

Executive Summary

- El S&P 500 está cotizando en torno a máximos históricos, gracias a unos sólidos beneficios y a un puñado de valores que han subido con gran fuerza en 2024.
- La política impulsa a los mercados en EE. UU. y Europa. La mala actuación de Biden en el debate presidencial de junio intensificó las dudas sobre su candidatura y la cuestión de su posible reemplazo.
- Al margen del resultado electoral, Estados Unidos atraviesa una era de dominio fiscal, caracterizada por déficits en torno al 5-8% del PIB cuyo fin no se divisa.
- Por otra parte, las sorpresas económicas en el país han sido a la baja. Los valores de gran capitalización se han tomado bien estos peores datos, ya que se consideran buenos para las acciones de calidad. El mercado también prevé recortes de tipos de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. en los próximos seis a nueve meses.
- Lo esencial es que seguimos viendo condiciones positivas en general para los activos de riesgo, con un crecimiento en EE. UU. más bajo pero sin recesión desde niveles nominales altos, menos inflación, mejor crecimiento de los beneficios y condiciones de liquidez relajadas, y sin mucha complacencia pese a la incertidumbre política.
- Seguiremos de cerca cualquier cambio en este contexto, en especial una potencial ralentización del crecimiento de EE. UU.

El mercado sube con una base reducida y las posibilidades de nominación de Biden se desploman

- Los mercados de apuestas están preguntando sobre la probabilidad de una nominación de Biden en agosto (86% antes del debate presidencial frente a un 46% ahora). Las posibilidades de que la vicepresidenta Harris sea la candidata demócrata han subido a aproximadamente un 39% (fuente: PredictIt).
- Tras el debate la curva de rentabilidades del mercado de bonos se positivizó, por las mayores expectativas de un triunfo de Trump y, más concretamente, la inflación que se prevé que traigan sus políticas.
- En la primera mitad del año cinco valores concentraron en torno a un 60% de la subida del 15,3% del S&P 500 (rentabilidad total en USD). Nvidia por sí sola aportó un 32% de los avances, según Strategas.
 - » La ponderación de las 10 mayores empresas del índice está en un máximo histórico, que solo se alcanzó antes en 1929.
 - » El mercado se mantiene estrecho y solo un 5% han logrado nuevos máximos.
- Las empresas de pequeña capitalización han sufrido este año y el Russell 2000 apenas ha subido un 2%, mientras que la gran capitalización ha ganado un 15%.

- » En los últimos 45 años esta clase de mala racha solo ocurrió una vez: en 1997–1999.
- » En consecuencia, hacía más de dos décadas que la pequeña capitalización no estaba tan barata frente a la gran capitalización.
- Prevemos que los beneficios del 2T del S&P500 sean buenos. El consenso de la estimación de crecimiento del PER del 2T — en torno al 9% — es el más alto desde 2021.

Evolución del mercado

A nivel mundial

- Hubo grandes déficits fiscales con Trump y con Biden: por recortes fiscales con Trump y por gasto con Biden.
- EE. UU. gasta más de un billón de dólares al trimestre en intereses de la deuda y las provisiones de la Oficina Presupuestaria del Congreso ofrecen pocas esperanzas de mejora. La pregunta clave es el papel que jugará la Fed en este nuevo régimen macro a largo plazo.
- La elección del momento justo de la política de la Fed tiene que ser casi perfecta para evitar un error. Hay riesgo de efectos rezagados del endurecimiento si recortan tarde y de desanclaje de las expectativas de inflación si actúan demasiado pronto.
- Las elecciones están complicando aún más la senda de los tipos en un momento en que el crecimiento se ralentiza.
 - » Las manufacturas de EE. UU. se contrajeron por tercer mes consecutivo en junio.
 - » El índice de servicios del ISM de junio se situó en 48,8, el nivel más bajo desde mayo de 2020.
 - » El continuo aumento de las solicitudes de subsidio de desempleo también es notable.

Europa

- Las elecciones anticipadas en Francia están elevando la prima de riesgo política en Europa, pero se trata más de disciplina fiscal que del peligro de un «Frexit». Si Le Pen no logra una mayoría, que ahora es el resultado más probable, los activos franceses podrían emprender otro rally de alivio.
- El Banco Central Europeo (BCE) no parece tener prisa por volver a bajar los tipos en julio. Al menos así es como podrían interpretarse los recientes comentarios del economista jefe del BCE, Philip Lane, y de su presidenta, Christine Lagarde.

