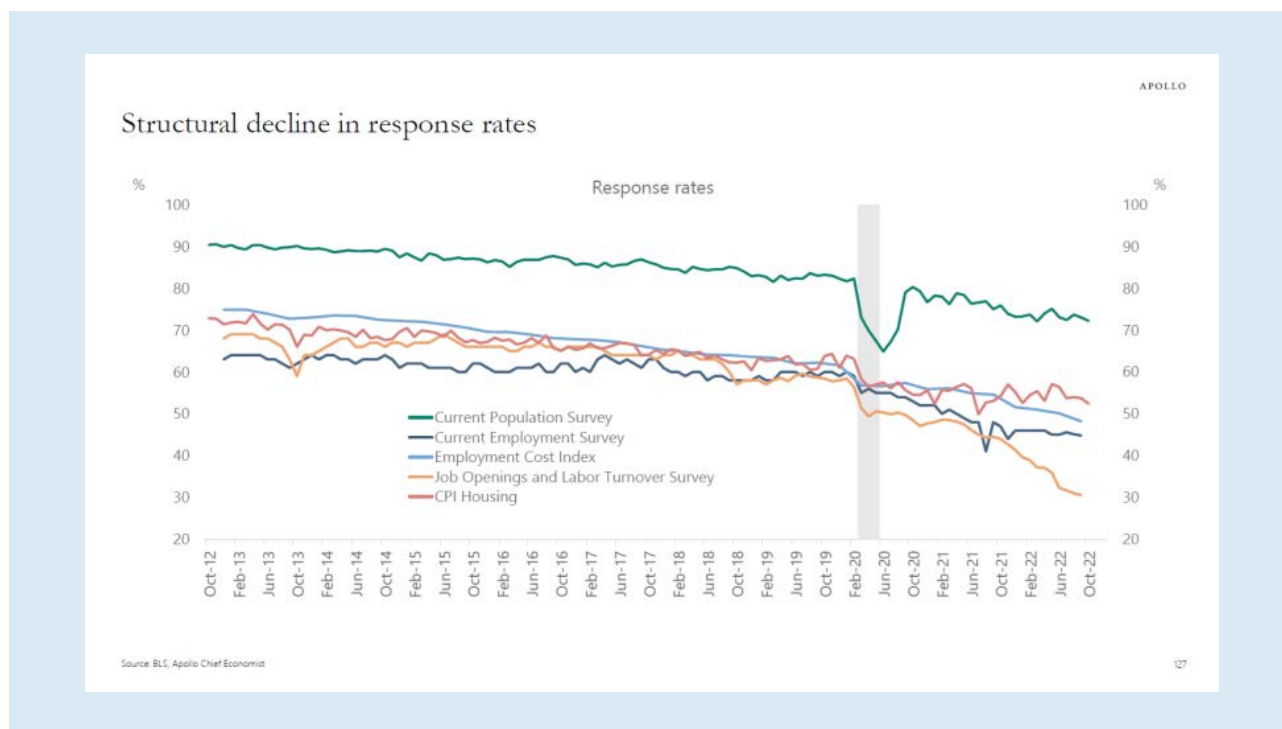
En nuestra opinión no es que los indicadores adelantados hayan dejado de funcionar, es que tal vez estamos siendo un poco impacientes. La historia nos muestra

que los indicadores adelantados tardan como mínimo un mes en confirmarse y como máximo tres.

La información de los indicadores adelantados suele confirmarse en un plazo que va desde un mes a tres meses. Esto último entraría en la casuística actual.

Además, el mercado no se está fijando en un “pequeño” detalle: en una economía como la norteamericana, el indicador adelantado más importante es el de servicios, que no indica recesión.

También hay otra explicación, aunque, probablemente solo tangencial: por algún motivo, los que tienen que responder a este tipo de encuestas de actividad cada vez responden menos. Lo vemos en el gráfico n.º 6.

