Desafiando la gravedad

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Se supone que los mercados financieros operan con un cierto equilibrio entre las rentabilidades que ofrecen los distintos activos y en función de los riesgos que asumen los inversores. Lo más paradójico de la situación actual es que, con todas las incertidumbres económicas y geopolíticas, en lugar de buscar los retornos más predecibles y con menor riesgo, no hacen más que estirarse las valoraciones de las acciones. Y no es tanto que desafíen la lógica (recordemos el dicho de que "los mercados pueden permanecer irracionales más tiempo de lo que uno puede mantenerse solvente apostando a la contra"), sino que desafían la ley de la gravedad.

El paradigma de esta disonancia lo tenemos en EEUU. Allí las Letras del Tesoro pagan cerca del 4,25% mientras que la rentabilidad por beneficios del S&P 500 (la inversa del PER de 22,3x) ronda el 4,50%. Supone la menor prima de riesgo de los últimos 25 años, que consideramos insuficiente en la coyuntura actual.

Pero las valoraciones por sí solas, por estiradas que estén, no suelen ser el detonante de las correcciones bursátiles. Como tampoco parece que lo vayan a ser a corto plazo unos beneficios empresariales que deberían de volver a sorprender al alza, ni un posicionamiento inversor que no está lejos de la neutralidad a pesar de los nuevos máximos en los índices. Así que el devenir de los mercados dependerá probablemente de las decisiones de la Administración Trump, y de sus impactos en las economías y las empresas.

Con este panorama, nos sentimos cómodos con la infraponderación de la renta variable que acordamos hace un mes, prefiriendo la más confortable rentabilidad-riesgo de un crédito corporativo en el que los fundamentales y las dinámicas técnicas son favorables. Apostando a la vez por algunos sectores y mercados rezagados y en valoraciones confortables, esperando un nuevo episodio de rotaciones en las bolsas.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Infraponderación de la RV frente al crédito corporativo hasta que se reajusten las valoraciones relativas

La complacencia y el apetito por el riesgo han vuelto rápidamente a los mercados. Con escaso potencial alcista en las bolsas de EEUU y retornos aún atractivos en la RF, no hay incentivos para añadir posiciones y mantenemos la moderada infraponderación de la RV con claros sesgos geográficos y sectoriales.

La relajación de las condiciones de financiación y el crecimiento de los beneficios seguirán dando soporte a las cotizaciones, pero las exigentes valoraciones en EEUU aumentan la probabilidad de una corrección. Los detonantes podrían ser ① el probable deterioro del balance crecimiento-inflación en EEUU; ② un recrudecimiento de las tensiones comerciales o geopolíticas; ③ una "mini-crisis" de deuda al repuntar los tipos a largo; ④ fuertes oscilaciones del USD (al alza o a la baja) que causen un ajuste de posicionamiento.

Perspectivas moderadamente favorables para la renta fija. Las curvas de tipos tienen algo de margen para descender cuando la Fed pueda reanudar sus recortes, y los diferenciales se mantendrán bajos con la mejora de la solvencia y unas sólidas dinámicas técnicas. Frente a los menguantes retornos de los activos monetarios, preferimos la deuda pública con vencimientos intermedios y el crédito corporativo a caballo entre IG y HY, incluidas las emisiones financieras subordinadas y los *senior secured loans*.

Prevemos cierta moderación de los múltiplos en EEUU que acotaría su potencial a pesar del robusto crecimiento de los beneficios. Esperamos que esto propicie una rotación sectorial y una leve convergencia de las valoraciones que debería de favorecer a los negocios impulsados por las megatendencias como Salud, *Utilities* e Infraestructuras (que sería positivo para Europa) y a las tecnológicas de Asia-Pacífico.

El USD sigue presionado por las coberturas de la exposición por la RV de EEUU. El agresivo posicionamiento bajista y el elevado diferencial de intereses hacen posible una recuperación temporal, que los inversores deberían aprovechar para añadir coberturas al haber perdido poder diversificador y con la perspectiva de una mayor depreciación a largo plazo. Prevemos que el petróleo se abarate algo más por el rápido aumento de producción de la OPEP, que el oro siga en rango si se recupera el USD, mientras que el creciente déficit de oferta de cobre podría volver a impulsar su cotización.

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

La incertidumbre es la nueva normalidad

Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson explicó en el Comité de Inversiones cómo la coyuntura global sigue marcada por la filosofía MAGA, las incertidumbres comerciales y geopolíticas y los desequilibrios internos, que ya han ralentizado el crecimiento de EEUU y de China en la primera parte del año. Un factor clave a corto plazo es el desenlace de las negociaciones comerciales entre EEUU y la Unión Europea que, en el escenario adverso, podría provocar que la UE respondiera con aranceles y otras medidas coercitivas.

