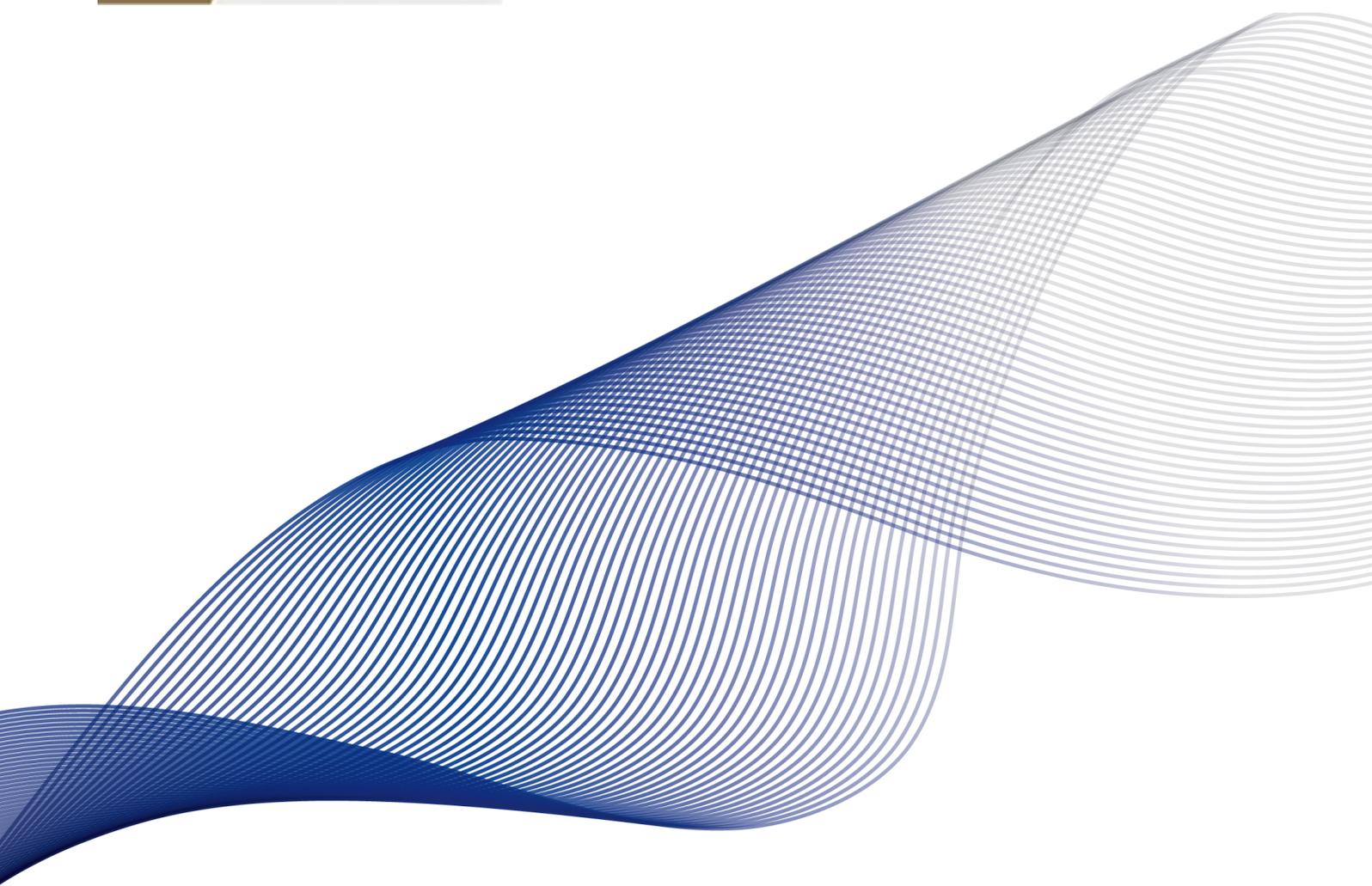


# Prime Partners

— DEPUIS 1998 —

## MARKET INSIGHT

JUNIO 2022





# Análisis de los Mercados

Junio 2022

## En busca de un nivel de tasas de interés de equilibrio

Más allá de las cuestiones geopolíticas o de las medidas chinas en la gestión de la covid-19 -que evidentemente han afectado a los mercados financieros durante los últimos meses-, son efectivamente las cuestiones relativas a las tasas de interés las que han impulsado la volatilidad (fuerte) de los activos financieros desde principios de año.