Gráfico n.º 6: Caída estructural en la respuesta a encuestas oficiales


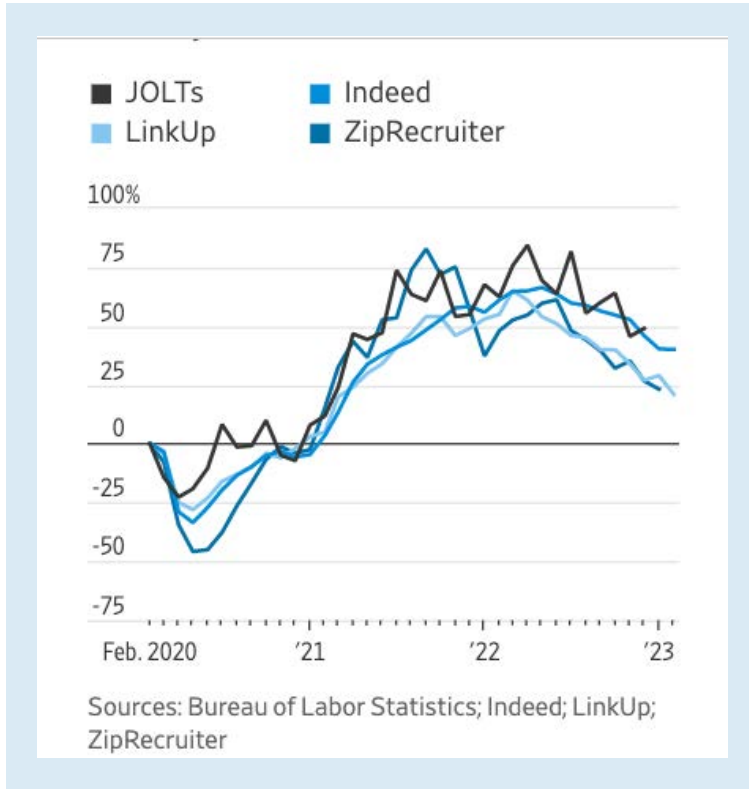
Fuente BLS, Apollo Chief Economist

Fíjense en la línea naranja, que nos muestra cuántos encuestados están dispuestos a responder a las encuestas de la administración sobre ofertas de empleo: es donde cada vez responde menos gente.

Ahora fíjense en el gráfico n.º 7. En negro tenemos las estadísticas oficiales de las ofertas de empleo (JOLTS), que están decayendo pero tienen muy nerviosa a la Reserva Federal porque la caída es muy lenta y recordemos que la Fed lo que quiere es que aumente el paro.

Pero si vemos los distintos colores de azul tenemos los datos de las grandes empresas privadas de búsqueda de empleo, que ofrecen una imagen mucho menos potente de la situación del empleo en EE. UU. En otras palabras, según esas tres empresas la creación de empleo se está enfriando notablemente. Y son datos directos de compañías que están plenamente integradas en el mercado laboral, no son encuestas.

Gráfico n.º 7: Dato oficial de ofertas de empleo vs principales compañías privadas



Fuente: Bureau of Labor Statistics – Indeed – LinkUp – ZipRecruiter

Finalmente otra de las explicaciones que puede tener más sentido: el optimismo del consumidor.

El ciudadano norteamericano se siente todavía confiado y no tiene miedo de gastar. Hay pleno empleo y tiene dinero ahorrado de los cheques que le dio el Estado para superar el confinamiento. Ciertamente está menos confiado que hace unos meses, pero aún así no está tan pesimista como en otras ocasiones, como vemos en el gráfico n.º 8. Pero cuidado: son muchas las ocasiones en las que la confianza ha estado en estos niveles justo antes de que se inicie la recesión.

Gráfico n.º 8: Confianza del consumidor en EE. UU.



Fuente: Bloomberg

▶ Conclusiones

La economía norteamericana irá perdiendo fuerza a partir de ahora, aunque seguramente no demasiada, porque:

- ▶ El Estado está inyectando una enorme cantidad de dinero vía gasto público.
- ▶ El sector servicios está todavía fuerte.
- ▶ Con un nivel de paro históricamente bajo y dinero que le dieron durante el confinamiento, el consumidor mantiene un alto grado de confianza.

