

Una oportunidad a medias

Justo cuando el fuerte crecimiento de los beneficios estaba haciendo la labor de relajar las valoraciones sin que los índices bursátiles de EEUU sufrieran grandes retrocesos, y se acercaban los niveles en los que teníamos intención de añadir posiciones, se desencadena el conflicto en Oriente Medio. Al igual que en los anteriores eventos que han sacudido los mercados en los últimos dos años, la tentación es aprovechar los recortes para comprar esperando a que prevalezcan los fundamentales positivos.

Esta vez sin embargo la amenaza es más real, los inversores no están sobrereaccionando, y no conviene precipitarse. Bastarían unas pocas semanas más de interrupción del tránsito por el estrecho de Ormuz para desencadenar una crisis energética, algo que no está descontado. Por lo tanto, aunque el potencial alcista comienza a ser atractivo, la asimetría de los riesgos lleva a mantener la infraponderación de la renta variable hasta tener más visibilidad.

Lo que no creemos que haya que desaprovechar es la oportunidad para reequilibrar las carteras moderando la acertada infraponderación sustancial de EEUU que hemos mantenido durante el último año y medio. Sus múltiplos han descendido y la prima respecto a Europa se ha normalizado. Las tecnológicas ya no descuentan un crecimiento exponencial perpetuo, y es buen momento para pasar a sobreponderar el sector, manteniendo el sesgo a la cadena de valor en Asia Emergente. Y no se trata de un mero movimiento táctico, sino de la ocasión que estábamos esperando para dar a la revolución de la IA el peso que merece.



Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

La estrategia de Singular Bank en resumen

Menor infraponderación de EEUU y aumento de Tecnología, a la espera de más visibilidad para añadir RV

El conflicto en Oriente Medio amenaza con trastocar sustancialmente las dinámicas económicas, financieras y empresariales favorables que, en principio, deberían de prolongar la tendencia alcista en el crédito y las bolsas. Aunque el escenario que parece más probable es una desescalada de los ataques y una reanudación del tránsito de energía por el estrecho de Ormuz antes de que sus impactos globales sean muy severos, hay que tener en cuenta que se trata de un evento de efectos no lineales con unas consecuencias muy negativas si continuara varias semanas, que no están descontadas por los mercados.

Con estos escenarios, consideramos apropiado mantener la infraponderación de la renta variable hasta tener mayor visibilidad sobre la evolución de los acontecimientos en esa región y de los precios de la energía. No obstante, una resolución que no alterara de forma significativa el escenario base podría ser una oportunidad para añadir posiciones y ajustar más los sesgos geográficos y sectoriales después de la corrección bursátil y del aumento de los beneficios que han relajado las valoraciones.

Estas dinámicas han sido más intensas en las tecnológicas de EEUU, que cotizaban con múltiplos muy exigentes hace cinco meses, pero han vuelto ya al rango de valoración que consideramos adecuado dado el crecimiento medio anual de los beneficios próximo al 20% al menos hasta 2028. Al pesar cerca del 45% en sus índices, esto también ha reducido considerablemente la prima de EEUU respecto a Europa.

Como además las economías y empresas europeas y la mayoría de sectores no tecnológicos resultarían más afectados en una crisis energética, damos un primer paso de moderación de la acusada infraponderación de la RV de EEUU respecto a Europa y de rebajar Japón a infraponderar. En paralelo, pasamos a sobreponderar Tecnología (con un sesgo sustancial a la cadena de valor asiática) rebajando a neutral Salud (con mejores perspectivas en Biotecnología), mientras que las temáticas de Electrificación e Infraestructuras – en parte en Alemania– siguen siendo atractivas.