Suiza

La brecha entre el índice de la cesta de la compra (PMI) de las industrias y los servicios volvió a ampliarse en junio. Pero la volatilidad de ambos PMI ha aumentado en los últimos meses, sin una dirección clara. En un periodo más largo los PMI han seguido apuntando a una economía suiza de dos velocidades: servicios sólidos e industria más débil.

Como dijo Bill Clinton: los americanos prefieren «fuerte y equivocado» que «débil y en lo cierto»

Históricamente el mercado ha tendido a ser más volátil uno o dos meses antes de las elecciones en EE. UU., lo que suele coincidir con el primer debate presidencial. Pero el momento del debate de este año (el más temprano en la historia política moderna del país) y la nefasta actuación de Biden podrían provocar más volatilidad. Y los llamamientos de estrategas y donantes demócratas a una potencial sustitución están aumentando.

El tiempo se acaba, ya que la Convención Nacional Demócrata comienza el 19 de agosto. La fecha límite para confirmar al candidato podría ser el 7 de agosto, según la ley del estado de Ohio. La búsqueda de un nuevo candidato agudizaría la incertidumbre sobre el resultado electoral y podría elevar la volatilidad bursátil desde el ínfimo nivel actual.

Según una nueva nota de Estrategas que detalla el proceso para cambiar al candidato demócrata, solo Biden tiene autoridad para retirarse a sí mismo de una de dos formas:

- Opción A: Biden puede liberar a sus delegados en la convención, dejándoles que elijan el candidato. Esto probablemente sería un intento de centrar la convención en el legado de Biden, a la vez que se honra su servicio público y se preserva su dignidad.
- Opción B: Después de la convención, los 100 miembros del Comité Nacional Demócrata pueden elegir al candidato mediante votación por mayoría. Este método daría más control a Biden, pero podría retrasar la selección y facilitar impugnaciones legales en estados en liza, como Wisconsin y Nevada.

Los resultados en el Senado y la Cámara de Representantes también son importantes para la senda de la política fiscal y la perspectiva de la deuda. Nuestro escenario de base sigue siendo que el Congreso estará dividido entre demócratas y republicanos, al margen de quien gane la presidencia.

Los demócratas tienen ligeramente más probabilidades de hacerse con la Cámara y los republicanos con el Senado. Un gobierno dividido probablemente resultará en un bloqueo legislativo en lo relativo a la aprobación de políticas fiscales. Una presidencia y un Congreso republicanos unificados es potencialmente el resultado que menos prefieren los mercados financieros —particularmente para la renta fija—, ya que podría haber más largueza fiscal y serias inquietudes por el déficit fiscal y la perspectiva de la deuda. Hasta el debate este era un escenario improbable (15-20%). Seguiremos de cerca los acontecimientos.

- El impuesto de sociedades probablemente permanezca en torno al 21%, ya que los demócratas intentarán extraer concesiones para una extensión de la Ley de empleos y recortes de impuestos (TCJA, también conocida como los recortes fiscales de Trump de 2017). Para 2025 la Casa Blanca podría recurrir a actuaciones ejecutivas y regulatorias para impulsar políticas que no precisan legislación (p. ej., los aranceles).
- Los riesgos de aranceles siguen siendo un comodín negativo, ya que las tensiones comerciales con China se agudizarían, sobre todo con un gobierno de Trump.
- Según un panel de JPMorgan Chase en abril con representantes de ambos partidos, hay una alta probabilidad de una segunda ley de CHIPS. Es razonable esperar que continúe el apoyo fiscal al sector de fabricación tecnológica en cualquier caso.

- Aún más preguntas abundan sobre la Ley de reducción de la inflación (IRA), ya que es el único programa no bipartito. Parece improbable un rechazo total de los subsidios de la ley relacionados con los vehículos eléctricos (VE), sobre todo porque los distritos electorales republicanos suponen un 71% de la inversión total recibida para tecnologías limpias de vehículos y baterías. Pero el elemento de consumo de la IRA (p. ej., las rebajas fiscales por VE) podría alterarse o eliminarse.

Posicionamiento

Nuestra perspectiva de mercado sigue siendo positiva para los activos de riesgo en el tercer y cuarto trimestre. Creemos que se caracterizarán por una suavización del crecimiento nominal, una potencial vuelta a la desinflación, una Fed proactiva que recortará tipos si el crecimiento o la inflación bajan más abruptamente y una mejora de las perspectivas de beneficios empresariales.