Para las bolsas, a peor, mejor. A más afloje la economía USA, mayores probabilidades de que baje la inflación y que la Fed se tome un descanso en la subida de tipos.

El mejor escenario de todos es el de una recesión leve acompañada de cierto aumento del paro y de una caída aunque sea lenta de la inflación.

El peor sería un aterrizaje duro de la economía acompañado de una inflación persistente.

Renta variable

Inflación USA: la "culpa" es de peluqueros, dentistas y restaurantes

Ya que nos preguntamos por qué fallan los indicadores, también podemos preguntarnos por qué está costando bajar tanto la inflación en EE. UU. si...

▶ No solo ya no hay problemas con la cadena de distribución sino que del atasco hemos pasado al tráfico más fluido en más de una década.

▶ Los precios de las materias primas y de la producción manufacturera han caído, así como los del mercado inmobiliario.

▶ Los precios de la energía están ya incluso por debajo de donde estaban antes de que se iniciara la guerra de Ucrania.

La culpa de la inflación la tienen los políticos y su imprevisión, los bancos centrales y el efecto rebote de las sanciones a Rusia. Los proveedores de servicios se han limitado a defenderse.

En este caso la respuesta es muy fácil: la "culpa" la tienen todos los proveedores de servicios, es decir, desde los peluqueros o los dentistas pasando por los abogados, consultores, fontaneros, restaurantes, etc., etc.

Evidentemente lo de la "culpa" es ironía. Si tuviéramos que buscar a los culpa-

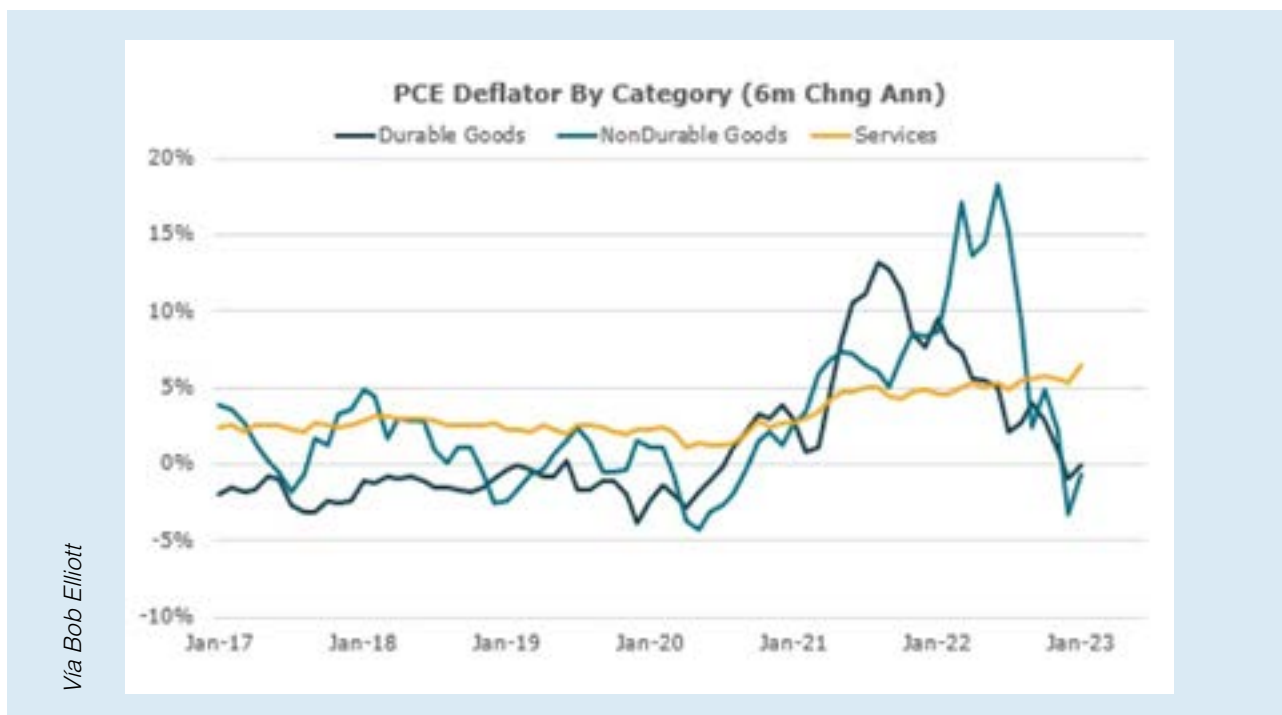
bles tendríamos que ir a los políticos que no predijeron que a la salida de los confinamientos habría que tener preparada la oferta de bienes y servicios, para que no se viera masivamente superada por la demanda. Y a los bancos centrales, que inundaron el sistema de dinero. O al efecto rebote de las sanciones, que disparó el precio de las materias primas y de la energía. Los dentistas, los abogados, los fontaneros o los restauradores lo único que hicieron fue defenderse.