En primer lugar, hay dudas sobre el nivel de las tasas directoras que la Fed pretende fijar a medio plazo; sabemos que las revisiones al alza de las expectativas de los Fed Funds US han sido un factor determinante en la corrección bursátil desde mediados de enero. Sin embargo, observamos que los inversionistas han moderado recientemente sus expectativas en este frente.

También está, por no decir, sobre todo, el desplome de los bonos que vivimos, el cual culminó durante los primeros días de mayo. La

priori. En un contexto de fin del "dinero fácil" y de vuelta a un entorno de tasas de interés que nada tendrá que ver con el que imperó durante la década de 2010, es aún más comprensible que el nerviosismo haya llegado a los inversionistas que tienen que "imaginar" el marco global que determinará las evoluciones económicas y financieras de los próximos años.

El reciente comportamiento de los activos financieros es el reflejo de una realidad: los operadores del mercado están en una "búsqueda" del nivel de tasa de interés neutro que podría permitir que la economía y los mercados funcionaran de forma menos errática.

Esto es aún más difícil si se tiene en cuenta que las cifras económicas y/o financieras -como la buena temporada de beneficios del primer trimestre de 2022- están lejos de ofrecer una imagen clara. Aunque no cabe duda de que la economía mundial se está ralentizando, no es

**"La vuelta a la calma en los activos de renta fija es sin duda necesaria para un mejor comportamiento de las acciones."**

**FRANÇOIS SAVARY, CHIEF INVESTMENT OFFICER, PRIME PARTNERS**

fuerte volatilidad en los activos de renta fija alimentó tanto los temores de una incipiente crisis de liquidez como los movimientos erráticos en las bolsas y el "baño de sangre" que afectó a las acciones de larga duración, en particular a la de los sectores de la tecnología y del lujo.

Siempre hemos defendido, frente a todos los acontecimientos a los que nos hemos enfrentado desde los últimos meses, que la cuestión de las tasas de interés debía seguir siendo la prioridad absoluta en la mente de los inversionistas en 2022.

El concepto de tasa de interés neutra o "de equilibrio" y su determinación siguen siendo objeto de desacuerdo, ya que nadie es capaz de ofrecer una fórmula mágica que permita fijarlo a



por ello que esté condenada a una recesión rápida o a una deriva estanflacionista duradera.

¿Puede el crecimiento mundial seguir siendo positivo y satisfactorio en 2022? Seguimos creyendo que sí.

¿Puede normalizarse parcialmente la inflación en la segunda parte del año? Seguimos convencidos de ello.

Sin ser demasiado optimistas, se puede decir legítimamente a las Casandras de la "recesión evidente" que ciertos indicadores adelantados (índices PMI, en particular) y la solidez de los mercados de trabajo en las economías desarrolladas apenas favorecen esa tesis, al menos durante los próximos trimestres.



En este sentido, el mejor comportamiento de los mercados de bonos en mayo, después de que los rendimientos a 10 años de EE.UU. tocaran la barrera del 3,20%, es un acontecimiento importante.

Así, tras varios meses durante los cuales los flujos de venta lideraron los mercados de renta fija, el descenso de los rendimientos a 10 años en EE.UU. a 2,75% (en el momento de escribir estas líneas) parece indicar una mayor demanda de esta clase de activos.

Además, cabe destacar el descenso concomitante de la volatilidad de los bonos (índice MOVE). En efecto, esta evolución no es ajena al repunte bursátil al que asistimos en la segunda mitad del mes; es cierto que la marcada compresión de las relaciones precio/beneficio de los índices de acciones de los países desarrollados desde principios de año puede haber incitado a algunos inversores a reposicionarse, como consecuencia de una menor volatilidad de los bonos.

