Los dilemas de la excepcionalidad de EEUU

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Los mercados han abrazado con entusiasmo el concepto de "excepcionalidad" de EEUU en cuanto a su mayor dinamismo económico, regulación más propicia para las empresas, liderazgo en la revolución tecnológica y fuerte crecimiento de los beneficios, reforzado tras la contundente victoria republicana en noviembre.

Esto se refleja allí en unos múltiplos bursátiles elevados, en unos diferenciales crediticios en mínimos y en un USD muy sobrevalorado, que contrasta con la cautela imperante en gran parte del resto del mundo, con unas economías más débiles y frágiles y el temor a una guerra comercial, que a cambio supone unas valoraciones mucho menos exigentes.

El gran dilema de cara a 2025 es si añadir posiciones asumiendo que continuarán las dinámicas de los dos últimos años, o bien seguir esperando a que se inicie un proceso de reequilibrio de las expectativas y de las cotizaciones en el que las rentabilidades de acciones y bonos sean más parejas, las tecnológicas ya no lideren tan claramente las ganancias y el USD se debilite, lo que permitiría que los activos de Europa y Asia se comporten al menos tan bien como los estadounidenses.

Lo que nos decanta por el segundo escenario es la previsión de que la Fed tendrá que seguir aplicando una política restrictiva para contener las presiones inflacionistas, que debería de acabar presionando a la baja los múltiplos bursátiles y contrarrestando parte de robusto crecimiento de los beneficios. Pudiendo todavía obtener buenos retornos en la renta fija de calidad (donde reforzamos la exposición al crédito con grado de inversión y al *high yield* a corto plazo en EUR), mantenemos una moderada infraponderación de la renta variable y un sesgo sectorial algo defensivo y centrado en los negocios de crecimiento estructural.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Primar la generación de rendimientos en RF y el crecimiento estructural a las dinámicas cíclicas en RV

La expectativa de unas políticas propicias para la economía y las empresas de EEUU sostienen el apetito por el riesgo en sus activos financieros, que se refleja en unos múltiplos bursátiles elevados, diferenciales crediticios en mínimos y un USD muy sobrevalorado. Frente a la "excepcionalidad" estadounidense, impera la cautela en gran parte del resto del mundo, con dinámicas económicas más frágiles y el temor a políticas comerciales proteccionistas, pero con unas valoraciones más confortables.

El entorno de rebajas de tipos y de prolongación del crecimiento económico y de los beneficios ha sido históricamente positivo para los activos corporativos, pero estaría ya descontado. Además, la perspectiva de que la Fed mantenga una política restrictiva, la gran impredecibilidad geopolítica y de las decisiones de la Administración de EEUU y las valoraciones exigentes limitan el potencial de sus bolsas.

Vemos mejor rentabilidad-riesgo en algunos segmentos de renta fija (crédito IG, emisiones financieras subordinadas, préstamos senior con colateral y *high yield* de corto plazo), por lo que continuamos con una infraponderación moderada de la renta variable, además con un sesgo algo defensivo.

La intensa rotación ha encarecido los sectores cíclicos en EEUU, por lo que primamos los negocios de crecimiento estructural. Reiteramos la convicción en Salud (impulsado por la innovaciones tecnológicas y terapéuticas, con carácter defensivo y múltiplos relativamente baratos) y una posición neutral en Tecnología por su valoración. Seguimos prefiriendo *Small Caps*, Infraestructuras, *Utilities* y Energía (con Brent sobre 70$/bl) frente a los sectores de consumo. Recomendamos mantener la exposición a Japón y el sesgo *growth* -también en Asia- y la cautela respecto a los negocios domésticos de China.

Prevemos que el USD siga fuerte, aunque su apreciación adicional por un aumento del diferencial de intereses parece limitada. Mantenemos por el momento sin cubrir la exposición al dólar en renta variable y no esperamos grandes cambios en los cruces europeos. El oro podría continuar su consolidación a corto, pero cumple una importante función de diversificación en un entorno de gran incertidumbre.

El presente informe, propiedad de SINGULAR BANK, S.A.U. (Singular Bank), contiene información obtenida de fuentes consideradas como fiables. Singular Bank no garantiza la exactitud de las mismas, ni se responsabiliza de errores u omisiones que pudiera haber, siendo su finalidad meramente informativa. Las opiniones y estimaciones aquí realizadas pueden ser modificadas sin previo aviso. Prohibida su reproducción total o parcial sin el consentimiento previo por escrito de Singular Bank. SINGULAR BANK S.A.U., actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Calle Goya, 11. 28001 Madrid. Registro de Entidades de Crédito del Banco de España con el número 1490. CIF A85597821, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 26409, folio 1, sección 8ª, hoja M-475925. Le agradecemos que nos hagas llegar cualquier comentario o incidencia a informacion@singularbank.es

Excepcionalidad de la senda económica de EEUU frente al resto economías avanzadas

El impredecible 2025 parte con la excepcionalidad de EEUU y la pérdida de dinamismo de la Eurozona

El año 2024 concluye confirmando la excepcionalidad de la economía de EEUU, frente a la pérdida de dinamismo de la Eurozona en el 4T y la incapacidad del Gobierno de China para impulsar la demanda interna y frenar los riesgos deflacionistas. Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson recalca además que la victoria de Trump, las guerras en Ucrania y Oriente Medio y los acontecimientos en Corea del Sur o en Siria señalan una gran impredecibilidad y volatilidad en 2025 y el riesgo de desorden mundial.