El caso es que ahora tanto las materias primas como la energía bajan de precio, todo lo rápido que Rusia ha encontrado los muchos y diversos huecos que existen para saltarse las sanciones —y lo mismo se puede decir de los productos manufacturados (ver gráfico n.º 9)—, así que ¿por qué no cae el precio de los servicios?

Pues porque desde el dentista que ha visto como le subía la factura de la luz al agricultor que ha visto como se disparaba el precio de los fertilizantes y el diésel, todos tienen el miedo metido en el cuerpo y no harán nada hasta que vean un cambio que se mantenga en el tiempo y, sobre todo, hasta que el propio mercado les obligue a bajar los precios.

Esta situación se muestra muy bien en el gráfico n.º 9. Como puede observarse, la inflación de bienes tanto duraderos (líneas azul oscuro y claro) ha bajado mucho y se ha situado en niveles de hace seis años, que eran bastante moderados. El problema es que los servicios, que además como hemos visto en el capítulo anterior son la parte más importante de una economía avanzada, se mantienen en altos niveles de inflación.

Gráfico n.º 9: La inflación de bienes vs la inflación de servicios



Via Bob Elliott

Esa es la mala noticia. La buena es que como podemos ver en el gráfico n.º 9, esas diferencias tienden a equilibrarse con el tiempo.

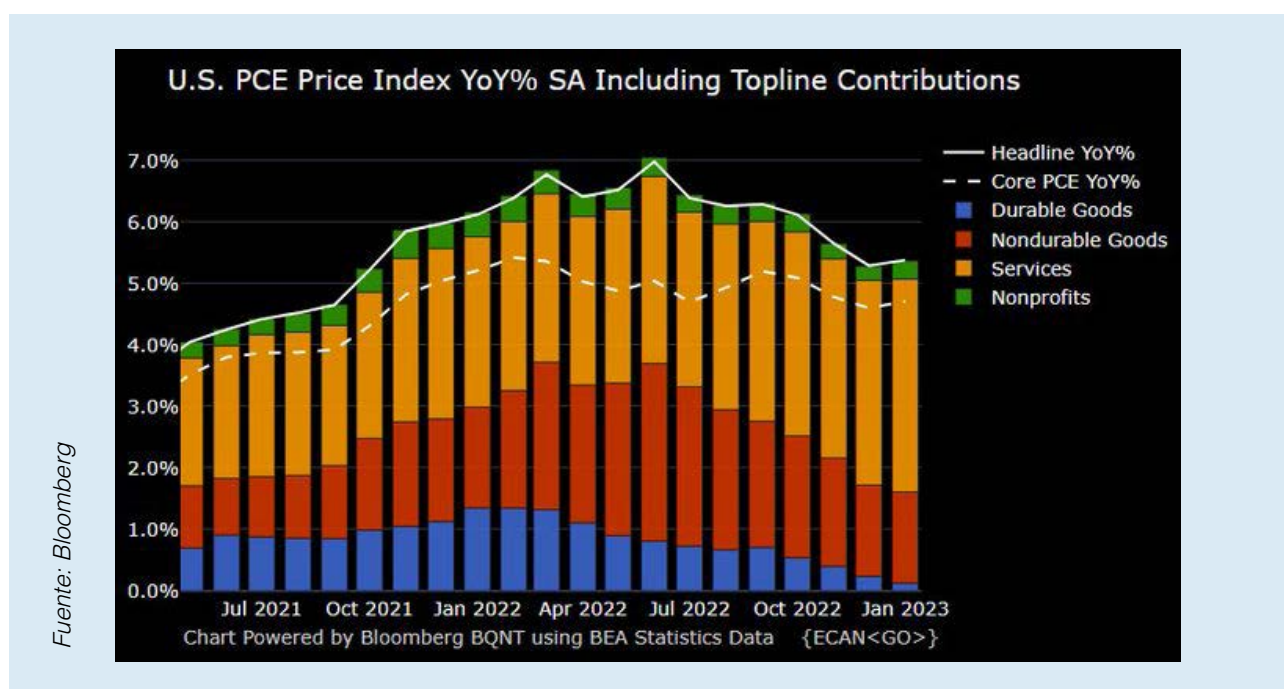
Sí, el mercado está muy nervioso por la inflación, pero también es cierto que la inflación está bajando (en EE. UU., que es la que mueve las bolsas). Lo que ocurre es que esas baja-

