# Paciencia antes de aprovechar la ocasión

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Construir una estrategia de inversión es un complicado ejercicio en el que hay que evaluar bien no solo los niveles sino los momentos adecuados para añadir o quitar posiciones, además de comparar qué ofrecen unos activos respecto al resto en rentabilidad, riesgo y diversificación. Justo en estas semanas nos enfrentamos a uno de esos dilemas, viendo los niveles tan atractivos a largo plazo para alargar duración en renta fija o para volver a cubrir parte de la exposición al USD en la renta variable. Pero hemos optado por tener algo de paciencia hasta tener más claridad sobre la senda que seguirán las políticas monetaria y fiscal en EEUU.

Tampoco hemos cambiado nuestra ligera infraponderación de las acciones, ya que consideramos más atractiva la rentabilidad-riesgo de los bonos que de las acciones estadounidenses, un desequilibrio que se ha acentuado con la reciente subida de las curvas, y en puertas de una nueva etapa política en ese país que complicará aún más el entorno geoeconómico y que sin duda repercutirá en los mercados. Pero en un periodo de mejora de los resultados empresariales y de rebajas de tipos (que prevemos que la Fed retome hacia el verano), la tendencia alcista debería de reanudarse tras esta fase de consolidación, y contemplaríamos una corrección más profunda como una oportunidad para añadir posiciones.

Un argumento de mucho peso que respalda esta paciencia y relativa cautela es que abundan las alternativas para poder batir ampliamente a la inflación sin asumir grandes riesgos. El repunte de las curvas nos devuelve a retornos esperados incluso superiores al 4% en varios segmentos de renta fija de buena calidad, mientras que la dispar evolución bursátil nos permite ganar exposición a algunas megatendencias con unas valoraciones confortables y la perspectiva de un robusto aumento de los beneficios.

## La estrategia de Singular Bank en resumen

Moderada cautela táctica en R.Variable dados la incertidumbre y atractivos rendimientos de la Renta Fija

El alza de las curvas de tipos -debida en gran parte al aumento de las primas temporales- eleva los retornos esperados en todos los segmentos de renta fija pero tensa la valoración relativa de las acciones (en especial en EEUU) propiciando una fase de consolidación que podría prolongarse hasta que haya más visibilidad sobre el panorama geopolítico y sus implicaciones económicas o hasta que caigan los tipos.

Mantenemos cierta cautela táctica, con una infraponderación moderada de la renta variable dada la atractiva rentabilidad-riesgo de la renta fija, donde preferimos el crédito corporativo con grado de inversión en EEUU y Europa y los fondos de emisiones financieras subordinadas, de préstamos senior con colateral y de *high yield* de corto plazo en EUR. Los inversores que aún mantengan posiciones significativas en activos monetarios tienen otra ocasión para rotar a vencimientos intermedios.

Prevemos un robusto crecimiento de los beneficios, ya no solo en los gigantes tecnológicos sino extendiéndose a otros sectores y mercados. Esto debería de acotar el riesgo a la baja de los índices bursátiles, y prolongar este año la tendencia alcista aunque se compriman algo los múltiplos en EEUU, por lo que contemplaríamos una corrección más profunda como una oportunidad para añadir posiciones.

Seguimos con claro foco en las megatendencias y un leve sesgo defensivo. Preferimos *Utilities* y Energía a los sectores de consumo y una combinación de *Small Caps*, Infraestructuras y Seguridad & Defensa a los sectores más cíclicos. Reafirmamos la convicción en Salud (impulsado por innovaciones tecnológicas y terapéuticas, con carácter defensivo y múltiplos relativamente baratos, y donde añadimos exposición a las biotecnológicas) y la posición neutral en Tecnología por su valoración. Recomendamos mantener la exposición a Japón y el sesgo growth en Asia frente a los sectores domésticos de China.

Los factores coyunturales impulsan el USD, y mantenemos por el momento sin cubrirlo en la R.Variable al diversificar las carteras, aunque se está alejando de su nivel de equilibrio de corto plazo y es vulnerable a un cierre de posiciones especulativas. Prevemos una recaída del petróleo, prefiriendo las petroleras cotizadas, y que el oro continúe moviéndose en el rango reciente hasta que bajen los tipos.