Más allá del escenario geopolítico, la atención se centra en las decisiones de la Administración Trump 2.0 a partir de su toma de posesión el 20 de enero. Ya ha anticipado que la política comercial será uno de sus principales mecanismos de negociación para defender los intereses de EEUU.

Repunta la confianza de los hogares en EEUU pero se deteriora el sentimiento económico en la Eurozona

En EEUU los últimos datos muestran la normalización del mercado laboral, el repunte de la confianza de los hogares y la resiliencia del consumo, mientras que los indicadores adelantados de la Eurozona muestran un deterioro del sentimiento económico y la desaceleración de la actividad desde el inicio del 4T, manteniéndose las tensiones salariales y sobre los precios de los servicios.

La Fed podría verse obligada a limitar sus rebajas de tipos en 2025

Pese a ello, para sostener el crecimiento, el BCE optará previsiblemente por más rebajas de tipos que la Fed, que ante un proceso desinflacionista más lento del esperado y las incertidumbres sobre las políticas económicas podría tener que limitar la relajación monetaria en 2025. Por su parte, los estímulos monetarios y fiscales en China han logrado estabilizar la actividad industrial, pero siguen sin impulsar el consumo y la confianza del sector privado.

La OCDE y el FMI proyectan un crecimiento global próximo al 3%

La actualización del escenario macroeconómico de la OCDE, en línea con la del FMI, prevé que la economía mundial registre un crecimiento de un 3,3% en 2025, si bien con crecientes riesgos en torno al escenario geopolítico y la política comercial que podrían condicionar a la baja el avance del PIB en 2026.

Cautela táctica ante las valoraciones exigentes, las incertidumbres geopolíticas y comerciales y el atractivo de algunos segmentos de renta fija

El presente informe, propiedad de SINGULAR BANK, S.A.U. (Singular Bank), contiene información obtenida de fuentes consideradas como fiables. Singular Bank no garantiza la exactitud de las mismas, ni se responsabiliza de errores u omisiones que pudiera haber, siendo su finalidad meramente informativa. Las opiniones y estimaciones aquí realizadas pueden ser modificadas sin previo aviso. Prohibida su reproducción total o parcial sin el consentimiento previo por escrito de Singular Bank. SINGULAR BANK S.A.U., actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Calle Goya, 11. 28001 Madrid. Registro de Entidades de Crédito del Banco de España con el número 1490. CIF A85597821, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 26409, folio 1, sección 8ª, hoja M-475925. Le agradecemos que nos hagas llegar cualquier comentario o incidencia a informacion@singularbank.es

Se consolida la perspectiva de divergencia de las políticas monetarias

Se descuenta que el BCE rebajará al 1,60% en 2025
Tipo de intervención en Dic. 2025 descontado por los futuros

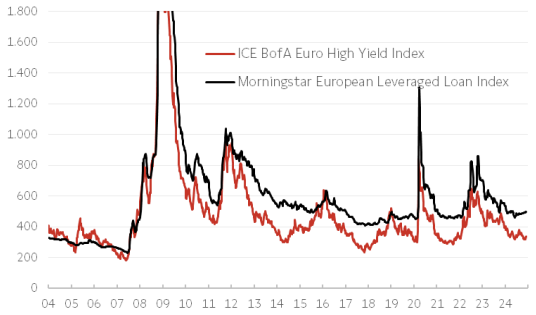
Fuente: Singular Bank, a partir de Refinitiv.
Datos a 11/12/2024

Aunque los futuros otorguen una muy alta probabilidad a que la Fed recorte otros 25 p.b. en diciembre (hasta 4,25%-4,50%), la expectativa generalizada que compartimos es que se parará en el entorno del 4,0% para contener las presiones inflacionistas, que podrían reavivarse con más aranceles. Esto no ha frenado a otros bancos centrales, con rebajas de 25 p.b. del BCE (y probablemente del Riksbank sueco) o de 50 p.b. (en Suiza y Canadá), que se descuenta que continuarán hasta niveles neutrales o ligeramente expansivos en 2025.

