Cambios de fase

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Con las notables excepciones de las bolsas europeas y chinas, los mercados financieros han registrado movimientos relativamente escasos en el primer mes del nuevo mandato de Donald Trump, quizás abrumados por la batería de anuncios aún sin concreción.

Pero debajo de la superficie de los índices generales de acciones y bonos, se están produciendo algunos cambios muy relevantes en las dinámicas geopolíticas y tecnológicas con grandes implicaciones potenciales, y que debemos incorporar a la estrategia de inversión.

Además de todos los eventos sobre los que nos informa puntual y detalladamente nuestro equipo macro, en unos días asistiremos al cambio de fase en la política alemana, con el foco puesto en si son posibles una coalición de gobierno de dos partidos y una reforma constitucional que otorgue mayor margen fiscal.

Pero quizás el de más calado es el que se estaría gestando en la disrupción de la Inteligencia Artificial (IA), que podría conducir a un ecosistema menos dependiente de los gigantes estadounidenses. Esto facilitará que muchos otros sectores y países se aprovechen de las mejoras de eficiencia y de productividad, pero a la vez cuestiona la premisa que habíamos dado por sentada de la "excepcionalidad" de EEUU en cuanto al crecimiento de su economía y de los beneficios, lo que creemos que acabará presionando sus valoraciones.

Con una renta fija que aún ofrece atractivos retornos esperados, numerosas incertidumbres geopolíticas sin resolver y un potencial acotado de la renta variable, mantenemos una estrategia algo prudente en la que este mes reducimos algo la exposición a la tecnología de EEUU para reforzar la de Asia-Pacífico y comenzamos a evaluar los impactos de un eventual alto al fuego en Ucrania.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Perspectivas financieras moderadamente positivas condicionadas por la geopolítica y la inflación

El crecimiento de los beneficios comienza a extenderse a Europa y Asia y ya no está tan concentrado en los tecnológicas y financieras, mientras continúa un lento y desigual abaratamiento de la financiación. Estas son en principio condiciones propicias para que se prolongue la tendencia alcista en las bolsas, pero que requeriría además una resolución relativamente benigna de las incertidumbres geopolíticas y de más moderación de la inflación que permita mayor relajación de las políticas monetarias.

Las curvas de rentabilidad de la deuda se mantienen por encima de los niveles estimados de equilibrio a medio plazo y auguran retornos atractivos de la renta fija sin tener que asumir grandes riesgos de duración ni de calidad crediticia, y en la que recomendamos una combinación de deuda pública y bonos corporativos con grado de inversión, tanto en EEUU como en Europa, fondos de emisiones financieras subordinadas, préstamos senior con colateral y *high yield* de corto plazo en EUR.

La irrupción de China en la IA con modelos más eficientes y en código abierto facilita el despliegue de modelos específicos que ya no dependan de los generalistas de los gigantes de EEUU, poniendo en duda que puedan sostener un crecimiento exponencial indefinido, lo que podría poner presión sobre sus valoraciones y que evolucionen más en línea con el mercado. Rotamos parte de la Tecnología a Asia-Pacífico con sesgo *growth*, que ofrece crecimiento más diversificado a valoraciones confortables.

Estos factores nos llevan a mantener cierta cautela táctica, con una infraponderación moderada de la renta variable dada la atractiva rentabilidad-riesgo de la renta fija, a la espera de más visibilidad sobre las incertidumbres geopolíticas y de que se vislumbre que la Fed pueda reanudar los recortes de tipos.

Con un claro foco en las megatendencias, el crecimiento estructural de los sectores sanitarios, de los ligados a la descarbonización e infraestructuras cotiza a múltiplos menos exigentes que los tecnológicos, por lo que sobreponderamos Salud y *Utilities*. Una eventual paz en Ucrania posibilitaría un abaratamiento de la energía y de algunos insumos de la industria agroalimentaria, una revitalización del consumo de los hogares, lo que nos lleva a elevar el peso de Consumo Básico a costa de rebajar el de Energía (Petroleras).

