Un paso atrás de cara a un verano convulso

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

A principios de abril tuvimos la combinación de acierto, flexibilidad y fortuna para incrementar en los mínimos la exposición a la renta variable, considerando que los mercados estaban sobre reaccionando y que las acciones tenían un potencial suficiente a medio plazo como para compensar los riesgos asumidos. Pero ni de lejos esperábamos que el rebote fuera a ser tan inmediato y potente para devolver las bolsas mundiales cerca de los niveles previos al infausto "Día de la Liberación".

Ahora no solo el potencial alcista de la RV compara menos favorablemente con el del crédito corporativo, sino que el panorama geoeconómico se ha tornado aún más volátil e incierto con el conflicto abierto entre Israel e Irán. Sin olvidar que pronto expira la suspensión de los aranceles "recíprocos" de EEUU, que aún están por hacerse visibles los impactos en la actividad y la inflación de los que ya están en vigor, y que sigue el debate presupuestario en su Congreso.

Como la estrategia de inversión debe construirse en base a la rentabilidad-riesgo de los distintos activos, en el Comité de esta semana no hubo dudas en deshacer el movimiento de abril, reasignando parte del presupuesto de riesgo al crédito corporativo europeo desde las acciones de EEUU (que consideramos sobrevaloradas y que no reflejan su pérdida de "excepcionalidad"). Volvemos así a una moderada infraponderación de la renta variable, pero con unos sesgos geográficos y sectoriales muy marcados, guiados por las megatendencias y con preferencia por Salud e Infraestructuras, Europa y Asia-Pacífico.

Pero también hay que tomar en consideración las correlaciones entre los activos, que están cambiando. La deuda a largo plazo y el USD han perdido poder diversificador, por lo que nos centramos en renta fija en los vencimientos intermedios, e incrementamos este mes la cobertura parcial del USD en las acciones de EEUU.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Vuelta a la infraponderación de la RV a la espera de más visibilidad o de una recaída de las valoraciones

Los últimos acontecimientos aceleran la desconfiguración del orden internacional, pero la complacencia parece haber vuelto a las bolsas con los principales índices cerca de máximos. Las exigentes valoraciones de la renta variable con tipos de interés todavía altos en EEUU implican unas primas de riesgo que resultan insuficientes para compensar las numerosas incertidumbres económicas y geopolíticas, en ciernes de constatarse los impactos de sus aranceles, y ahora con el encarecimiento de la energía.

Con varios segmentos de la renta fija ofreciendo una rentabilidad-riesgo atractiva, y después de haber aprovechado el desplome de abril para añadir posiciones, recomendamos ahora reducir la exposición bursátil (implementada preferentemente en EEUU) volviendo así a infraponderar moderadamente la RV.

No obstante, el entorno sigue siendo propicio para un crecimiento robusto de los beneficios de las empresas cotizadas, liderado por las tecnológicas, sanitarias y financieras. Esto debería atenuar la magnitud de un posible recorte, y hace posible que las bolsas afronten tan solo un periodo de consolidación en el que podrían surgir nuevas oportunidades tácticas. Las valoraciones y expectativas tan heterogéneas nos hacen mantener unos acusados sesgos hacia algunos sectores y mercados impulsados por las megatendencias, como Salud, Infraestructuras y como la tecnología y otros negocios de crecimiento en Asia-Pacífico.

Las curvas de tipos tienen cierto margen para descender cuando la Fed pueda reanudar sus recortes, pero la mayor volatilidad de la deuda pública a largo plazo hace centrarnos en vencimientos intermedios. El crédito corporativo sigue sostenido por sólidas dinámicas de beneficios y de oferta-demanda, manteniendo los diferenciales algo debajo de sus niveles de equilibrio. Reforzamos la preferencia por los segmentos a caballo entre IG y HY, las emisiones financieras subordinadas y los *senior secured loans*.

El USD parece haber perdido poder de descorrelación con las bolsas de EEUU y, aunque el elevado diferencial de intereses podría propiciar una recuperación temporal, criterios de gestión de riesgo nos llevan a incrementar la cobertura parcial de la exposición derivada de las acciones en ese país.

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

Israel-Irán: otra fuente de incertidumbre y volatilidad en las perspectivas globales

Sin grandes novedades en las dinámicas estrictamente económicas en el último mes, nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson centró su intervención en el Comité de Inversiones en la reciente escalada del conflicto entre Israel e Irán, que representa a su juicio otro elemento de desconfiguración del orden mundial que según los expertos podría durar semanas. Destacó que se trata de una situación más compleja que la del año pasado, ya que el Gobierno de Netanyahu habría decidido poner fin al programa nuclear de Irán e intentar provocar la caída del régimen de los Ayatolas.