Pero estas proyecciones ya están incorporadas en toda la renta fija por lo que, aunque se materialicen, apenas presionarán a la baja las curvas. Y con un gradual aumento de las primas temporales, prevemos que los tipos a medio y largo plazo estén a final de 2025 cerca de los niveles actuales.

Renta fija centrada en acumular rendimientos en segmentos de alta calidad

Préstamos con una prima más alta y estable
Diferencial medio bonos *high yield* y *leveraged loans* en EUR



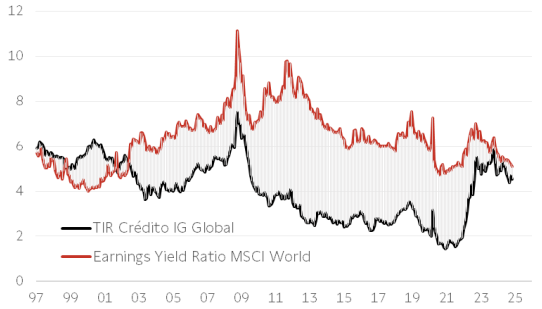
Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA, Morningstar y Refinitiv.
Datos a 11/12/2024

Con la perspectiva de unas curvas de tipos relativamente estables y de unos diferenciales crediticios cerca de los mínimos cíclicos, con cierto riesgo asimétrico al alza, los retornos de la renta fija estarán probablemente alineados con las TIR de mercado. Frente a la tentación de bajar mucho en la escala de calidades en busca de mayores rendimientos, estamos convencidos de que la estrategia apropiada es primar la acumulación de rendimientos en los segmentos más estables y menos vulnerables en escenarios adversos.

Para ello, recomendamos reducir parte de la deuda pública de la Eurozona (que ya descuenta que el BCE rebajará hasta el 1,6%) para reforzar la exposición en bonos corporativos con grado de inversión, emisiones subordinadas de entidades financieras, fondos de préstamos bancarios con colateral y *high yield* BB a corto plazo en EUR.

Se deteriora la valoración relativa de las acciones de EEUU frente a los bonos

En EEUU se puede ganar 5% en bonos de calidad
EEUU: TIR bonos IG y Rentabilidad por beneficios de acciones



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA, IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 11/12/2024

La valoración relativa de las acciones de EEUU frente a los bonos se ha deteriorado tanto por la revalorización bursátil como por el repunte de la curva de tipos. La prima de riesgo está en el nivel más bajo de las dos últimas décadas y los bonos corporativos IG ofrecen un interés mayor que la "rentabilidad por beneficios" (inversa del PER), lo que parece incongruente con las numerosas incertidumbres.

El potencial dependerá en gran parte de si los bancos centrales pueden rebajar sus tipos y caen las rentabilidades de la deuda (que implica que no se ponga en duda la sostenibilidad fiscal). Si se instalaran por encima del 4,5% en EEUU, es difícil que se sostengan las valoraciones actuales.

En nuestro Escenario base proyectamos un delicado equilibrio entre tipos a la baja y primas de riesgo al alza que evitaría una compresión sustancial de los múltiplos. Esto permitiría que el robusto crecimiento de los beneficios prolongue la tendencia alcista, aunque más moderada y errática que en 2024.

El presente informe, propiedad de SINGULAR BANK, S.A.U. (Singular Bank), contiene información obtenida de fuentes consideradas como fiables. Singular Bank no garantiza la exactitud de las mismas, ni se responsabiliza de errores u omisiones que pudiera haber, siendo su finalidad meramente informativa. Las opiniones y estimaciones aquí realizadas pueden ser modificadas sin previo aviso. Prohibida su reproducción total o parcial sin el consentimiento previo por escrito de Singular Bank. SINGULAR BANK S.A.U., actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Calle Goya, 11. 28001 Madrid. Registro de Entidades de Crédito del Banco de España con el número 1490. CIF A85597821, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 26409, folio 1, sección 8ª, hoja M-475925. Le agradecemos que nos hagas llegar cualquier comentario o incidencia a informacion@singularbank.es

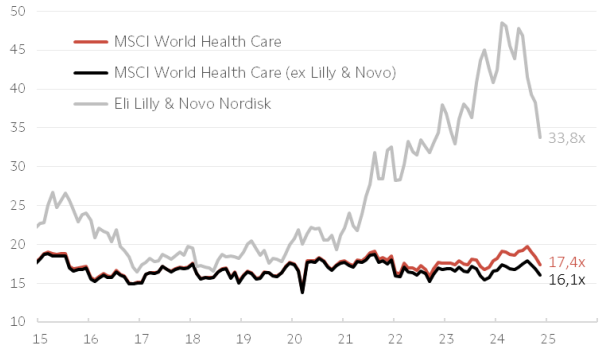
Estabilidad en los mercados de divisas a la espera de las políticas comerciales de EEUU

El USD ha frenado su apreciación una vez que se han ajustado las expectativas sobre las políticas monetarias, y prevemos que siga oscilando cerca de 1,05 €/$ durante algún tiempo si tanto la Fed como el BCE siguen el guión previsto. Esperamos una leve depreciación del franco suizo (con su banco central rápidamente camino del 0%) y de la libra esterlina (con el BoE rezagado en los recortes) y una recuperación errática de las coronas de Suecia y Noruega. A expensas de lo que haga el BoJ y con un posicionamiento especulativo mucho menor que en verano, el yen japonés debería de apreciarse algo más pero seguirá muy infravalorado.

