A la espera de la resaca tras la marea

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Sin rodeos: nos ha sorprendo la acogida tan favorable de los mercados a la contundente victoria republicana en EEUU. Por un lado, parece asumirse que la gran mayoría de las propuestas fiscales podrán llevarse a cabo, sin tener en cuenta la precaria posición presupuestaria de partida. Por otro, se cotizan sobre todo los efectos positivos sobre la actividad económica y empresarial de las nuevas políticas, obviándose los impactos negativos que unos aranceles generalizados tendrían sobre la inflación y la demanda.

Y aunque sí que se descuenta que la Fed se verá obligada a parar sus recortes de tipos aún en niveles restrictivos, y ha aumentado en 50 p.b. la prima exigida a los bonos a largo plazo por el riesgo de deriva fiscal, las valoraciones bursátiles en ese país han seguido escalando, ignorando la presión a la baja que normalmente ejerce la mayor tasa de descuento.

Nos esperan unos meses de incertidumbres, rumores y anuncios, en los que será difícil discernir entre lo que puedan ser posturas negociadoras maximalistas y qué medidas serán realmente implementadas. Y en los que importarán además su magnitud y la secuencia que sigan, la reacción de los otros gobiernos y de los agentes económicos, en especial de la Fed, que reverberarán en todos los activos financieros.

En la disyuntiva de tomar beneficios en lo que bien podría ser una reacción demasiado optimista de los inversores estadounidenses, o de "poner las luces largas" asumiendo que la tendencia alcista en las bolsas no descarrilará en tanto que los beneficios empresariales crezcan con fuerza, optamos por quedarnos donde estábamos, con una moderada infraponderación de la renta variable y un sesgo sectorial algo defensivo y centrado en los negocios de crecimiento estructural. En renta fija, proyectamos retornos positivos, y recomendamos una composición equilibrada entre mercados, vencimientos y los segmentos de más calidad.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Las bolsas han puesto en precio los posibles efectos positivos en EEUU pero no tanto los negativos

Los cambios en el panorama económico y financiero tras el contundente resultado electoral en EEUU dependerán de qué medidas acaben implementándose, con qué intensidad, en qué secuencia y de cómo reaccionarán las autoridades monetarias a sus impactos sobre la inflación y el crecimiento.

Los mercados están cotizando el resultado como netamente positivo para la economía y las compañías de EEUU, y más desfavorable para el resto del mundo. Pero a la vez, reflejan que las decisiones de la próxima administración elevarían moderadamente la inflación y frenarían los recortes de tipos de la Fed. Además, en nuestra opinión obvian los efectos negativos que podrían tener los aranceles, las restricciones a la inmigración y tensiones geopolíticas sobre el crecimiento y los márgenes empresariales.

La curva de la deuda de EEUU se ha elevado considerablemente, incorporando no solo la perspectiva de que la Fed apenas recorte 75 p.b. más, sino una mayor prima por la potencial deriva fiscal. Si este escenario se materializara, el margen de descenso de las curvas sería limitado y podrían repuntar los diferenciales crediticios. La estrategia en renta fija debe primar ahora la generación de retornos estables en los segmentos de más calidad, con una composición equilibrada por vencimientos y mercados.

Este entorno también significa que el USD continuará fuerte, aunque no necesariamente una apreciación adicional. Mantenemos por el momento sin cubrir la exposición a esta divisa en la renta variable.

Aunque el entorno fiscal y regulatorio podría ser más favorable para las compañías de EEUU, vemos un potencial alcista acotado con unos tipos de interés sostenidamente altos y con la previsión de un fuerte crecimiento de los beneficios ya incorporado en los múltiplos. Como ha empeorado la valoración relativa frente a los bonos, vemos adecuado mantener una infraponderación moderada de la renta variable.

No cambiamos la estrategia sectorial con cierto sesgo defensivo frente a las cíclicas, la sobreponderación de Salud e Infraestructuras y la posición neutral en Tecnología. Reiteramos la convicción en las compañías pequeñas y medianas, y una moderada preferencia por Europa frente a EEUU, siguiendo cautos en China.

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

Resiliente crecimiento mundial a la espera de las decisiones de la Administración Trump

El nuevo ciclo político en EEUU es también un punto de inflexión en la senda geoeconómica global

Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson señala que no solo EEUU inicia un nuevo ciclo político, sino que también representa un punto de inflexión en la senda geoeconómica, que determinará si estamos ante el gran rebalanceo global o si se logran mantener las piedras angulares del orden internacional surgido tras la II Guerra Mundial.