Como habrán comprendido, seguimos convencidos de que la cuestión de las tasas de interés debe seguir siendo el centro de las preocupaciones. Los acontecimientos de mayo son esperanzadores, pero no deben considerarse definitivos e irrevocables.

De hecho, la visibilidad del ciclo económico sigue siendo escasa y las evidencias son más escasas de lo que parece. El comportamiento de la inflación estadounidense durante los próximos meses será especialmente importante, ya que es esencial que baje de aquí a finales de año para poder prever una estabilización "sostenible" de los rendimientos US a 10 años en torno al 3%.

Ante un contexto económico y financiero que sigue sujeto a múltiples incertidumbres y tras dos meses erráticos para todos los activos, mantenemos las orientaciones generales de nuestra asignación táctica.

Por tanto, consideramos que sigue siendo legítimo privilegiar las acciones frente a los bonos.

Aunque la excesiva presión sobre los rendimientos de los bonos en abril y principios de mayo puede habernos impulsado a aprovechar oportunidades, dicho ajuste fue sólo marginal y no puso en duda nuestro deseo de limitar el riesgo de tasas de interés en las carteras.

Del mismo modo, aunque algunas compras de deuda corporativa con grado de inversión hayan parecido adecuadas, no hemos modificado nuestra recomendación de mantener una gestión prudente de la duración.

En general, aunque se haya reducido, una infraponderación en la canasta de los bonos sigue siendo apropiada en un horizonte de 3 a 6 meses.

En cuanto a las acciones, que se privilegian en una asignación de activos, seguimos con una exposición en línea con nuestro índice de referencia. De hecho, la escasa legibilidad del ciclo económico no nos anima a adoptar un enfoque más agresivo; en otras palabras, no aumentamos nuestra exposición de neutra a sobreponderada.

Es cierto que el rebote de finales de mayo podría llevar a considerar que la corrección ha terminado, después de que los índices coquetearan con niveles de "mercado bajista" durante las últimas semanas; además, la compresión de las valoraciones y el elevado nivel de pesimismo en el seno de la comunidad de los inversionistas son también argumentos que podrían utilizarse para adoptar un enfoque más agresivo en las bolsas.

Sin embargo, no creemos que se hayan cumplido las condiciones para asumir ese riesgo. Por lo tanto, preferimos mantener nuestro objetivo de asignación como brújula para el futuro inmediato y actuar, si fuera el caso, mediante ajustes tácticos según las circunstancias. Esto es otra forma de decir que no creemos que la asignación táctica en acciones deba ser objeto de un refuerzo intempestivo ni de una reducción sustentada en el pánico a los niveles actuales. Esta línea, que no es siempre fácil de mantener, nos parece adecuada en el contexto económico y financiero que prevemos para los próximos meses.

En cuanto a las divisas, nos mantenemos en una posición que anticipa un repunte de la moneda europea durante los próximos meses. En este contexto, nos congratulamos de la reciente recuperación del euro, tras un claro cambio de rumbo del Banco Central Europeo (vuelta a las tasas de interés cero a finales del tercer trimestre).

Esperamos que la paridad EUR/USD vuelva a situarse por encima de 1,10 durante los próximos 6 meses, sobre todo porque los acontecimientos políticos (elecciones de mitad de mandato) podrían pesar sobre la divisa del



Tío Sam. Un objetivo de 1,15 para finales de 2022 no es irreal.

Del mismo modo, la reciente estabilización de los precios del oro nos parece que allana el camino para una subida de este último durante los próximos meses. Con unas tasas menos volátiles, una divisa estadounidense más débil y en razón de sus virtudes de "protección", el metal amarillo debería ser capaz de subir por encima de los 1900 dólares a medio plazo.

En conclusión, la evolución de las tasas de interés sigue siendo la cuestión central que determinará el comportamiento de la economía y los mercados financieros durante los próximos meses. Esta lógica de mercado (cambio de rumbo monetario importante con reabsorción de la liquidez) nos parecía ya decisiva a principios de 2022.