Las curvas de tipos y los diferenciales han repuntado acercándose a sus niveles de equilibrio, pero sin que compense todavía asumir grandes riesgos de duración o de calidad crediticia. Aunque los problemas de la deuda privada en EEUU no suponen un riesgo sistémico, continuamos centrando la renta fija en el crédito de calidad en plazos intermedios, préstamos senior con colateral, HY a corto plazo, subordinación financiera y bonos corporativos de emergentes. El USD está actuando como diversificador dentro del rango 1,15-1,20€/\$, por lo que mantenemos una cobertura parcial de la exposición por la RV de EEUU.

Furia Épica emerge como un riesgo elevado para la perspectiva de crecimiento global

El conflicto en Oriente Medio ha estallado cuando la economía mundial registraba las dinámicas favorables que nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson llevaba meses destacando, con un crecimiento que mostró su resiliencia en 2025 a pesar de las incertidumbres geopolíticas y arancelarias, por la relajación de las condiciones de financiación y por las inversiones ligadas a las revoluciones tecnológica y energética.

La paralización del tránsito de petróleo, gas natural y otros productos petroquímicos cruciales por el estrecho de Ormuz emerge como una seria amenaza sobre las perspectivas de crecimiento, inflación y políticas monetarias, con un impacto que iría aumentando cuanto más tiempo se prolongue la interrupción. Aunque el peso del crudo en la generación del PIB se ha moderado respecto a anteriores crisis energéticas, China y las principales economías de Asia muestran una alta exposición a los insumos desde el Golfo Pérsico, y la gran dependencia de la importación de gas hace que Europa sea mucho más vulnerable que EEUU.

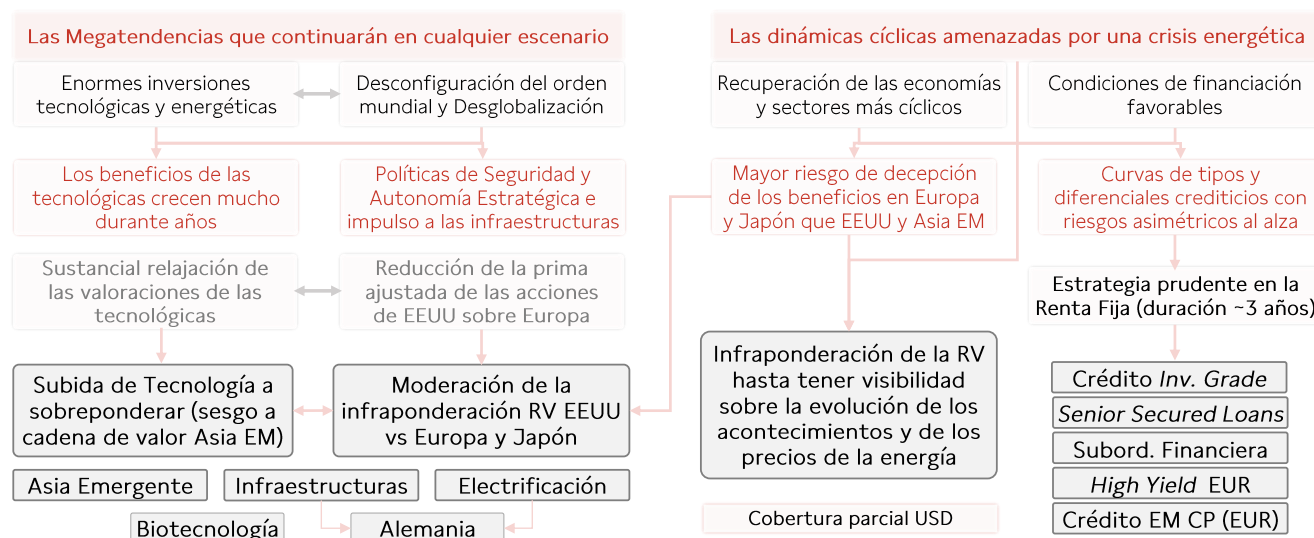
2026 se confirma como el año en el que confluyen dos olas de cambio que perfilan esta nueva era: la reconfiguración del orden mundial y las implicaciones reales de la IA sobre la senda socioeconómica. Mientras la economía sigue sin mostrar por el momento el impacto sobre el empleo y el tejido empresarial de la IA, la realidad geopolítica confirma la apuesta de la Administración Trump por preservar el papel de potencia hegemónica de EEUU y frenar la creciente posición de dominio de China, poniendo en jaque a las autocracias con las que ha tejido fuertes lazos. Así, la operación Furia Épica supone un evento sin precedentes con mayores implicaciones económicas y geopolíticas que la actuación relámpago en Venezuela.