Creemos que la gran capitalización estadounidense de calidad seguirá ofreciendo una rentabilidad superior hasta que algo importante cambie en el entorno macro. Se prevé que el oro siga subiendo por la demanda de los bancos centrales de mercados emergentes, pero últimamente China se ha mostrado sensible a los precios y ha dejado de comprar.

- Según Goldman Sachs, el S&P ha subido más de un 15% en la primera mitad del año solo 25 veces desde 1900. Ha habido una tasa de éxito del 72% para una rentabilidad media del 8,9% en la segunda mitad del año.

Dicho esto, vemos más riesgos para las bolsas de EE. UU. a medio plazo por las altas valoraciones y un crecimiento que está próximo a estancarse. A medida que aumentan los riesgos políticos, la fuerte concentración en la renta variable solo los amplía. Además, la inquietud por el endeudamiento público y los niveles de deuda sigue al alza.

En los mercados de renta fija la curva de rentabilidades se ha positivizado desde el debate presidencial y, con ello, la creciente posibilidad de una segunda presidencia de Trump.

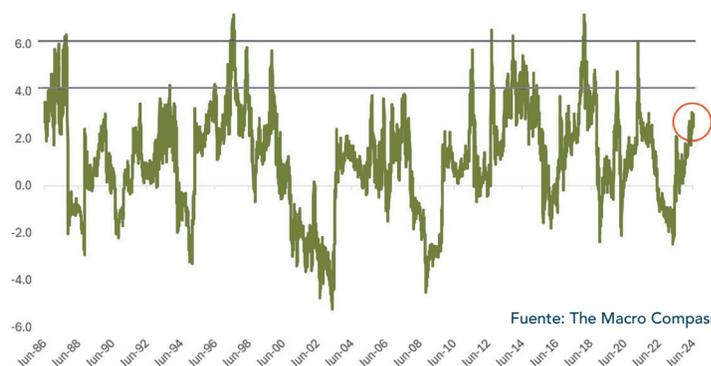
- Extrapolando el movimiento en los rendimientos nominales y reales, podría darse mayor crecimiento económico, más inflación y más oferta de bonos del Tesoro de EE. UU. si Trump gana.
- Una postura más restrictiva sobre inmigración reduciría la mano de obra y elevaría los salarios, lo cual es inflacionista, al igual que los aranceles y las políticas proteccionistas.

Implementar tales políticas inflacionistas a la vez que se empuja a la Fed hacia una postura más acomodaticia probablemente genere más volatilidad en el ciclo macroeconómico. Puesto que no creemos que esto favorezca a las inversiones de larga duración, mantenemos la infraponderación en bonos.

A nivel de sectores de renta variable, una victoria de Trump posiblemente incrementaría las probabilidades de extender una mayor parte de los recortes fiscales que van a expirar. Esto beneficiaría más claramente a sectores clave como la energía y las telecomunicaciones.

Ratio de Sharpe del S&P 500, media móvil de 12 meses

Este gráfico muestra las rentabilidades móviles de 12 meses del S&P 500 ajustadas por la volatilidad que superan a la tasa libre de riesgo, conocida como la ratio de Sharpe. Los ratios más altos se pueden observar antes de las grandes caídas, donde un ratio superior a 4 indica un mercado cada vez más frágil y uno superior a 6 apunta a euforia en el mercado. Si el ratio actual de 3 sube más, será crucial reevaluar las exposiciones al riesgo.



Fuentes: Bloomberg, Morgan Stanley, Bank of America, Goldman Sachs, The Macro Compass, The Market Ear, Steno Research, 42Macro, JPM, Hightower Naples, ZKB, Strategas, FT, Yardeni Research, BCA Research