Las perspectivas económicas de EEUU se mantienen estables por la resiliencia de la actividad y del empleo en el 2T, aunque en un contexto de gran incertidumbre ante el riesgo de aranceles elevados a partir de la nueva fecha límite del 1 de agosto. Esto se explica porque la Administración Trump persigue elevar el arancel medio al menos a un 15%, y aumentar la recaudación tras la aprobación del nuevo marco presupuestario que consolida el desequilibrio fiscal. Aumentan por lo tanto las dudas sobre la evolución de los precios en EEUU y de la confianza y del consumo de los hogares, haciendo que la Fed mantenga su cautela.

En la Eurozona los indicadores adelantados muestran la mejora de las perspectivas de crecimiento de la Eurozona este año, siendo clave el mejor comportamiento de la economía de Alemania. En contraste, repunta la incertidumbre sobre Francia y España. Pero estas perspectivas siguen condicionadas al marco comercial que acuerden la UE y EEUU, que podría ser menos ventajoso que el de Reino Unido, a pesar de la reducción de las tensiones tras la cumbre de la OTAN.

La coyuntura de China sigue marcada por la atonía de la demanda interna, la crisis inmobiliaria y las consecuencias sobre su sector industrial de los aranceles de EEUU, respecto a los que el suministro de tierras raras juega un papel clave. Por el momento su política económica no ha sido eficaz para apuntalar la demanda interna y frenar la crisis inmobiliaria, a la vez que se intensifican las tensiones deflacionistas al agravarse las consecuencias de sobrecapacidad industrial y de las barreras arancelarias en EEUU y en la UE, que también ha optado por endurecer su política comercial con la potencia asiática.

Entre tanto, India tiene la oportunidad de erigirse como principal alternativa a China en las cadenas de valor de EEUU, si bien será clave el resultado de la negociación comercial. La relajación de las condiciones monetarias y el tono expansivo de su política fiscal contribuirán a situar el crecimiento en un 6,4% anual.

Oportunidades en la renta fija y en una posible rotación entre sectores, mercados y estilos cuando el potencial alcista de los índices de EEUU parece limitado

Las exigentes valoraciones de las acciones de EEUU en un contexto de gran incertidumbre, tipos de interés elevados y cambio de fase en la IA limitan el potencial alcista de sus bolsas. Nuestra estrategia busca obtener retornos satisfactorios en un escenario de consolidación de los índices, pero caracterizado por rotaciones entre los distintos sectores, mercados y estilos. Dados los rendimientos aún atractivos en la renta fija (que centramos en el crédito corporativo en plazos intermedios), infraponderamos la renta variable (a través de EEUU), manteniendo el foco en el crecimiento estructural de las megatendencias y cierto sesgo defensivo mediante Salud e Infraestructuras.

La valoración de las acciones de EEUU (PER 22,3x) no parece sostenible con los tipos de interés actuales

x

El crecimiento de los beneficios será robusto, aunque algo inferior al que proyecta el consenso

⇩

Si los múltiplos se moderan en EEUU, el retorno total será inferior al crecimiento de los beneficios

El crecimiento seguirá liderado por los sectores y países que lideran las megatendencias

Europa y Asia-Pacífico tienen la oportunidad para reorientar sus políticas y revitalizar su crecimiento

Hay megatendencias con gran potencial pero valoraciones menos exigentes que Tecnología de EEUU

Mejor rentabilidad-riesgo en renta fija

↳ Infraponderar la Renta Variable

- Megatendencias como piedra angular
- Europa y Asia-Pacífico preferidos a EEUU
- Tecnología en Asia
- Salud
- Infraestructuras

Las curvas podrían descender algo cuando se enfríe la economía de EEUU y la Fed reanude los recortes

+

Los diferenciales crediticios seguirán contenidos por la mejora de solvencia y las favorables dinámicas técnicas

⇩

Los retornos netos en EUR pueden superar el 3% sin asumir grandes riesgos de duración o de crédito

-> Peso residual de activos monetarios

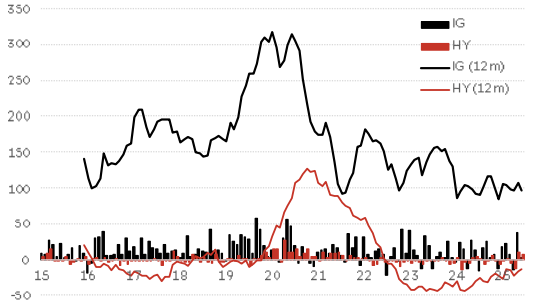
- Deuda pública (vencimientos intermedios)
- Crédito *Investment Grade*
- Subord. Financiera
- *Senior Secured Loans*
- *High Yield* EUR

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

La demanda de crédito supera a la oferta, lo que mantendrá bajos los diferenciales