Esto representaría una quiebra para la alianza de China-Rusia-Irán-Corea del Norte, que ha sido clave para erosionar las democracias liberales, en un momento en el que Irán ha perdido parte de su influencia política y militar en la región tras la caída de la dictadura en Siria, y el debilitamiento de las milicias en el Líbano y Gaza. La clave está en que un bloqueo del Estrecho de Ormuz o una conflagración regional podrían disparar los precios del petróleo, lo que afectaría severamente a las perspectivas de crecimiento e inflación globales.

En cuanto a EEUU, las presiones inflacionistas derivadas del endurecimiento de las políticas comercial y migratoria de la Administración Trump 2.0 siguen sin reflejarse en la evolución del IPC debido a la caída de los precios de la energía, y el menor gasto de los consumidores que llevó a parte de las empresas a no trasladar por el momento el incremento de los aranceles. A la espera de que cuáles serán sus niveles finales, se mantiene la perspectiva de que la inflación en ese país aumentará en la segunda parte del año, por lo que la Reserva Federal mantendrá la cautela demorando unos meses más los recortes de sus tipos.

Las perspectivas de la Eurozona siguen condicionadas al logro o no de un acuerdo comercial con EEUU. No obstante, los elevados niveles de ahorro, bajo desempleo, la rebaja de los tipos de interés y las medidas de estímulo (en especial en Alemania) sostendrán la demanda interna. Las cumbres de la OTAN y de la UE en junio podrían ser claves en el fortalecimiento de la autonomía estratégica y de la resiliencia económica.

El Gobierno de China mantendrá los estímulos fiscales y monetarios necesarios para paliar el nuevo entorno arancelario (que ha ralentizado la actividad industrial y exportadora) y la atonía de la demanda interna, lastrada por la crisis inmobiliaria. El suministro de tierras raras se erige en un elemento crucial en sus relaciones comerciales y geopolíticas con EEUU y la UE.

Mejor rentabilidad-riesgo en la Renta Fija dadas las incertidumbres geoeconómicas

El fuerte rebote de las bolsas ha devuelto las valoraciones a niveles exigentes -en especial en EEUU- con unas bajas primas de riesgo de las acciones que no incorporan adecuadamente, en nuestra opinión, las numerosas incertidumbres económicas y geopolíticas.

Volvemos a una infraponderación moderada de la RV (implementado en la práctica en EEUU) tras haber aprovechado el desplome de abril para incrementarla a Neutral. Nuestra estrategia se centra en la generación de retornos en una renta fija muy centrada en el crédito corporativo en plazos intermedios, y con sesgos geográficos y sectoriales muy marcados en la renta variable.

Diagnósticos geoeconómicos y financieros que nos inclinan a una estrategia prudente, pero con sesgos muy marcados

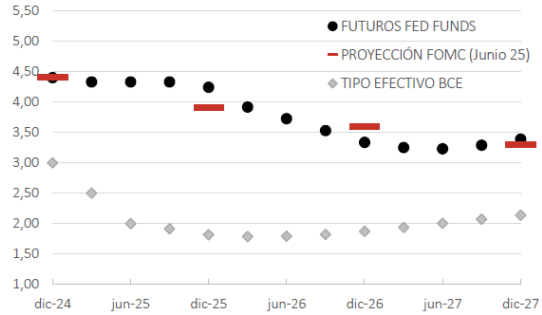
El ciclo de relajación de la política monetaria del BCE está prácticamente completado	⇨ Renta Fija más sesgada al crédito en EUR	Los múltiplos de las acciones de EEUU (PER 21,8x) no parecen sostenibles con los tipos de interés actuales	⇨ Bajada de la Renta Variable a Infraponderar
Las empresas cuentan en general con balances sólidos y beneficios al alza, y los impagos serán limitados	-> Peso residual de activos monetarios	Europa y Asia-Pacífico tienen la oportunidad para reorientar sus políticas y revitalizar su crecimiento	-> Megatendencias como piedra angular
Los tipos a largo plazo seguirán volátiles por la deriva fiscal de EEUU y la desglobalización	-> R. Fija centrada en plazos intermedios	Hay megatendencias con gran potencial pero valoraciones menos exigentes que Tecnología de EEUU	-> Asia-Pacífico y Europa vs EEUU
El USD y la deuda pública pierden poder diversificador de las oscilaciones de las bolsas	-> Preferencia por Crédito vs Deuda	El crecimiento seguirá liderado por los sectores y países que lideran las megatendencias	-> Infraestructuras y Salud vs Tecnología
Riesgos a la baja en los crecimientos del PIB y los beneficios en EEUU, menores en Europa	Subordinación bancaria y *senior secured loans*	No todos los sectores y mercados descuentan igual las incertidumbres geoeconómicas	-> España y R.Unido en Europa y Japón en Asia

