

Cómo manejarse en unos mercados bipolares

Se da la gran paradoja de que nos encontramos al mismo tiempo en la mayor revolución tecnológica de la historia que promete una era de prosperidad, y con el riesgo creciente de la mayor crisis energética posible que amenaza con una estanflación agravada por un endurecimiento de las políticas monetarias. Por el momento, los mercados están abrazando con entusiasmo lo primero, desdeñando lo segundo en la esperanza de que EEUU acabe concediendo a Irán una salida digna para evitar un mayor deterioro socioeconómico de cara a las elecciones del 3 de noviembre.



Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Habiendo identificado acertadamente los momentos para incrementar la exposición al sector tecnológico, a las bolsas estadounidenses y al conjunto de la renta variable, el potente crecimiento de los beneficios de las compañías involucradas en el despliegue de la IA evita que las fuertes subidas de las cotizaciones las devuelvan a territorio de sobrevaloración y apuntala la tendencia alcista a medio plazo, por lo que mantenemos la sobreponderación de Tecnología, Asia Emergente e Infraestructuras.

A la vez, realizamos algunos ajustes para moderar la vulnerabilidad de las carteras en un escenario de crisis energética prolongada. La ventaja es que las curvas ya descuentan que el BCE subirá 75 p.b. y que la Fed no recortará sus tipos. Con los diferenciales cerca de mínimos, reducimos tácticamente nuestra preferencia estructural por el crédito corporativo y damos más peso a instrumentos ligados a los Euribor. Y como la amenaza es mayor para Europa que para EEUU, damos otro paso en moderar la sobreponderación de nuestras bolsas respecto a las de la primera potencia, manteniendo sin cubrir la mayor parte del USD.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Foco en el potencial de la IA, tratando a la vez de atenuar los impactos de una crisis energética

El fuerte crecimiento de las compañías tecnológicas e industriales involucradas en el despliegue de la IA ha impulsado los índices bursátiles de EEUU y Asia a nuevos máximos, sin que las valoraciones se hayan encarecido mucho por la revisión al alza de las proyecciones de beneficios. Aunque son probables episodios de consolidación, se refuerza la perspectiva de un super-ciclo de inversiones que todavía proporcionaría potencial alcista, y relativamente más aislado de la crisis energética. Mantenemos la sobreponderación de Tecnología y de Asia Emergente (donde este sector pesa más del 50%).

Al mismo tiempo, la prolongación del bloqueo del suministro de energía y de otras materias críticas desde el Golfo Pérsico hace ya inevitable un largo periodo de precios elevados y supone un riesgo creciente e inminente de desabastecimiento. Aumenta cada día la probabilidad de subidas de tipos en Europa y de que la Fed mantenga los suyos durante meses, así como de que se desencadene un escenario más adverso de mayor inflación y menor crecimiento. Sin embargo, los mercados mantienen en general la complacencia sobre una rápida reanudación del tránsito por Ormuz.

Por un lado, ya descuentan que el BCE subirá 75 p.b. este año, elevando las curvas de rentabilidades, en especial en los tramos más cortos. Por otro, los diferenciales crediticios siguen cerca de los mínimos del ciclo. En estas condiciones, ajustamos la estructura de la renta fija reforzando la deuda pública a corto plazo –que ofrecería retornos ya próximos al 3% en cualquier escenario– y los instrumentos ligados a los Euribor, a costa de reducir el crédito IG. Seguimos evitando los vencimientos más largos, y prefiriendo la elevada acumulación de rendimientos en los préstamos senior con colateral, bonos *high yield* y corporativos de emergentes a corto plazo, y emisiones subordinadas de entidades financieras.

En renta variable, y tanto por su dependencia energética como por estructura sectorial, ciertos sectores y mercados (como Europa e India) son más vulnerables sin haber sufrido correcciones severas, por lo que damos otro paso en moderar la sobreponderación de RV Europa frente a EEUU. Financieras se beneficia de intereses más altos si no aumenta la morosidad, y sus confortables valoraciones lo hacen un sector cíclico más atractivo que Industria, que cotiza a múltiplos más exigentes. Consumo básico y discrecional son más vulnerables por mayores costes y la merma de poder adquisitivo de los hogares por la inflación.

Cubrimos solo parte del USD, que vuelve a diversificar y cuya expectativa de depreciación no es superior al coste de cobertura. El oro sigue correlacionado con los activos de riesgo y parece prematuro comprar.

La crisis energética eleva la inflación mientras crece la amenaza sobre la actividad

El estancamiento de las negociaciones entre EEUU e Irán continúa retrasando la perspectiva de reanudación del tránsito por el estrecho de Ormuz y de normalización del suministro de hidrocarburos y otros insumos críticos. Nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson recalca que, incluso en el escenario más benigno, los inventarios tardarán meses en estabilizarse y no volverán a los niveles previos a la guerra hasta 2027.