Mengua el volumen de emisiones *high yield*

Emisión neta de bonos corporativos en la Eurozona ('000m€)



Fuente: Singular Bank, a partir de BCE, ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 15/07/2025

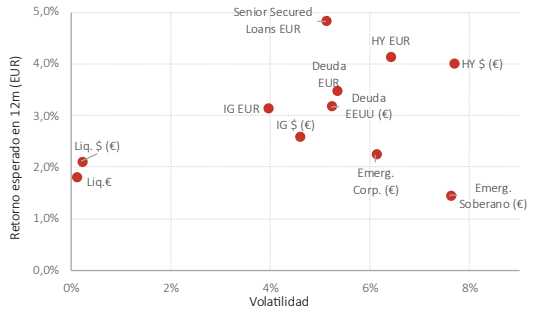
Con la relajación de las condiciones de financiación y los beneficios al alza, las empresas están aprovechando para refinanciar su deuda, pero en muchos casos también para amortizarla. Esto está provocando que el volumen emitido en el *Investment Grade* crezca menos que las entradas de fondos, y que incluso esté menguando en el *High Yield*.

Esto propicia que las tasas de impagos estén en mínimos, que los diferenciales puedan mantenerse por debajo de los niveles de equilibrio en esta fase madura del ciclo, y que sus repuntes sean relativamente moderados y breves. En estas condiciones, preferimos los segmentos cuyos cupones sean aún atractivos, pero con un riesgo crediticio acotado.

Buen potencial de retornos en RF si bajan algo las curvas y sigue la bonanza en el crédito

Mejoran los retornos esperados de la deuda

Retornos netos en 12 meses esperados en el Escenario base



Fuente: Singular Bank, a partir de BCE, ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 15/07/2025

Con las primas temporales ya reflejando mejor la deriva fiscal de EEUU y con los tipos reales en ese país cerca del 2%, vemos margen para que las curvas desciendan unos 30 p.b. en cuanto se enfríe más su economía y la Fed esté en disposición de reanudar los recortes. Esto contrarrestaría un posible repunte moderado de los diferenciales crediticios, de forma que el crédito IG genere retornos en línea con su TIR y similares a la deuda pública (que tiene más duración y es más volátil). Los retornos de los bonos HY serían superiores pero no alcanzarían a su rentabilidad de mercado.

Frente a los menguantes retornos de los activos monetarios, preferimos la deuda pública con vencimientos intermedios y el crédito corporativo a caballo entre IG y HY, incluidas las emisiones financieras subordinadas y *senior secured loans*.

La exposición geográfica gana relevancia ante la amenaza de aranceles

El comportamiento sectorial viene recientemente marcado por el impacto potencial de los aranceles, y explica en parte la mejor evolución de las financieras y tecnológicas respecto a las farmacéuticas y de los bienes de consumo. Aproximadamente el 25% de los ingresos de las empresas europeas se generan en Norteamérica, aunque un peso similar en su balance de los activos en esa región indica que una parte relevante de esas ventas se producen localmente, por lo que el impacto directo de los aranceles debería de limitarse a unos cuantos puntos porcentuales de los beneficios en la mayoría de los casos.

EEUU supone cerca del 20% de las ventas de las empresas europeas

Exposición geográfica de las ventas por sectores y mercados

	S&P 500		Europe Stoxx 600			
	EEUU	Internac.	Europa	N. América	APAC	Resto EM
S&P 500	**59**	**41**	**40**	**25**	**20**	**15**
UTILITIES	99	1	78	10	2	10
ENERGÍA	63	37	48	19	17	16
MATERIALES	48	52	36	22	26	16
SALUD	66	34	23	44	20	13
INDUSTRIA	66	34	34	27	20	18
INMOBILIARIO	82	18	97	1	0	2
CONSUMO BÁSICO	61	39	25	30	20	25
CONSUMO DISCREC.	65	35	57	19	12	12
SERV. COMUNIC.	51	49	57	26	5	12
FINANCIERO	72	28	64	10	11	15
TECNOLOGÍA	44	56	21	20	50	9

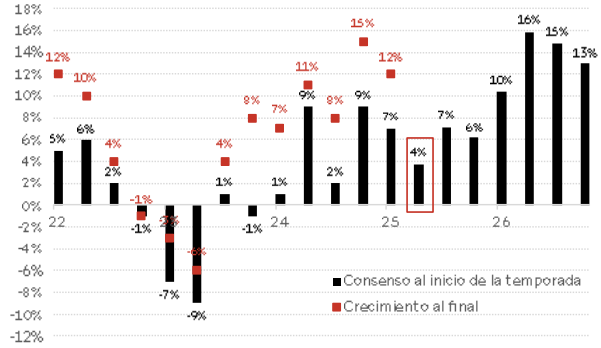
	Europe Stoxx 600			
	Europa	N. América	APAC	Resto EM
STOXX Europe 600	**40**	**25**	**20**	**15**
Euro Stoxx 50	37	22	25	16
DAX	39	26	19	16
MDAX	53	20	14	12
CAC 40	39	25	22	14
FTSE MIB	65	13	10	12
IBEX 35	54	13	5	28
AEX	24	24	38	14
FTSE 100	36	29	23	11
FTSE 250	68	16	7	9
SMI	30	35	21	14
MSCI Nordics	43	27	16	14