Bajar la inflación requiere tiempo. Tiene que funcionar la competencia, trasladarse a los servicios la caída en el precio de los productos y que haga efecto la subida de los tipos de interés.

das, igual que la vuelta al equilibrio que hemos mencionado anteriormente, no se producen de la noche a la mañana. Se va estableciendo una tendencia, que forma dientes de sierra y va por escalones, escalones que a veces son

auténticos descansillos. Lo vemos en el gráfico n.º 10:

Gráfico n.º 10: La medida de inflación preferida por la Reserva Federal de los EE. UU.



Hemos cogido la medida de inflación que más le gusta a la Reserva Federal, el famoso PCE. Observamos que efectivamente la inflación está bajando —línea blanca continua—, pero que lo hace con mucha calma en la parte de servicios.

La conclusión para nosotros es muy

parecida al capítulo anterior: estas cosas requieren tiempo. Tiene que funcionar la competencia, tiene que trasladarse a los servicios la caída de la inflación en los bienes (productos manufacturados) y, sobre todo, tiene que hacer efecto la presión de la subida de los tipos de interés en todos los actores, lo cual lleva su tiempo.

Los gestores siguen fuera del mercado, ¿buena señal de cara al futuro?

Hay un indicador que suele funcionar muy bien como predictor de lo

que puede hacer el mercado a medio plazo: la opinión de consenso de los gestores.

Pero no porque haya que unirse al mismo, sino para hacer todo lo contrario. Está demostrado que a la gran mayoría de los gestores les suelen pillar con el pie cambiado tanto las grandes subidas como las grandes caídas. Prueba de ello es que la gran mayoría suele hacerlo peor que los índices de referencia o se limitan a seguirlos.