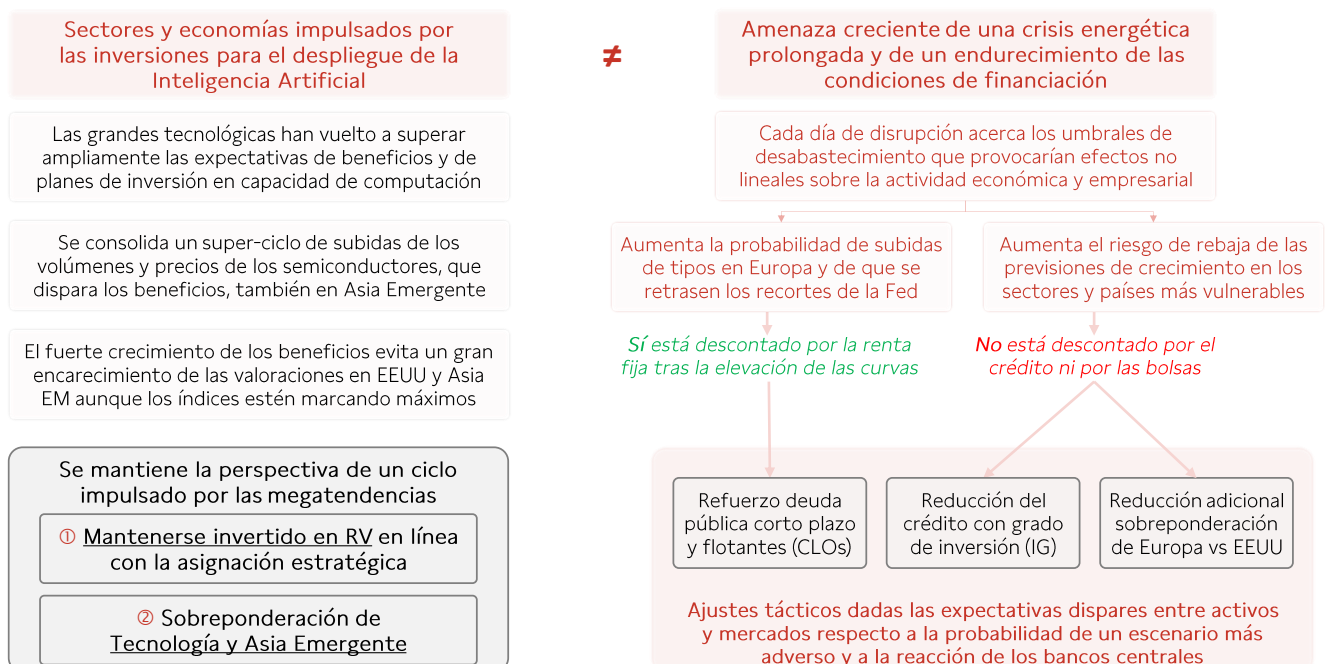
Esto hace ya inevitable un largo periodo de precios elevados de esas materias primas, y con las tasas de inflación general por encima del 3% en EEUU y la UE, va aumentando la probabilidad de que los bancos centrales suban sus tipos en Europa y de que la Reserva Federal no tenga margen para recortarlos este año. Este endurecimiento de las condiciones de financiación y la persistencia de las presiones inflacionistas podrían deteriorar aún más la confianza de los agentes económicos y frenar más la actividad, provocando una nueva rebaja de las estimaciones de crecimiento del PIB.

Cada día de bloqueo aumenta la probabilidad de un escenario más adverso, acercando los umbrales de desabastecimiento en algunos países y productos, y de que se alcancen los niveles mínimos requeridos para mantener operativos los oleoductos y refinerías. Esto provocaría impactos no lineales en muchas actividades económicas y empresariales, con mayor incidencia en India y otros países emergentes de Asia y África.

No obstante, la economía estadounidense mantiene una inercia positiva, con el crecimiento sostenido por las inversiones en infraestructuras para la Inteligencia Artificial, el empleo por los sectores sanitario y logístico, y la tasa de paro estable en 4,3% por la declinante tasa de participación por la jubilación de *baby boomers* y el menor flujo migratorio. También la economía china ha mostrado resiliencia por las exportaciones de productos tecnológicos, y gracias a su creciente autonomía estratégica. En Europa el crecimiento se ralentizó en el 1T, si bien más por los sectores de servicios que por los manufactureros.

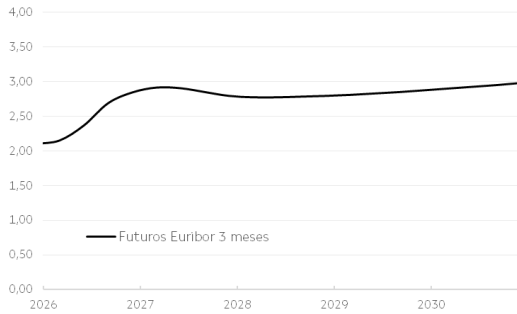
En este contexto cobran más relevancia las políticas fiscales, con diversas medidas para contener los precios de la energía en Europa -que también se están debatiendo en EEUU- y cuando los planes de inversión y de autonomía estratégica en Alemania y en otros países pueden resultar cruciales para evitar un escenario de estanflación. Sin embargo, el margen de maniobra es menor en los países con niveles elevados de deuda pública, como Francia, Reino Unido e Italia.