Esto es especialmente cierto ahora que China se prepara para levantar las restricciones relacionadas con el resurgimiento de la covid-19 y que los acontecimientos en el frente ucraniano son realmente difíciles de predecir.

La reciente estabilización de los rendimientos de los bonos es más que bienvenida, ya que una vuelta a la calma en los activos de renta fija es sin duda necesaria para mejor comportamiento de las acciones.

No podemos sino alegrarnos del descenso de la volatilidad del mercado desde las últimas semanas, pero no podemos ignorar el hecho de que sigue siendo elevada en comparación con los estándares históricos y que, desde luego, no debemos dar por sentada la hipótesis de que la tendencia reciente va a continuar.

Aunque algunos datos económicos recientes han "persuadido" a los inversionistas de que pueden haber exagerado los temores de recesión y subestimado la capacidad de normalización de la inflación en la segunda mitad de 2022, es indispensable que los datos de los próximos meses justifiquen tales perspectivas. Sólo entonces podrán los inversores convencerse de que nos estamos acercando a un nivel de tasas de interés de equilibrio, a partir del cual se pueden elaborar hipótesis más "sólidas" para las economías y los mercados de activos en un horizonte de 12-18 meses.



Prime Partners SA  
Rue des Alpes 15  
P.O. Box 1987  
1211 Geneva 1

[www.prime-partners.com](http://www.prime-partners.com)

## CONTACTOS

### **François Savary**

Chief Investment Officer

### **Jérôme Schupp**

Equity Analyst

### **Julien Serbit**

Senior Investment Advisor

T. 41 22 595 09 97  
[fsavary@prime-partners.com](mailto:fsavary@prime-partners.com)  
[jserbit@prime-partners.com](mailto:jserbit@prime-partners.com)

## INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este contenido es proporcionado por Prime Partners SA y/o una de sus entidades (a continuación "PP") a título indicativo. El contenido está destinado a un uso interno y en ningún caso podrá constituir una oferta, un consejo o una recomendación de comprar o vender un valor mobiliario o de efectuar cualquier transacción, ni tampoco un consejo de cualquier otra naturaleza. El contenido está particularmente dirigido a un destinatario que no es un inversionista calificado, acreditado, elegible y/o profesional. El uso del contenido es exclusivo de su destinatario y no podrá bajo ningún concepto, ser transferido, impreso, descargado, usado o reproducido por un tercero. PP pone todo el cuidado en la preparación y actualización de las informaciones de este contenido, obtenidas de fuentes consideradas como fiables, aunque sin garantizar no obstante la pertinencia, exactitud y exhaustividad. Por esta razón, PP, así como sus administradores, directores, empleados, agentes y accionistas, no asumen ninguna responsabilidad por las pérdidas y daños de cualquier tipo que resulten del uso de las informaciones aquí contenidas. Este contenido está previsto exclusivamente para un destinatario que comprende y asume todos los riesgos implícitos y explícitos que puedan derivarse. Todas las decisiones tomadas por el destinatario en materia de inversiones son de su única responsabilidad y se basan exclusivamente en su propia evaluación independiente (y en la de sus consejeros profesionales) de su situación financiera, sus objetivos de inversión, los riesgos específicos, los criterios de elegibilidad, las consecuencias jurídicas, fiscales, contables, así como en su propia interpretación de las informaciones. PP no asume ninguna responsabilidad en relación con la adecuación o inadecuación de las informaciones, opiniones, valores mobiliarios o productos mencionados en este contenido. Los rendimientos pasados de un valor mobiliario no garantizan los rendimientos futuros. El contenido ha sido elaborado por un departamento de PP que no es una unidad organizacional responsable de análisis financiero. PP se somete a exigencias reglamentarias y prudenciales distintas y ciertos valores mobiliarios y productos de inversión no pueden ser ofrecidos en todas las jurisdicciones o a todos los tipos de destinatarios. De ahí que el destinatario deba conformarse a las reglamentaciones locales. No existe ninguna intención por parte de PP de ofrecer valores mobiliarios o productos de inversión en los países o jurisdicciones donde una oferta de ese tipo fuese ilegal en virtud del derecho interno aplicable.