Además, si hacer lo que diga el consenso de gestores fuera la llave de la ren-

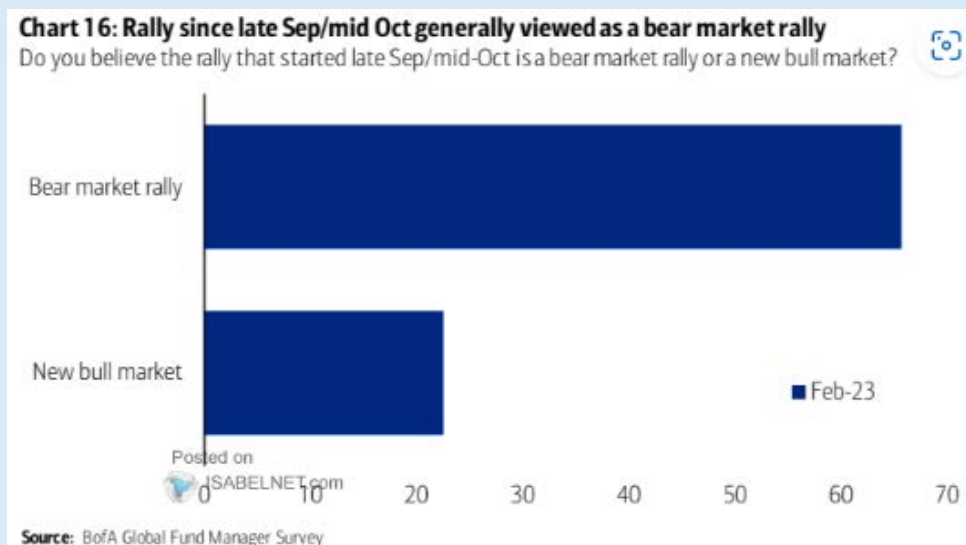
tabilidad, la mayoría de los inversores se harían ricos porque acertarían casi siempre, dado que es una información pública (o estos gestores gestionan sus carteras). Y está claro que no es el caso.

Antes de seguir, es importante matizar que el hecho de que el consenso se equivoca más que acierta no significa que se equivoque siempre. Es sólo un indicador más.

El caso es que este indicador contrario que es el consenso de los gestores sigue siendo claramente alcista para la renta variable, es decir, la mayoría (70 %) piensa que estamos ante una subida dentro de un mercado bajista, que es lo mismo que pensaban en el mes de octubre antes de la reciente recuperación bursátil. Lo vemos en el cuadro n.º 1.

Cuadro n.º 1: Los gestores piensan que estamos ante un rebote en un mercado bajista.