Además, el comercio mundial se adentra en una nueva fase de incertidumbre tras la sentencia que anuló la mayor parte de los aranceles amparados por la IEEPA (pese a los que el déficit comercial de EEUU aumentó en 2025), y que han sido sustituidos 150 días por otro universal del 10%. Entretanto, las exportaciones de China, Taiwán y Corea del Sur se incrementaron significativamente por los componentes tecnológicos.

La reciente Asamblea Popular Nacional de China ha confirmado la fijación de un objetivo de crecimiento del PIB real del 4,5%-5,0% anual, en una coyuntura de inestabilidad geoeconómica y crecientes riesgos sobre el comercio mundial ante la situación en Oriente Medio. Otros objetivos económicos apuntan a un menor estímulo fiscal que en 2025, sin resolver la crisis inmobiliaria ni dinamizar la demanda interna.

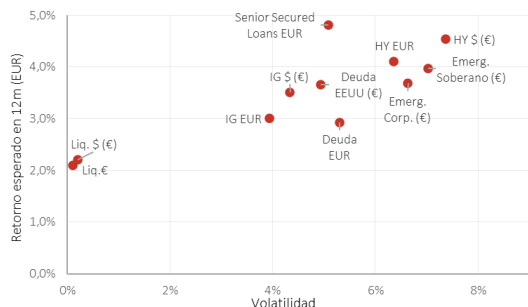
Reequilibrio geográfico y sectorial a la espera de las condiciones apropiadas para subir exposición en Renta Variable

Cuando el robusto crecimiento de los beneficios y la fase de consolidación en las bolsas habían abaratado las valoraciones (en especial en la tecnología de EEUU), la paralización del tránsito por el estrecho de Ormuz amenaza con desatar una crisis energética y económica que aconseja mantener la cautela en cuanto a la exposición agregada a la RV. Sin embargo, sí se dan las condiciones oportunas para comenzar a reequilibrar los sesgos geográficos y sectoriales, moderando la infraponderación de EEUU respecto a Europa y reforzando la exposición a Tecnología y a la IA. En renta fija siguen sin darse los incentivos para asumir grandes riesgos de duración o de calidad crediticia.



Corrientes contrapuestas en la renta fija que no invitan a aumentar los riesgos

Mejor rentabilidad-riesgo en IG y préstamos senior
Retornos netos en 12 meses esperados en el Escenario base



Fuente: Singular Bank, a partir de Bloomberg y LSEG Datastream.
Datos a 11/03/2026

En una crisis energética, los bancos centrales se enfrentarían a la disyuntiva de primar la contención de la inflación o sostener la actividad económica. Los mercados están reaccionando a este escenario dando más probabilidad a lo primero, lo que ha elevado las curvas, mientras que los diferenciales crediticios han repuntado moderadamente.

Con todo, las cotizaciones no se han alejado de los niveles de equilibrio previstos en el escenario base, y los retornos netos en 12 meses están muy alineados con las rentabilidades de mercado. Con los riesgos tanto en las curvas como en los diferenciales en nuestra opinión sesgados al alza, no encontramos todavía incentivos para asumir grandes riesgos de duración o de calidad, y seguimos centrando la renta fija en el crédito con grado de inversión y en préstamos senior.