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

El mayor gasto en defensa obligará a flexibilizar las reglas fiscales de la UE

Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson ha analizado detalladamente los últimos eventos geopolíticos, y en particular sus potenciales impactos sobre Europa. Los contactos entre EEUU y Rusia para intentar una paz en Ucrania abren los debates de cómo Europa podrá garantizar su seguridad, lo que obligará a un fuerte incremento del gasto militar que requerirá flexibilizar las reglas fiscales y utilizar otros mecanismos de financiación.

Europa y Asia afrontan las incertidumbres en un contexto de debilidad

A la espera de cómo avancen estas negociaciones, los anuncios arancelarios de Trump siguen aumentando las incertidumbres comerciales, con la amenaza de nuevas medidas en abril que podrían afectar a la UE, Japón, Corea del Sur y algunos países de bajos ingresos, en un contexto de creciente competencia de China.

Repuntan las presiones inflacionistas en EEUU y la Fed sigue en pausa

En EEUU las presiones salariales e inflacionistas repuntaron en el arranque del año, lo que podría forzar a la Reserva Federal a retrasar los recortes de tipos que proyectaba en su último informe trimestral, y que han causado un deterioro del sentimiento económico de los hogares.

China tiene dificultades para relanzar su demanda a pesar de los estímulos

Los datos del 4T de 2024 confirman la debilidad del crecimiento de la Eurozona y constatan la dificultad para relanzar la actividad en China por la atonía de su demanda interna y la persistencia de la crisis inmobiliaria. De ahí que su Gobierno siga desplegando más estímulos fiscales y también acelere las inversiones en industrias tecnológicas, con el foco en la IA.

La falta de predictibilidad lastra las perspectivas de crecimiento económico

La conclusión de nuestra economista jefe es que la falta de predictibilidad económica y geopolítica continuará teniendo efectos negativos sobre la confianza, las decisiones de inversión, las expectativas de inflación, el comercio mundial y, en consecuencia, sobre las perspectivas de crecimiento globales para 2025 y 2026, que siguen siendo gradualmente rebajadas.

Ajustes tácticos en una estrategia prudente por los riesgos geopolíticos y el atractivo de la renta fija

Buena rentabilidad-riesgo de la renta fija frente a la Renta Variable

Incertidumbres geopolíticas y sus implicaciones económicas

Cambio de fase en la IA que puede presionar las valoraciones de Tecnología

Moderada infraponderación táctica de la Renta Variable

Retornos esperados de la renta fija aún atractivos

- 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		

Renta Variable: Primar crecimiento estructural sobre dinámicas cíclicas

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

Salud: Farmacia y Biotecnología	Tecnología (neutral por valoración)
	Growth en Asia
Eléctricas (Utilities)	Infraestructuras
Small Caps	Japón

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

Cambios en la estrategia

Tecnología: La irrupción en la IA de DeepSeek amenaza el liderazgo incontestable de los gigantes de EEUU, haciendo que su crecimiento madure a medio plazo, lo que debería de presionar los múltiplos

Rotar una parte de Tecnología a Asia-Pacífico con sesgo *growth*, que ofrece crecimiento más diversificado a valoraciones confortables

Geopolítica: Un eventual acuerdo sobre Ucrania podría propiciar un abaratamiento de la energía y de algunos insumos de la industria agroalimentaria, y revitalizar el consumo de los hogares

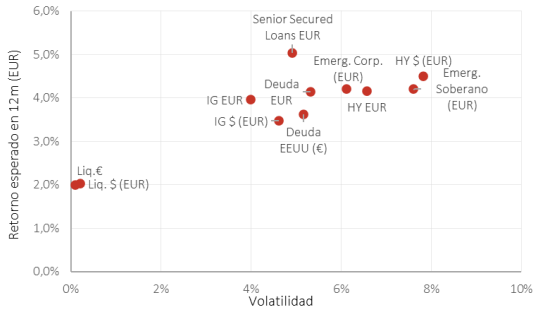
Elevar el peso del sector de Consumo Básico a Neutral a costa de rebajar Energía (Petroleras) también a Neutral