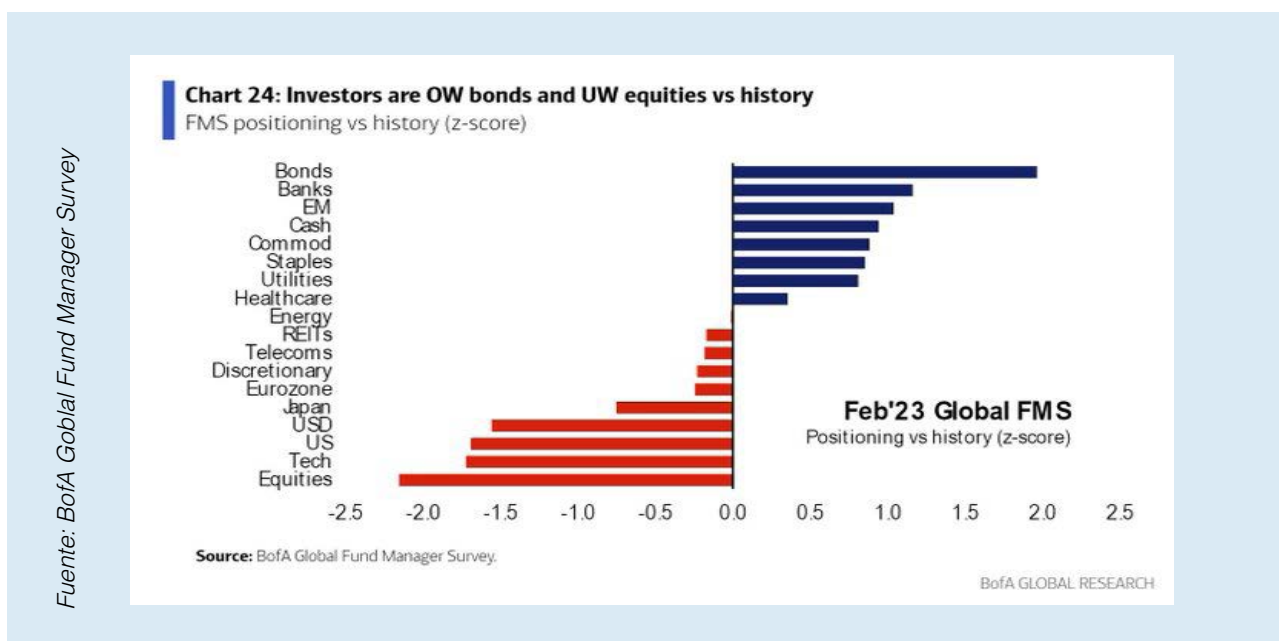
Fuente: BofA Global Fund Manager Survey



Y ya que estamos, vamos a ver cuál es la opinión sectorial de dicho consenso de

gestores respecto a la media histórica. Lo vemos en el cuadro n.º 2.

Cuadro n.º 2: Ponderación por activos y sectores en las carteras de los gestores.



El resultado es infraponderación en renta variable y en tecnología y sobreponderación en bonos, materias primas o bancos.

La sensación que da esta información es que están mirando el espejo retrovisor y se están posicionando más de acuerdo con lo que ha funcionado bien el año anterior (excepto los bonos), cosa que por cierto no hacían el año anterior por estas

fechas, que es cuando habría sido una buena idea.

Otra conclusión interesante es el nivel de liquidez (“cash”). Si la bolsa llegara a consolidar un cambio hacia una tendencia alcista, hay mucho dinero esperando a subirse al carro. Y esa es la mejor gasolina posible para las bolsas. Eso sí, todavía tendría que confirmarse y consolidarse un cambio de tendencia.

Apéndice

Notas y glosario de términos

En este informe me limito a dar mi opinión sobre los mercados y comento, de forma genérica, cómo hago mis inversiones, sin considerar más perfil de inversión que el mío propio, el cual no tiene por qué coincidir con el del lector.

Este es, por lo tanto, un servicio puramente informativo y una opinión exclusivamente personal, que trata de aportar ideas e información y no sustituye en ningún caso a un asesoramiento perfilado, personalizado y donde se haya analizado previamente y con detalle el perfil del inversor.

Para realizar estas tareas ponemos a su disposición el servicio de asesoramiento independiente y personalizado de **Nextep Finance**, en www.nextepfinance.com, donde le recomendaremos una cartera totalmente a la medida, con fondos de su o sus entidades financieras habituales o seleccionando lo mejor del mercado y con un servicio de seguimiento donde le avisaremos de todos los cambios que deba realizar. Además, le daremos todo tipo de ideas de inversión, información sobre noticias que afecten a los mercados y acceso a webinars de estrategia y de formación. Y todo por un precio realmente atractivo: **desde 55 €** al trimestre (servicio básico con cuota trimestral).

Notas

(1) La relación entre los tipos de interés y el precio de los bonos:

► Supongamos que compro un bono que ofrece un cupón del 3 % anual. Supongamos a continuación que, como consecuencia de la bajada de tipos en el mercado, un bono similar ofrece seis meses después un tipo de interés del 2 %. Obviamente yo no voy a vender mi bono —que ofrece un 3 %— por el mismo precio que se vende en el mercado el que ofrece un 2 %. Lo venderé por un importe superior que equilibre los cupones. Al bajar el tipo de interés del mercado el precio de mi bono ha subido.

Así funciona el mercado: el precio de un bono sube cuando el tipo de interés de bonos similares cae en el mercado. Que es más o menos lo que lleva ocurriendo en Europa desde hace décadas. A finales de los 80 el bono español a 10 años ofrecía un cupón superior al 10 %. Actualmente es superior al 3,5 %. De ahí el buen comportamiento que han tenido los fondos de renta fija en el periodo: bono comprado, bono que se revalorizaba al cabo de unos años. Pero ahora el margen de bajada ha desaparecido y, de hecho, los tipos de interés de los bonos están subiendo con fuerza, tal y como advertimos en su día, provocando la mayor caída en el precio de los bonos en décadas, caída que, sobre todo en el caso europeo, todavía no ha finalizado.