Las medidas impulsarían la demanda pero elevarían la inflación y el déficit

Respecto a sus implicaciones económicas, el amplio poder republicano permitirá reducir el impuesto de sociedades y extender los créditos fiscales a los hogares. Esto generará un impulso inicial de la demanda interna pero previsiblemente deteriorará más la situación presupuestaria. Además, el "Make America Great Again" se centrará en imponer aranceles, reducir la regulación, controlar la inmigración y reequilibrar las relaciones comerciales. Estas medidas podrían reavivar las tensiones inflacionistas, haciendo posible que la Fed se vea obligada a demorar las rebajas de sus tipos.

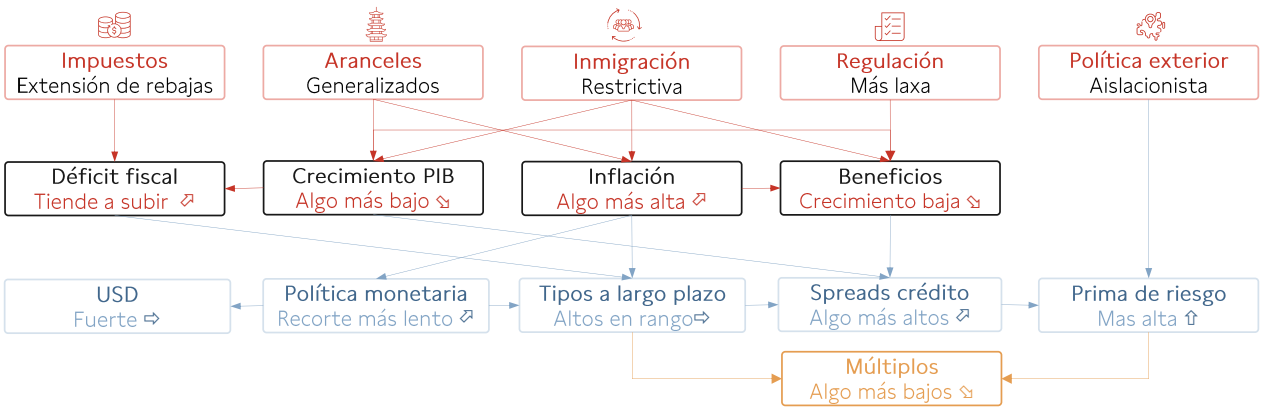
El contento económico doméstico y global es muy distinto al primer mandato

Pero es importante destacar que la Administración Trump 2.0. iniciará su mandato en un contexto económico nacional y en un escenario geoeconómico mundial que dista del de su primer mandato. Sus políticas podrían dar un impulso menor dada la fase del ciclo, las tensiones inflacionistas y las condiciones de financiación actuales.

Coyuntura marcada por el divergente *momentum* en EEUU, la Eurozona y China

Entre tanto, la coyuntura económica mundial sigue marcada por la divergencia del *momentum* que atraviesan EEUU, la Eurozona y China. Las perspectivas de la Eurozona siguen condicionadas por la compleja coyuntura económica y política en Alemania, y por el deterioro de la actividad en Francia por el previsible impacto del ajuste fiscal planteado. El crecimiento del PIB de China se moderó en el 3T de 2024 ante la debilidad de su demanda interna, las crecientes presiones deflacionistas y la persistente crisis inmobiliaria. EEUU sigue mostrando su resiliencia económica en su demanda interna, aumento de productividad y bajo desempleo.

Trump 2.0 podría mantener altos los tipos y acabar presionando a la baja las bolsas



Asignación táctica de activos

Renta fija
- Mantener duraciones relativamente bajas
- Equilibrio entre segmentos, plazos y mercados
- Priorizar el *carry* frente a las revalorizaciones
- Centrarse en Crédito IG, *senior loans* y subord.
- Evitar Emergentes y el HY de menor calidad

Renta variable
- Infraponderación moderada hasta que se abarate
- Menos infraponderado EEUU vs Europa; UW China
- Megatendencias para el crecimiento estructural
- Sesgo *Growth & Quality* vs *Value & Cyclicals*
- Cautela en los sectores de consumo

Divisas
- USD sin cubrir en RV
- Evitar divisas Emergentes

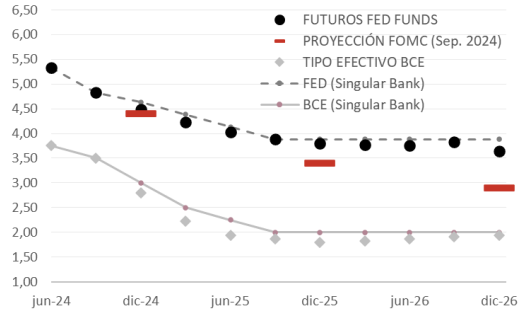
Materias primas
- Oro para diversificar
- Cautela materiales cíclicos