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

## Un año de disparidad económica, creciente fragmentación y complejidad geopolítica

**La nueva etapa política en EEUU afectará al nuevo orden mundial y a la senda económica global**

Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson se enfocó en el Comité de Inversiones en algunos de los escenarios que hacen tan complejo el entorno geopolítico actual, lo que aumenta la fragmentación en diversos ámbitos. Señala que la presidencia de Trump augura una fase de impredecibilidad y de volatilidad, marcada por su visión sobre la seguridad estratégica y militar de EEUU, y que tendrá importantes implicaciones sobre el nuevo orden mundial y la senda económica global.

**La inestabilidad política en Europa complica aún más la coyuntura económica**

Reino Unido, Francia y Alemania inician 2025 en un contexto marcado por la inestabilidad política, una compleja coyuntura económica y, en los dos primeros, por grandes retos presupuestarios. Se prevé que el BCE continúe recortando sus tipos en las próximas reuniones, si bien estará condicionado por el repunte de la inflación, la mayor presión fiscal o la debilidad del euro.

**La economía de EEUU mantiene su dinamismo, poniendo a la Fed en pausa**

Continúa la excepcionalidad del *momentum* económico de EEUU, con un resiliente mercado laboral. La creación de empleo está superando las expectativas y la tasa de desempleo ha descendido al 4,1%, si bien el crecimiento del salario medio por hora se ha moderado ligeramente. Esto junto a las *Maganomics* anticipan una mayor cautela de la Fed, con una probable pausa en el proceso de recortes de su tipo oficial.

**El impulso a corto plazo en China no revertirá los problemas estructurales**

En China, las últimas decisiones gubernamentales tendrán un efecto positivo sobre la demanda a corto plazo, pero no revertirán los problemas estructurales. Destaca la persistencia de los riesgos desinflacionistas, con un IPC próximo al 0% y un descenso continuado del índice de precios de producción provocado por los problemas de sobrecapacidad, la caída de los pedidos de exportación y la falta de dinamismo de la demanda interna.

## Cautela táctica hasta que se atenúen los riesgos, o se relajen las curvas de tipos o las valoraciones en EEUU

**Subida de las curvas de rentabilidad de la deuda**
...que elevan los retornos esperados y el atractivo de la renta fija, lo que atraerá flujos de fondos

**Atractivos retornos esperados de la renta fija**
- Minimizar el peso de los activos monetarios
- Buenos niveles para invertir en plazos intermedios

Deuda pública | Crédito IG | Subordinación Financieras | *Senior Secured Loans* | *HY* corto plazo EUR

Europa y EEUU (con USD cubierto) — Europa

**Potencial alcista más acotado de las acciones**
...hasta que mejore la visibilidad, se relajen las curvas de tipos o la corrección sea más profunda

**Moderada infraponderación táctica de la Renta Variable**

**Incertidumbres geopolíticas y sus implicaciones económicas**
...que podrían lastrar el consumo y la inversión, elevar la inflación y frenar los recortes de tipos

**Renta Variable: Primar crecimiento estructural sobre dinámicas cíclicas**

- Digitalización
- Descarbonización
- Demografía
- Desglobalización
- Desconfiguración orden internacional

Salud | Eléctricas (Utilities) | Petroleras (Energía) | *Small Caps*

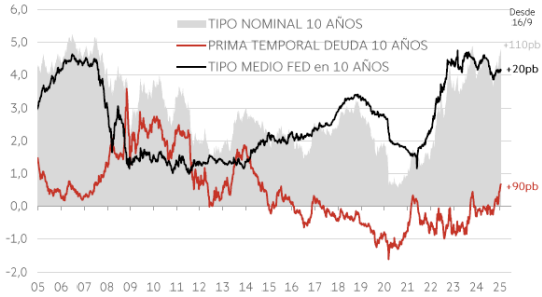
Tecnología (neutral por valoración) | Infraestructuras | *Growth* en Asia | Japón