El factor desestabilizante podría ser que China tratara de contrarrestar el impacto de los aranceles con una mayor devaluación del yuan (lo que también mermaría la competitividad de terceros países y distorsionaría aún más el comercio internacional) y que la administración estadounidense desatara una "guerra de divisas" forzando una depreciación del USD. Una alternativa más benigna sería que utilizara esa amenaza para alcanzar un acuerdo entre las principales potencias económicas (al estilo del Plaza de 1985) para que revalúen sus monedas a cambio de una imposición mucho más acotada de aranceles.

Estrategia sectorial que prima el crecimiento estructural sobre las dinámicas cíclicas

Salud: sector preferido tras el ajuste de las valoraciones
PER a 12 meses del sector Salud global



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 11/12/2024

La intensa rotación de los últimos meses ha encarecido los sectores cíclicos en EEUU, por lo que conviene primar los negocios de crecimiento estructural. Aunque los "7 Magníficos" cumplirán probablemente con las elevadas expectativas, sus exigentes valoraciones invitan a no sobrepasar un peso neutral en Tecnología.

Mucho más confortables tras la última corrección son los múltiplos de Farmacia y Salud, ahora incluso en los dos líderes del GLP-1. Subestiman en nuestra opinión la recuperación de sus beneficios, el potencial de las innovaciones tecnológicas y terapéuticas y su carácter defensivo en un panorama tan incierto.

Otras ideas atractivas en un mundo en reequilibrio son los negocios de Infraestructuras (impulsados por las enormes necesidades de inversión para la revolución tecnológica, la transición energética y el desarrollo de los países emergentes), *Utilities* y Energía (con Brent sobre 70$/bl) y *Small Caps* que cotizan con descuento y ven mejorar sus condiciones de financiación. Mantenemos la preferencia por Japón y el sesgo *growth* en Asia frente a los negocios domésticos de China.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"Trump acabará siendo transaccional con los aranceles y se evitará el escenario más negativo."

"Hay grandes retos globales, y ni Alemania ni Francia están ahora en disposición de responder."

"Seguirá entrando dinero en busca de rentabilidad que frenará el aumento de los diferenciales."

"Las medidas de Trump deberían de ser positivas para las acciones de EEUU y para la renta fija europea, y negativas para los bonos de EEUU."

"Puede surgir una oportunidad para aumentar la renta variable entre la toma de posesión de Trump y las elecciones en Alemania del 23-F."

"La clave será si prevalecen las dinámicas positivas en los beneficios o se ajustan unas valoraciones que son insosteniblemente altas en EEUU."

En conclusión

Compartimos el escenario relativamente benigno en cuanto al crecimiento de la economía mundial y de los beneficios empresariales, impulsados ambos por las grandes innovaciones tecnológicas. Junto a las rebajas de tipos, esta combinación nunca ha desatado una corrección prolongada en las bolsas, y aboga por mantenerse invertidos en renta variable.

Pero como la estrategia consiste en definitiva en ponderar los activos en función de su atractivo relativo, y dadas las grandes incertidumbres geopolíticas, vemos una mejor rentabilidad-riesgo en la renta fija de calidad y preferimos mantener cierta cautela táctica en la renta variable, donde quedan bastantes oportunidades en varias de las megatendencias.

El presente informe, propiedad de SINGULAR BANK, S.A.U. (Singular Bank), contiene información obtenida de fuentes consideradas como fiables. Singular Bank no garantiza la exactitud de las mismas, ni se responsabiliza de errores u omisiones que pudiera haber, siendo su finalidad meramente informativa. Las opiniones y estimaciones aquí realizadas pueden ser modificadas sin previo aviso. Prohibida su reproducción total o parcial sin el consentimiento previo por escrito de Singular Bank. SINGULAR BANK S.A.U., actúa bajo la denominación comercial SINGULAR BANK. Calle Goya, 11. 28001 Madrid. Registro de Entidades de Crédito del Banco de España con el número 1490. CIF A85597821, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 26409, folio 1, sección 8ª, hoja M-475925. Le agradecemos que nos hagas llegar cualquier comentario o incidencia a informacion@singularbank.es