EEUU	USD	Capital-Riesgo	Materias Primas
Reducción de la exposición a sus activos financieros	Cobertura parcial de la RV de EEUU al perder poder diversificador	Oportunidad en Infraestructuras y en fondos de *Buyout*	Toma parcial de beneficios en Oro para volver al peso estructural

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 Fed demora los recortes de tipos mientras que el BCE ha prácticamente terminado

Se descuenta que la Fed rebajará al 3,25%-3,50%
Tipos de intervención descontados por los futuros



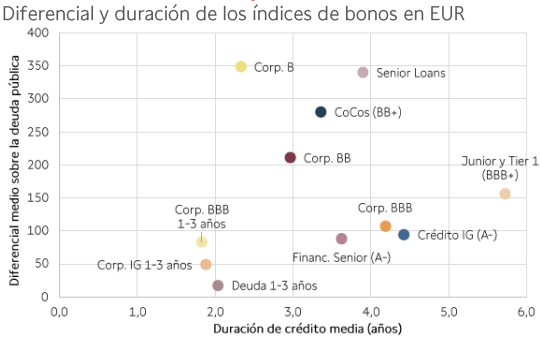
Fuente: Singular Bank, a partir de la Reserva Federal y Refinitiv.
Datos a 18/06/2025

Este mes han recortado sus tipos los bancos centrales de la Eurozona, Suiza, Suecia, Noruega e India, pero los han mantenido los de EEUU e Inglaterra. Todos ellos han destacado la falta de visibilidad y la necesidad de flexibilidad en sus próximos movimientos, en función de cómo evolucionen las tensiones comerciales y geopolíticas. El BCE ha casi finalizado su ciclo de rebajas, con el mercado descontando un último cuarto de punto este otoño.

Entre tanto, la Fed se debate entre una inflación que aumentará y un mercado laboral aún resiliente pero que previsiblemente se debilitará. Con unas proyecciones muy dispersas entre los propios miembros del FOMC sobre el calendario y ritmo de sus recortes, lo que en todo caso es probable es que se verá obligada a mantener una política moderadamente restrictiva al menos hasta el año que viene.

Las sólidas dinámicas técnicas mantendrán contenidos los diferenciales crediticios

Atractivos *senior loans* y subordinación bancaria
Diferencial y duración de los índices de bonos en EUR



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA y Refinitiv.
Datos a 18/06/2025

La demanda de crédito corporativo sigue fuerte por los menguantes rendimientos de los activos monetarios y por la reinversión de intereses y vencimientos, en tanto que la oferta está constreñida por la buena situación financiera de la mayoría de las compañías y por las escasas operaciones corporativas apalancadas. Esto ha propiciado que los diferenciales vuelvan a situarse algo por debajo de los niveles de equilibrio estimados en esta fase del ciclo.

Prevemos que la renta fija genere retornos en línea con su TIR, por lo que mantenemos la preferencia por el crédito IG frente a la deuda pública, y por los fondos de emisiones subordinadas de entidades financieras, de préstamos bancarios con colateral y de bonos high yield en EUR.

Cambio en el régimen de correlaciones que resta poder diversificador a la deuda y el USD

USD y RV ya no se mueven en sentidos contrarios
Correlación en 12 meses del USD Index y S&P 500

Fuente: Singular Bank, a partir de Refinitiv.
Datos a 18/06/2025

Un serio problema al que nos enfrentamos los inversores desde la pandemia es el cambio del régimen de correlaciones entre acciones y bonos. Las presiones inflacionistas y el aumento de las ratios deuda/PIB elevan las primas temporales y la volatidad de los bonos a largo plazo, por lo que la diversificación es mejor en vencimientos intermedios y en segmentos como los senior loans con tipos flotantes.

A esto se ha añadido recientemente la pérdida de poder diversificador del USD (con una correlación ahora positiva con los índices bursátiles) al frenarse la entrada de capitales a EEUU y por las operaciones de cobertura del riesgo-divisa de las acciones en ese país. Aunque el elevado diferencial de intereses podría propiciar una recuperación temporal del dólar, criterios de gestión de riesgo nos llevan a incrementar este mes la cobertura parcial de la exposición derivada de las posiciones en acciones estadounidenses.