Sesgos
- Defensivos vs Cíclicas;
- *Growth* vs *Value*;
- Europa vs EEUU

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

## Niveles atractivos en la renta fija, aunque continuará la volatilidad

### Curvas al alza por el aumento de la prima temporal
Descomposición rentabilidad de la deuda de EEUU a 10 años



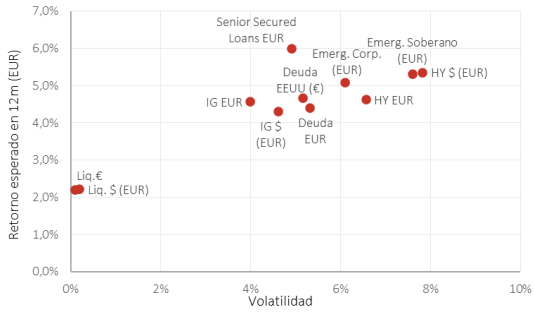

Fuente: Singular Bank, a partir de la Reserva Federal y Refinitiv.
Datos a 15/01/2025

No ha habido cambios sustanciales en las expectativas sobre los bancos centrales desde la reunión de la Fed de diciembre. El alza de las curvas de tipos se debe en gran medida al aumento de las primas temporales, que vuelven a terreno positivo tras años de Expansión Cuantitativa.

Esto ha situado los tipos reales de la deuda de EEUU a medio y largo plazo alrededor del 2%, un nivel insosteniblemente alto que augura retornos atractivos cuando su economía se enfríe y se relaje la política monetaria. Pero dadas las incertidumbres actuales sobre el impacto inflacionista de los aranceles y sobre la política fiscal, preferimos demorar la decisión de incrementar la duración de la renta fija y seguimos centrados en los plazos intermedios evitando la alta volatilidad de la deuda a muy largo plazo.

## Aumenta la brecha de retornos esperados entre la renta fija y los activos monetarios

### La deuda pública recobra atractivo
Retornos netos en 12 meses en el Escenario central




Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 15/01/2025

Prevemos que a lo largo del año las curvas desciendan unos 30-40 p.b. de forma que, aunque repunten moderadamente los diferenciales crediticios, los retornos netos superarían las actuales TIR de mercado y se situarían entre el 4% y el 6% en todos los segmentos de renta fija. Entre tanto, la rentabilidad de los activos monetarios seguirá descendiendo y apenas estaría en línea con la inflación. Los inversores que aún mantengan posiciones significativas tienen otra ocasión para rotar a vencimientos intermedios.

Además de la deuda pública de la Eurozona y EEUU (con el USD cubierto), preferimos los bonos corporativos con grado de inversión, las emisiones subordinadas de entidades financieras, los fondos de préstamos bancarios con colateral y los de *high yield* BB a corto plazo en EUR.

## El USD se aleja de su nivel de equilibrio a corto plazo

### Fed en pausa sostendrá el USD cerca de 1,05€/$
EUR/USD y modelo de estimación

Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA, IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 15/01/2025

Como los diferenciales de inflación y de tipos a 2 años apenas han variado en las últimas semanas, el cruce EUR/USD se estaría alejando cerca de un 3% de su nivel de equilibrio de corto plazo, estirado por un posicionamiento especulativo muy agresivo en favor del dólar.

Para que se instale cerca de 1,00 €/$ haría falta que la Fed descarte bajar tipos hasta 2026 o una imposición indiscriminada de aranceles por EEUU que fuerce un ajuste cambiario para contrarrestarlo. En caso contrario, el USD parece vulnerable si unos datos económicos más débiles reavivan en cualquier momento la perspectiva de recortes de la Fed o por el cierre de posiciones especulativas.

Mantenemos la previsión de que se frene la apreciación del USD y que retorne alrededor de 1,05 €/$ en los próximos meses. Dados los riesgos simétricos a corto plazo el oneroso coste de cobertura y su función de diversificación, optamos por el momento dejar abierto el riesgo divisa en la renta variable de EEUU (pero sí cubierto en la renta fija), aunque contemplamos cubrirlo en parte cuando haya más visibilidad.