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

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

Una renta fija mucho más rentable que la liquidez

Retornos netos en 12 meses en el Escenario base



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 19/02/2025

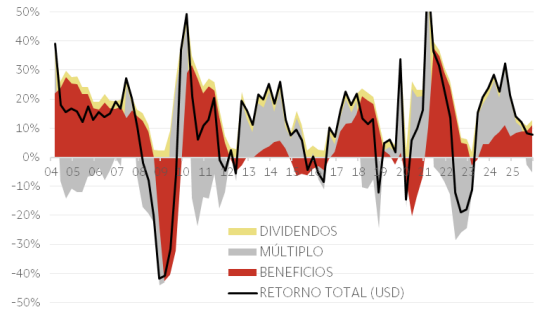
Sin cambios relevantes en los mensajes de los banqueros centrales y a la espera de concreción en las medidas de la administración de EEUU, los mercados de renta fija parecen haberse estabilizado, con movimientos relativamente cortos en las expectativas sobre las políticas monetarias, en las curvas de deuda y en los diferenciales crediticios.

Así, mientras la rentabilidad de los activos monetarios en euros continúa descendiendo, los retornos esperados de la renta fija siguen holgadamente encima del 3% sin tener que asumir grandes riesgos de duración ni de calidad, por lo que mantenemos una combinación de deuda pública y bonos corporativos con grado de inversión, tanto en EEUU como en Europa, emisiones subordinadas de financieras, préstamos senior con colateral y *high yield* de corto plazo en EUR.

Limitado potencial de aumento de las valoraciones si no caen las curvas de tipos

A un menor impulso de la expansión de múltiplos

Desglose del retorno anual del MSCI World



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 19/02/2025

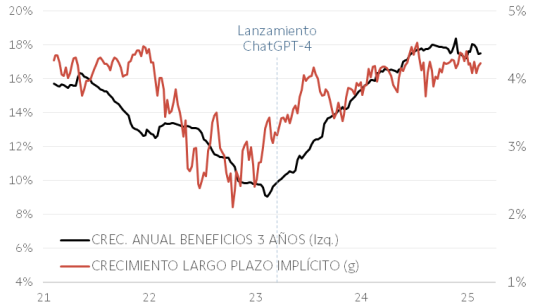
Los resultados del cierre de 2024 están confirmando que el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas comienza a extenderse a Europa y Asia y ya no está tan concentrado en las tecnológicas y financieras, reforzando la expectativa de que puedan crecer más del 10% en EEUU y alrededor del 7% en Europa y Asia este año.

Sin embargo, conforme madure el ciclo y con las valoraciones de las grandes tecnológicas presionadas por el cambio de fase en la IA, prevemos que el impulso de la expansión de múltiplos tienda a agotarse y sea sustituido por el aumento de los beneficios y los dividendos. A partir de ahora esperamos una ligera contracción de los PER del MSCI World y del S&P 500, por lo que el avance del índice sería algo inferior al crecimiento de los beneficios.

Cambio de fase en la IA que puede presionar las valoraciones de Tecnología

El consenso proyecta crecimientos muy fuertes

Tecnología EEUU: Crecimiento beneficios medio y largo plazo



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 19/02/2025

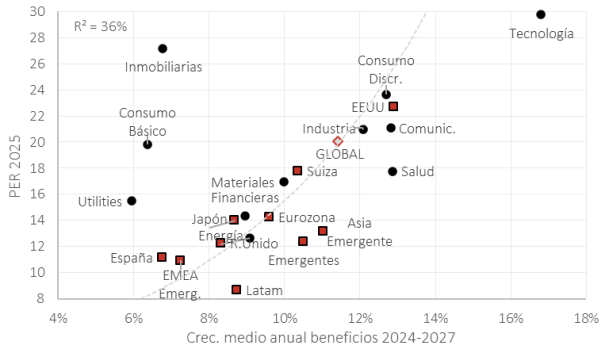
La irrupción de DeepSeek en la IA con un modelo LLM más eficiente, en código abierto, replicable, que usa chips de generaciones anteriores y del que ha publicado todos los detalles pone en duda que los líderes actuales puedan sostener un crecimiento exponencial indefinido. Aun así, consenso de analistas proyecta un aumento medio anual superior al 17% de los beneficios por acción hasta 2028, y las valoraciones (PER 2025 promedio 32,6x) descuentan un crecimiento real perpetuo (g) de algo más del 4%.