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

Escaso margen de expansión de los múltiplos: los retornos dependerán de los beneficios

Valoraciones en EEUU cerca de nuevo de los máximos
PER a 12 meses de los índices bursátiles

Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 18/06/2025

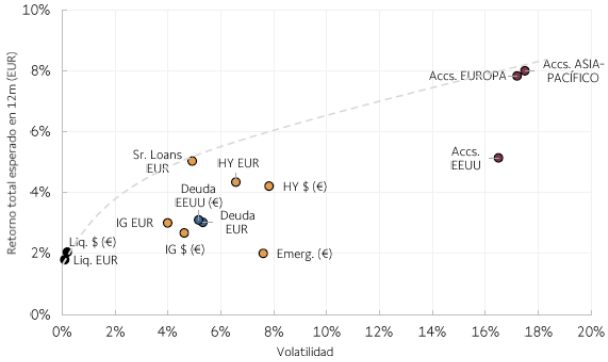
Con los índices de nuevo cerca de los máximos previos, y tras una moderada rebaja de los beneficios previstos, las valoraciones han retornado a niveles muy exigentes, sobre todo en EEUU. El PER a 12 meses del S&P 500 se sitúa ya en 21,8x con el índice equiponderado en 18,7x y el sector de Tecnología en 28,0x. Con la curva de tipos encima del 4%, la prima de riesgo vuelto a mínimos recientes (3,9%), lo que parece incongruente con las incertidumbres económicas, geopolíticas y financieras.

Las valoraciones son más confortables en el resto del mundo, con las acciones europeas en 14,5x, las de Japón en 14,3x y Asia Emergente en 12,9x.

Vemos un margen ya limitado de expansión de los múltiplos aún en el escenario de prolongación del ciclo, por lo que los retornos dependerán del crecimiento de los beneficios, lo que supondría retornos totales (incluidos dividendos) de los índices en 12m del 5%-8%.

Vuelve a aplanarse la frontera eficiente que marca la distribución óptima de activos

Prudencia táctica con mejor rentabilidad-riesgo en RF
Retorno neto esperado en 12 meses en el Escenario base



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE BofA, IBES, MSCI y Refinitiv.
Datos a 18/06/2025

El fuerte rebote de las bolsas vuelve a mermar su potencial alcista una vez que las valoraciones vuelven a ser exigentes, en tanto que sigue siendo posible obtener retornos entre el 3%-4% en renta fija sin asumir grandes riesgos de duración o de calidad.

En consecuencia, ha vuelto a aplanarse la frontera eficiente que marca la distribución óptima de activos. Esto nos lleva a sustituir este mes parte del riesgo en RV por crédito corporativo, realizando así plusvalías del incremento táctico que decidimos a principios de abril.

Acentuamos además la preferencia por Europa y Asia-Pacífico frente a EEUU, y por megatendencias con una buena relación entre potencial y valoración, como Salud, Infraestructuras, y tecnología y *growth* en Asia.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"No hay que olvidar que el 9 de julio acaba la suspensión de 90 días de los aranceles adicionales, sin avances claros en las negociaciones."

"Tenemos otro conflicto grave sobre la mesa sin señales a corto plazo de una desescalada."

"Los mercados crediticios mantienen dinámicas muy sólidas, aquí no hay señales preocupantes."

"Aunque el USD pueda recuperarse, la cobertura obedece a estrictos criterios de gestión de riesgo."

"Se han estabilizado las proyecciones de beneficios empresariales, que continuarán creciendo. El problema está más en las valoraciones."

"Si infraponderábamos la RV en marzo, es lógico tomar beneficios y volver a hacerlo ahora que los niveles son similares pero el mundo está peor."

En conclusión

Las bolsas han sufrido un gran movimiento pendular en los últimos tres meses, volviendo a casi los mismos niveles de valoración y complacencia, cuando es evidente que las perspectivas geoeconómicas se han deteriorado. Con una renta fija que aún permite batir confortablemente a la inflación, hemos decidido reasignar parte del presupuesto de riesgo desde las acciones de EEUU al crédito corporativo europeo.

Además de los acontecimientos geopolíticos, tenemos puesta la atención en el USD y las primas de la deuda a largo plazo, que nos indicarán en qué medida la desconfiguración del orden internacional amenaza con romper los equilibrios en los mercados financieros.

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