Moderación de los múltiplos de EEUU ya avanzada tras la relajación de los de Tecnología

El aumento de los beneficios abarata la Tecnología
PER a 12 meses de los índices MSCI de EEUU



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream.
Datos a 11/03/2026

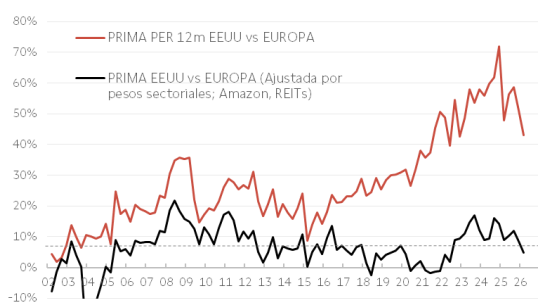
Los índices de beneficios continúan elevándose conforme pasa el tiempo y se revisan al alza las proyecciones. Como las bolsas de EEUU llevan más de cuatro meses inmersas en una consolidación lateral-bajista, el PER a 12m del S&P 500 ha pasado de 23,3x a final de octubre a 21,4x ahora.

Esta dinámica ha sido más intensa en el sector tecnológico, que ha retrocedido un 8% mientras los beneficios han aumentado un 20%, con lo que el PER ha bajado de 31,7x a 23,8x que le sitúa ya en una valoración que consideramos adecuada para un crecimiento medio del 20% hasta 2028.

En nuestro escenario base, el beneficio del S&P 500 en 2027 rondaría 352\$ en el 1T28. Un múltiplo de equilibrio de 20,6x dentro de 12 meses [T-10 al 4,1%; Prima de Riesgo 4,2%; crecimiento perpetuo (g) 3,5%] daría un objetivo de 7.250 en marzo de 2027, un potencial del 6% más dividendos.

Notable compresión de la prima de valoración de EEUU respecto a Europa

La prima ajustada de EEUU por debajo de la media
Prima en PER del índice MSCI de EEUU respecto a Europa



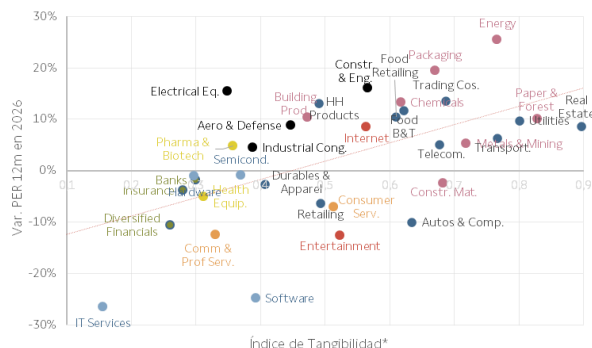
Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream.
Datos a 11/03/2026

Mientras, las bolsas europeas continuaron su tendencia alcista, impulsadas por una expansión de los múltiplos. Con el PER en 15,2x la prima bruta de EEUU sobre Europa ha pasado del 70% al 43%. Ajustada por la muy distinta composición sectorial (Tecnología+Internet+Amazon=45% vs 8% en Europa), la prima ha caído al 5%, algo por debajo de la media y más que justificada por el mayor dinamismo económico y empresarial y por un entorno regulatorio, laboral y tributario más favorable para las compañías.

Ahora que los retornos esperados han convergido y como Europa sufrirá más en una crisis energética, damos un primer paso de moderación de la acusada infraponderación de EEUU respecto a Europa y pasamos a sobreponderar Tecnología, rebajando a neutral el sector Salud.