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

El mercado ya cotiza menos recortes de la Fed y una mayor prima de riesgo en la deuda

Desde que las encuestas en EEUU se giraron hace dos meses, el mercado monetario ha quitado unos 100 p.b. a la senda de recortes de la Fed, y ahora descuenta que se verá obligada a parar en 3,75%-4,00% a mediados de 2025. Las expectativas sobre otros bancos centrales apenas han cambiado, y se espera que sí podrán aplicar políticas neutrales o levemente expansivas (algo por debajo del 2,0% en el caso del BCE). Pero la curva de tipos de EEUU no solo se ha elevado -arrastrando a las del resto del mundo- reflejando este escenario sobre la Fed, sino al aumentar en unos 50 p.b. la prima exigida a los bonos a largo plazo ante la perspectiva de déficit presupuestarios persistentemente altos que aceleren la acumulación de deuda.

Más recortes del BCE que de la Fed, ya descontado
Proyecciones de los tipos efectivos de la Fed y del BCE



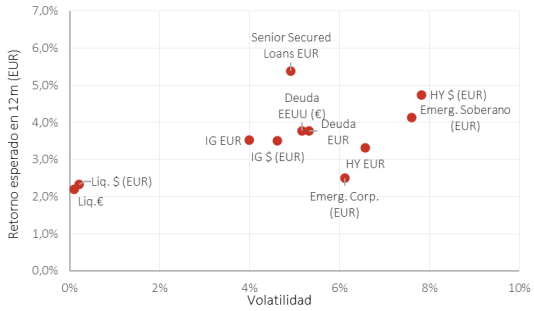
Fuente: Singular Bank, a partir de Refinitiv. Datos a 14/11/2024

Tras estos movimientos, consideramos que la renta fija incorpora ya en buena parte los potenciales efectos de una administración Trump 2.0. De hecho, si efectivamente la Fed rebajara hasta el 4,0% aunque la prima temporal suba algo más, estimamos que el bono a 10 años podría descender al 4,2%, con mayor probabilidad si se materializan los efectos negativos sobre la demanda de las nuevas políticas.

Esto debería de reflejarse también en un moderado repunte de los diferenciales crediticios, más intenso en los segmentos de menor calidad, y obviamente pondría presión a la baja sobre las valoraciones bursátiles.

Renta fija equilibrada entre mercados, vencimientos y segmentos de alta calidad

Mejor rentabilidad-riesgo en deuda y crédito IG
Retornos netos en 12 meses en EUR en el Escenario base



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 14/11/2024

Al incorporar este nuevo escenario sobre la Fed y la prima de riesgo de la deuda, así como unos diferenciales crediticios algo más altos, obtenemos unas expectativas de retorno neto en EUR muy similares entre los bonos de EEUU y los de la Eurozona, tanto gubernamentales como corporativos IG.

Por lo tanto, teniendo en cuenta que las dinámicas en juego podrían estirarse más, es conveniente una composición de la renta fija equilibrada entre mercados, vencimientos y en los segmentos de mayor calidad (incluyendo deuda pública, bonos IG, préstamos bancarios con colateral y deuda financiera subordinada). Mantenemos la cautela respecto al *high yield* y los mercados emergentes, cuya rentabilidad-riesgo nos parece poco atractiva en los escenarios adversos.

Un dólar prolongadamente fuerte (pero no más que ahora) con menos rebajas de la Fed

El mayor diferencial de tipos fortalece el USD
EUR/USD y modelo de estimación

Fuente: Singular Bank, a partir de Refinitiv.
Datos a 14/11/2024

La fortaleza del USD obedece a la ampliación del diferencial de intereses en EEUU frente al de otros países, sin que se detecte un "efecto-refugio" o dinámicas especulativas muy significativas. Esto acerca el USD a la zona baja del rango vigente desde 2023, y podría rondar 1,05 €/$ hasta conocer los detalles e implicaciones de las nuevas políticas.

Sin embargo, hay dos importantes efectos que operarán en sentido contrario en 2025: el aumento de la brecha de inflación por los aranceles en EEUU y el drenaje de liquidez que supone la reducción del balance de bonos del BCE. Estimamos que esto llevará la paridad de equilibrio de nuevo hacia 1,08 €/$ a lo largo del próximo año.