Creemos que se entra en una nueva fase de la disrupción de la IA en la que el foco pasará de los semiconductores y el hardware a la implementación en todo tipo de aplicaciones, de forma que el crecimiento de sus beneficios entre en una fase de madurez en los próximos años que implicaría una moderación de sus múltiplos, y que sus revalorizaciones estén más alineadas con el conjunto del mercado.

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

Valoraciones confortables en Asia-Pacífico para invertir en la "democratización de la IA"

Crecimiento a múltiplos confortables en Salud y Asia EM
PER 2025 y Crecimiento medio Beneficios 2024-2027



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 19/02/2025

La nueva fase en la IA facilita el despliegue de modelos específicos que ya no dependan de los generalistas de las *megatech* estadounidenses, permitiendo que las mejoras de eficiencia y de productividad se extiendan a muchos otros sectores y países. Esto refuerza la tesis de inversión en áreas del mercado con perspectivas de robusto crecimiento de los beneficios pero que cotizan con múltiplos menos exigentes que las tecnológicas

Además del sector Salud (al que sumamos hace un mes peso en Biotecnología), rotamos ahora una pequeña parte de la exposición en las tecnología de EEUU hacia Asia-Pacífico con sesgo *growth*. Diversificamos así en empresas tecnológicas, industriales y de consumo discrecional (en gran parte de internet y de comercio electrónico) que también aprovecharán la IA

¿Cuáles serían los impactos de un eventual alto al fuego en Ucrania?

Hay tres vías principales por las que un eventual alto al fuego en Ucrania podría afectar a las economías y a las bolsas europeas. El abaratamiento del gas natural y de la electricidad se producirá en los próximos años con independencia de la evolución de la guerra y de las sanciones a Rusia debido al fuerte crecimiento de la oferta de gas licuado, por lo que en todo caso se aceleraría la convergencia al nivel de equilibrio a largo plazo.

Las necesidades de reconstrucción de Ucrania son enormes, de cerca de medio billón de euros. Pero solo supondría un pequeño impulso a los sectores constructor e industrial europeo, ya que el gasto se repartirá durante muchos años y entre multitud de compañías de la propia Ucrania, EEUU, Turquía, China y de otros países emergentes. Otros sectores marginalmente beneficiados de la paz podrían ser los de consumo básico (por el abaratamiento de los cereales, aceites y fertilizantes) y de transporte aéreo.

Así que, esa hipotética paz en Ucrania tendría sus mayores efectos positivos para Europa por una mejora de la confianza de las empresas y hogares que pudiera relanzar la inversión, contratación y consumo, sobre todo en el este y norte del continente. Por esto, en lugar de sectores o valores concretos, que ya han subido en parte anticipando este escenario, recomendaríamos en todo caso invertir de forma diversificada.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"EEUU está reforzando su liderazgo global en un periodo de dificultades en Europa y China."

"La crisis inmobiliaria en China aún no ha tocado fondo y seguirá lastrando su crecimiento."

"Los mercados de renta fija han entrado en estado de hibernación a la espera de las medidas concretas de Trump y de la reacción de la Fed."

"Es preferible tener más visibilidad antes de cubrir parte del USD en la renta variable de EEUU."

"Se confirma la perspectiva de crecimiento robusto de los beneficios, la clave estará en los múltiplos."

"Las valoraciones descontaban un valor casi nulo de la IA en las grandes compañías chinas."

"El oro se ha desligado de los fundamentales pero sigue ofreciendo diversificación a las carteras."

En conclusión

Seguimos en un estado de frágil equilibrio entre la perspectiva de beneficios al alza con tipos a la baja y un amplio abanico de riesgos geopolíticos que amenazan el crecimiento y no parecen adecuadamente incorporadas en las valoraciones, a lo que se une ahora el posible cambio de fase en la disrupción de la IA.

Con buenos retornos esperados en la renta fija, nos mantenemos algo infraponderados en la renta variable, a la espera de más visibilidad sobre las incertidumbres geopolíticas y de que se vislumbre que la Fed pueda reanudar los recortes de tipos. Con el foco puesto en las megatendencias, realizamos algunos ajustes para aprovechar los múltiplos más bajos en Asia-Pacífico y la posibilidad de un abaratamiento de la energía.

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