Activos tangibles vs intangibles, una línea divisoria del impacto de la IA

Castigo a las compañías con mayor riesgo de disrupción
Cambio de valoración en 2026 respecto a "tangibilidad" del negocio



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream.
Datos a 11/03/2026

* Promedio de percentiles de Activos Fijos s/Activos; Activos Fijos s/Ventas; Capex+R&D s/Ventas; Capex s/EBITDA; Tangibilidad del producto o servicio vendido

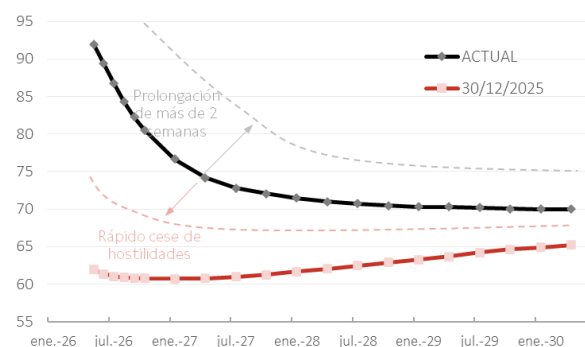
El mercado ha empezado a discriminar entre los efectos positivos y negativos que puede tener la IA sobre los diferentes modelos de negocio. Este proceso se ha acentuado con la aparición de agentes de IA que son una amenaza para sectores como el software, análisis y tratamiento de datos o los servicios profesionales.

Una forma de evaluar el grado de amenaza es distinguir entre negocios con activos intangibles (patentes y fondo de comercio) que están más expuestos a la disrupción, y los que tienen activos físicos (inmuebles, plantas, maquinaria), no sustituibles por la IA.

No obstante, consideramos que el software ya ha ajustado las optimistas expectativas de crecimiento a largo plazo, y que las grandes compañías integradas y de ERP y Cloud tienen negocios que pueden resultar ganadores con la IA y deben permanecer en las carteras.

Energía: riesgo binario con mayores subidas en un conflicto prolongado

Prima de riesgo de ~25 \$/bl tras los ataques a Irán
Futuros de crudo Brent (USD/barril)



Fuente: Singular Bank, a partir de ICE y LSEG Datastream.
Datos a 11/03/2026

Una disrupción más prolongada del tránsito de hidrocarburos por el estrecho de Ormuz tendría efectos "no lineales" sobre sus precios, siendo aún más vulnerable el gas natural por los menores volúmenes de almacenamiento. Ese escenario desencadenaría una crisis energética aún no descontada por los mercados.

En el escenario más benigno, un rápido cese de hostilidades requeriría semanas para normalizar el suministro, pero permitiría que vuelvan a imperar las dinámicas de sobreoferta que sustentan la previsión del Brent en 64\$/bl dentro de 12 meses. Es preferible la exposición indirecta en la temática de Electrificación que una apuesta volátil por el crudo o las petroleras.

En conclusión

Los riesgos asimétricos de una crisis energética, con escasa visibilidad sobre los objetivos de EEUU y las capacidades de guerra híbrida de Irán, aconsejan mantener la prudencia en la exposición agregada a la renta variable aunque el potencial alcista en el escenario base comience a ser atractivo.

Sin embargo, la notable relajación de las valoraciones de la Tecnología y de la prima de las bolsas de EEUU respecto a Europa sí nos llevan a sobreponderar ese sector y a moderar la infraponeración de ese mercado. Algo que no debe considerarse un mero ajuste táctico, sino como una oportunidad para reequilibrar de forma estructural la exposición geográfica y sectorial en la mayor revolución tecnológica de la historia.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"La economía mundial mostraba dinámicas favorables antes del conflicto en Oriente Medio."

"El crecimiento muy fuerte de los beneficios del sector tecnológico sigue absolutamente intacto."

"No hay evidencias todavía de un impacto significativo de la IA sobre el empleo".

"Cuesta creer que EEUU no tenga un Plan B para acabar la guerra sin una rendición total de Irán."

"En el crédito hay mucho más ruido mediático que deterioro real de los fundamentales."

"Hay mucho foco en los impactos negativos de la IA, pero parece obviarse su potencial para reducir costes y aumentar la productividad."

"La hecatombe y el fin del mundo venden más."