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 acelera y amplía el crecimiento de los beneficios empresariales

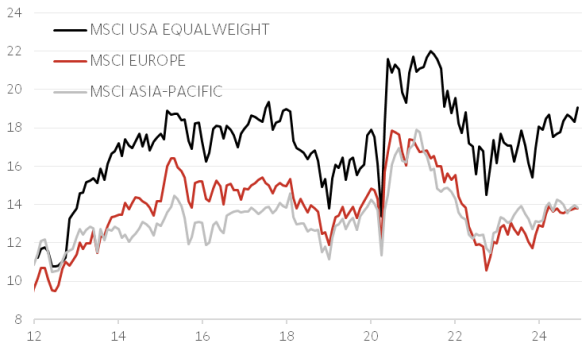
La mejor noticia en los resultados del tercer trimestre no ha sido la notable sorpresa positiva agregada, sino que su crecimiento ya no está solo basado en las tecnológicas y financieras, sino que otros sectores (también en Europa) están mostrando una recuperación de sus ventas y márgenes. Las notas más negativas provienen de algunos segmentos del consumo, tanto básico como discrecional, sobre todo en el sector automovilístico y en muchas empresas con exposición relevante a China.

Aun así, salvo que la economía descarrile en los próximos trimestres, todo apunta a que los beneficios de las compañías cotizadas en EEUU crezcan cerca de un 10% en 2025 y de un 9% en 2026 (asumiendo que las políticas fiscal y regulatoria de la próxima administración de EEUU acaben siendo contrarrestadas por unos mayores costes laborales y de las importaciones), y del 7% en ambos ejercicios en Europa y Japón.

Tipos altos y mayor incertidumbre geopolítica limitan el potencial alcista de la RV

Los mercados están asumiendo que la economía y las compañías de EEUU seguirán disfrutando de esa "excepcionalidad" en cuanto a su crecimiento y políticas favorables que han impulsado las valoraciones bursátiles en la última década. El PER del S&P 500 ha escalado a 22,1x e incluso el índice equiponderado cotiza a 19,1x de forma que la la prima frente a Europa (PER 13,5x) tras ajustar la distinta composición sectorial ha aumentado al 19%. En este sentido, también parece que el nuevo escenario en EEUU estaría ya en buena parte incorporado en los precios, obviando los efectos negativos que podría acarrear.

Los múltiplos en EEUU siguen ampliando su prima
PER con los beneficios previstos en 12 meses



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 14/11/2024

Con la perspectiva de tipos de interés sostenidamente altos, la previsión de fuerte crecimiento de beneficios ya incorporado en las valoraciones y la amenaza de que aumenten las primas de riesgo, vemos un potencial alcista acotado en las bolsas de EEUU y una mejor rentabilidad-riesgo en los bonos de alta calidad. En consecuencia, consideramos adecuado mantener una moderada infraponderación de la renta variable.

No cambiamos la estrategia sectorial con cierto sesgo defensivo frente a las cíclicas, la sobreponderación de Salud e Infraestructuras y la posición neutral en Tecnología. Reiteramos la convicción en las compañías pequeñas y medianas, y una moderada preferencia por Europa respecto a EEUU, siguiendo cautos en China.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"China puede estar demorando estímulos fiscales a la espera de las decisiones de Trump."

"La UE se encuentra en una posición mucho más débil que cuando Trump llegó al poder en 2017."

"Hay señales de agotamiento en el estrechamiento de diferenciales en segmentos de peor calidad."

"El nuevo escenario ya se ha metido en precio en los bonos y divisas, pero en las bolsas se están reflejando sobre todo sus aspectos positivos."

"Persistirá la volatilidad en las curvas de tipos, que podría perjudicar más a los bonos a largo plazo."

"En renta variable ya no solo hay que tener en cuenta el sector sino también hay que distinguir por su exposición a EEUU, Europa y China."

En conclusión

El mundo se enfrenta a un panorama económico, geopolítico y financiero más incierto si cabe, no solo en función de lo que decida la próxima administración de EEUU, sino de la reacción del resto de los gobiernos y de los distintos agentes económicos.

Los mercados de bonos y divisas han cotizado rápidamente el nuevo escenario, pero en las bolsas de ese país parecen asumir sobre todo sus aspectos positivos. Optamos por no abandonar nuestra estrategia moderadamente cauta, a la espera de mayor visibilidad o de una corrección de las valoraciones relativas entre acciones y bonos, cuando todavía se pueden obtener retornos atractivos y con un riesgo más acotado en la renta fija de más calidad.

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