Fuente: Singular Bank, a partir de S&P's y Eurex. Datos a 15/07/2025

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

Los beneficios deberían de volver a sorprender al alza en el 2T…

Listón bajo en el 2T25 pero optimismo a partir de 2026
S&P 500: Crecimiento interanual de los beneficios



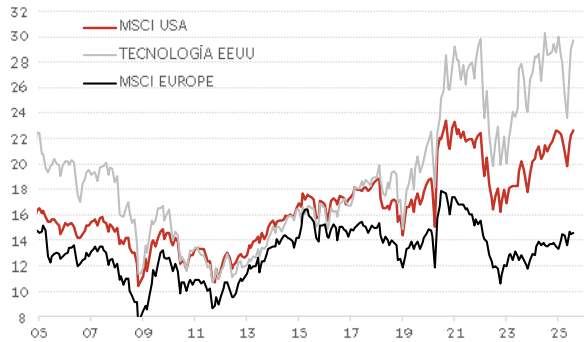
Fuente: Singular Bank, a partir de Factset, LSEG y Goldman Sachs.
Datos a 15/07/2025

Hay varios factores que podrían desencadenar una corrección bursátil este verano, pero los beneficios del 2T no parece que vayan a estar entre ellos. El listón está relativamente bajo, ya que el consenso recortó sus estimaciones. Se esperan leves caídas intertrimestrales, y un crecimiento interanual del +4% en EEUU (pese al +20% de las tecnológicas) y del 0% en Europa.

Así que, siguiendo con la pauta recurrente desde 2021, es probable que los beneficios superen las expectativas, de nuevo en mayor magnitud en EEUU que en Europa y Asia-Pacífico. Los efectos negativos de los aranceles y del enfriamiento de la demanda no serán todavía evidentes en un trimestre de acumulación de inventarios, mientras que la brusca depreciación del USD solo tendrá un impacto relevante a partir del 3T.

…el problema son las exigentes valoraciones en EEUU que limitan su potencial alcista

Valoraciones en EEUU marcando nuevos máximos
PER a 12 meses de los índices bursátiles



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 15/07/2025

Los múltiplos de las acciones de EEUU (S&P 500 en PER 22,3x con el índice equiponderado en 19,2x) han vuelto a niveles que consideramos inconsistentes con sus tipos de interés y grandes incertidumbres. Tecnología está de nuevo en 29,7x. descontando un crecimiento exponencial perpetuo pese al cambio de fase en la IA.

Las valoraciones son más confortables en el resto del mundo, con tipos además más bajos. Europa está en PER 14,5x, y Asia-Pacífico en 14,4x con Japón en 14,6x.

Prevemos que una moderación de los múltiplos en EEUU contrarreste parte del robusto crecimiento de los beneficios, limitando su potencial alcista y haciendo que los retornos en 6-12 meses no sean muy atractivos frente a los de la renta fija en USD. Esto aconseja una estrategia prudente y una acusada infraponderación de EEUU frente a Europa y a Asia-Pacífico.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"Cada vez hay más indicios de debilitamiento del sector privado en EEUU."

"No es descartable que Trump busque elevar el arancel universal para reducir el déficit público."

"Si tenemos en cuenta la divisa, las bolsas de EEUU y de Europa mantienen una evolución similar."

"Cada vez es más difícil conseguir papel en las emisiones de bonos, lo que empuja a los inversores a aceptar rentabilidades a la baja."

"El posicionamiento inversor en renta variable está cerca de la neutralidad a pesar de las subidas, lo que limita el riesgo de una corrección abrupta."

En conclusión

Es posible que "el año esté casi hecho" en las bolsas si los aranceles de EEUU acaban siendo mayores a lo esperado, con unos índices que se atascarían bajo la fuerza de la gravedad de la elevada curva de tipos y perspectivas de inflación al alza y crecimiento a la baja.

Ante esta amenaza, y sobre la base de los rendimientos aún atractivos que ofrece la renta fija, nuestra estrategia infrapondera la renta variable (a través de EEUU) y está en disposición de aprovechar una rotación hacia sectores, mercados y estilos que se han quedado rezagados y que están también impulsados por las megatendencias pero tienen valoraciones menos exigentes que la Tecnología de 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