Exoneración de responsabilidad

La información contenida en el presente documento representa una comunicación comercial de FINAD (FINAD AG, Zúrich; FINAD GmbH, Viena o FINAD GmbH, sucursal de Hamburgo). Esta comunicación comercial no ha sido elaborada de acuerdo con la legislación que promueve la independencia de los estudios de inversión y no está sujeta a ninguna prohibición de negociación tras la difusión de los estudios de inversión. El presente documento sirve únicamente para fines de información general y para el uso personal del destinatario del presente documento (en lo sucesivo, el «destinatario»). No constituye una oferta vinculante ni un requerimiento por parte de FINAD o en su nombre para adquirir, suscribir, vender o devolver inversiones o para invertir en una estrategia comercial determinada o para realizar cualquier otra transacción en cualquier ordenamiento jurídico. No constituye una recomendación de carácter jurídico, contable o fiscal por parte de FINAD ni una garantía en lo que se refiere a la adecuación o conveniencia de una estrategia de inversión, transacción o inversión determinada para el beneficiario individual. La referencia a resultados pasados no debe interpretarse como una indicación del futuro. La información y el análisis contenidos en la presente publicación han sido recopilados de fuentes consideradas fiables y creíbles. Sin embargo, FINAD no garantiza su fiabilidad o integridad y renuncia a toda responsabilidad por pérdidas derivadas del uso de esta información. Todas las opiniones y puntos de vista constituyen valoraciones válidas en el momento de su publicación; están sujetos a cambios sin previo aviso y no existe obligación de actualizarlos o comunicarlos. Antes de tomar cualquier decisión de inversión, transacción o de cualquier otra índole financiera, deberá determinar la idoneidad de dicha inversión, transacción o negocio de otra índole para sus circunstancias particulares y analizar de forma independiente (en todo caso, con sus asesores profesionales) los riesgos particulares y las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables. Será responsabilidad de los beneficiarios verificar si tienen derecho a solicitar, recibir y utilizar esta publicación para su uso personal en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. FINAD no asumirá ningún tipo de responsabilidad al respecto. Las inversiones en los fondos y otros instrumentos financieros mencionados en el presente documento únicamente deberán realizarse tras haber leído y revisado detenidamente el último folleto de oferta de venta, el reglamento del fondo, así como la información jurídica incluida en este, y tras haber consultado previamente a su asesor de clientes y –en caso necesario– a su propio asesor legal y/o fiscal. Será responsabilidad de los beneficiarios comprobar si tienen derecho a solicitar y recibir los documentos correspondientes del fondo en virtud de la legislación aplicable en su país de residencia y/o a su nacionalidad. Ni el presente documento ni ninguna copia de este podrán ser enviados o llevados a Estados Unidos, ni distribuidos en este país, ni entregados a personas estadounidenses.

Queda prohibida la reproducción total o parcial del presente documento sin el consentimiento previo por escrito de FINAD.

Para Suiza: FINAD AG, Talstrasse 58, 8001 Zúrich, Suiza, es una sociedad anónima e individual especializada en servicios financieros y administración de activos, fundada según el derecho suizo. FINAD está autorizada como gestora de activos por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA) y supervisada por la organización AOOS. FINAD también está afiliada a la OFS Ombud Finanzen Schweiz (<http://www.ombudfinance.ch>). Las reclamaciones dirigidas a FINAD pueden ser presentadas ante la SO AOOS o la OFS.

Para Austria: FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L021, 1010 Viena, Austria, es una empresa de inversión de conformidad con el

artículo 3 de la Ley austriaca de supervisión de los valores de 2018 (Wertpapieraufsichtsgesetz 2018, WAG 2018) y, como tal, está autorizada a prestar los servicios de asesoramiento en inversiones, gestión de carteras y aceptación y transmisión de órdenes, en cada caso en lo que se refiere a instrumentos financieros. FINAD no está autorizada a prestar servicios que impliquen la retención de dinero, valores u otros instrumentos de los clientes. FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA.

Para Alemania: FINAD GmbH Deutschland, Schauenburgerstraße 61, 20095 Hamburgo, Alemania, es la sucursal alemana de FINAD GmbH, Dorotheergasse 6-8/L/021, AT-1010 Viena, Austria. FINAD es una empresa independiente de servicios de valores especializada en el asesoramiento en materia de inversión, la intermediación en inversiones y la gestión de patrimonios (gestión de carteras financieras). La prestación de servicios de valores por parte de FINAD está sujeta a la supervisión de la Autoridad de Supervisión de los Mercados Financieros (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena (www.fma.gv.at) y de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Fráncfort del Meno (www.bafin.de). Las quejas sobre FINAD podrán dirigirse a la FMA o la BaFin.

FINAD no está autorizada a ejercer actividades de abogacía, de asesoramiento fiscal o de auditoría.

© Copyright FINAD. Todos los derechos reservados.