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

## ¿Una mera fase de consolidación o el inicio de una tendencia bajista?

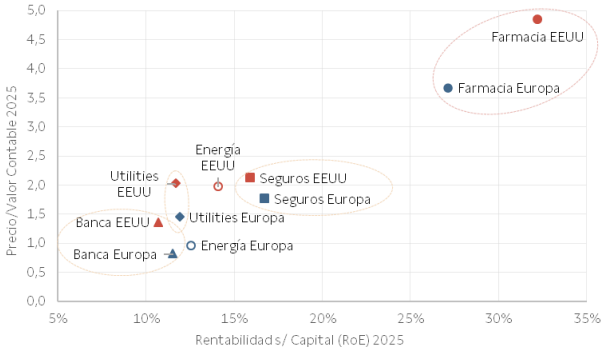
El alza de las curvas ha puesto freno a la tendencia alcista en las bolsas estadounidenses, pero creemos que estamos en una mera fase de consolidación lateral-bajista, con un riesgo relativamente bajo de un desplome. La razón fundamental es que nunca se ha entrado en tendencias bajistas prolongadas en periodos de crecimiento de los resultados empresariales (que este año ganará fuerza al extenderse a otros sectores y países más allá de los gigantes tecnológicos y las financieras) y de relajación de las políticas monetarias (que prevemos que la Fed retome hacia el verano), salvo que se produzca un shock exógeno de gran calado.

Esta consolidación podrá durar hasta que haya más visibilidad sobre las tensiones geopolíticos, las medidas que tome la administración Trump y sus implicaciones económicas, o hasta que mejore la rentabilidad-riesgo de las acciones de EEUU con un descenso de las curvas de tipos o tras caídas adicionales de los índices.

Seguimos esperando que después se reanude una tendencia moderadamente alcista impulsada por los beneficios, aunque se compriman algo los múltiplos en EEUU. Estimamos un PER de equilibrio del S&P 500 en 2025 entre 20,5-21,0x (está en 21,5x), con un objetivo de alrededor de 6.150 puntos. Los niveles de equilibrio a final de año del Europe Stoxx 600 y del IBEX 35 se sitúan en 540 y 12.400 respectivamente, por lo que contemplaríamos una corrección más profunda como una oportunidad para añadir posiciones.

## Valoraciones relativas atractivas en Europa frente a EEUU al recuperarse los beneficios

Descuento de Europa en los sectores más homologables
Precio /Valor Contable y Rentabilidad sobre el Capital




Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 15/01/2025

Las bolsas estadounidenses merecen una prima por su indiscutible liderazgo tecnológico, su mayor dinamismo económico y empresarial y unas regulaciones más favorables. Pero consideramos excesivo el gran descuento actual de las acciones europeas, que es evidente en algunos sectores más homologables.

Así que mantenemos una moderada sobreponderación de Europa frente a EEUU, resultado de una estrategia sectorial en la que preferimos *Utilities* y Energía a los de consumo y una combinación de Infraestructuras, *Small Caps*, y Seguridad & Defensa a los más cíclicos. Además las exigentes valoraciones nos mantienen en neutral en Tecnología prefiriendo Salud (más barato y defensivo e impulsado por las grandes innovaciones tecnológicas y terapéuticas, y donde añadimos biotecnológicas).

### Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"La injerencia de Musk en Alemania y Reino Unido aumenta la impredecibilidad."

"El Cisne Negro para los mercados puede acabar siendo que repunte la inflación este año."

"En renta fija, la volatilidad y el riesgo están ahora en las curvas de deuda, no en los diferenciales."

"Los niveles de tipos y para vender USD son a largo plazo atractivos, pero puede ser prematuro."

"Las decisiones de aumentar duración en renta fija y de cubrir el USD deberían estar entrelazadas."

"Las bolsas siguen sostenidas por el robusto crecimiento de los beneficios, y así es improbable que entren en una prolongada tendencia bajista."

"Las nuevas tecnologías democratizan la I+D en la sanidad, lo que impulsará a las biotecnológicas."

## En conclusión

Se ha tensado el frágil equilibrio entre las rentabilidades que ofrece la renta fija y las valoraciones de las acciones, en un momento además de muchas incertidumbres. Creemos conveniente mantener cierta cautela táctica hasta tener más visibilidad o hasta que cedan algo las curvas de tipos y/o los múltiplos bursátiles.

Somos conscientes de que los niveles actuales se demostrarán con el tiempo muy atractivos para invertir más en deuda a medio plazo o para cubrir el USD en la renta variable. Pero preferimos también esperar a tener más convicción respecto a la senda de las políticas monetaria y fiscal en EEUU. Entre tanto, encontramos buenas oportunidades en varios segmentos de renta fija o en algunas 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