Ajustes en la dualidad entre el fuerte crecimiento de beneficios por la IA y la amenaza de una crisis energética



Oportunidad en los activos que ya incorporan la expectativa de subida de los Euribor

Se descuenta que el BCE no revertirá las subidas Euribor a 3 meses descontado por los futuros



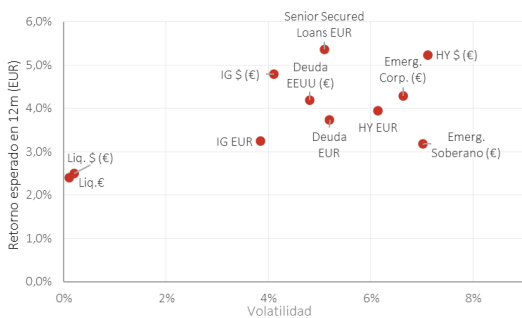
Fuente: Singular Bank, a partir de LSEG Datastream. Datos a 12/05/2026

Se descuenta que los bancos centrales en Europa subirían sus tipos entre 50 y 75 p.b. a partir de junio para contener las presiones inflacionistas y que la Fed no recortará este año, y que apenas revertirán esas subidas más adelante. Esto ha elevado las curvas de rentabilidad de la deuda, con mayor intensidad en los plazos cortos que en los largos (más dependientes de unas primas temporales bastante estables).

Esto da la oportunidad de capturar estos retornos en bonos entre 1 y 3 años, con independencia de que esas subidas de tipos finalmente no se produzcan, o de que se reviertan si la crisis se agravara y el foco de las políticas monetarias se desplazara al crecimiento económico. Otra alternativa a la liquidez son los instrumentos cuyos retornos estén ligados a los Euribor, como los préstamos con colateral.

Rotación parcial del IG a deuda pública a corto plazo e instrumentos ligados al Euribor

Suben las rentabilidades de la deuda pública Retornos netos en 12 meses esperados en Escenario central



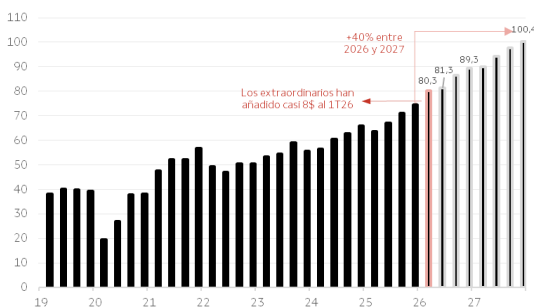
Fuente: Singular Bank, a partir de Bloomberg y LSEG Datastream. Datos a 12/05/2026

Mientras tanto, los mercados crediticios continúan minusvalorando el riesgo de una crisis energética prolongada que afecte significativamente la actividad económica y empresarial. Los diferenciales han vuelto a acercarse a los mínimos del ciclo, y consideramos que tienen un riesgo asimétrico al alza. En estas condiciones, la rentabilidad/riesgo se inclina temporalmente en favor de la deuda pública de corto plazo, que en la Eurozona podría generar retornos próximos al 3% en cualquier escenario de actuación del BCE.

Esta preferencia por los vencimientos cortos también aplica a los bonos *high yield* y los bonos corporativos de mercados emergentes. Conviene evitar la deuda a largo plazo, dado el riesgo de un mayor aumento de las primas temporales si continúa el deterioro de las dinámicas fiscales.

Se consolida la expectativa de aceleración de los beneficios en EEUU

Un aumento del 40% entre 2026 y 2027 Beneficio trimestral del S&P 500 y proyecciones del consenso



Fuente: Singular Bank, a partir de Factset. Datos a 12/05/2026

Nota: En el 1T26 Amazon registró un beneficio extraordinario de 16.800m\$ al reevaluar Anthropic; Alphabet otro de 37.700m\$ por varias participaciones; Meta sumó 8.000m\$ por un ajuste fiscal; Netflix recibió 2.800m\$ de Warner Bros. Sin esas ganancias extraordinarias, el crecimiento interanual del S&P 500 ronda 18% y la sorpresa positiva +6%.

Un trimestre más, los beneficios de las empresas cotizadas en EEUU han vuelto a batir ampliamente las expectativas, lideradas por las compañías tecnológicas y las involucradas en el despliegue de las infraestructuras para la IA. El crecimiento del beneficio medio por acción del S&P 500 estimado para el conjunto de 2026 se ha elevado del 15% al 23% desde el 31 de marzo, aunque cerca de la mitad de ese aumento procede de factores no recurrentes, fundamentalmente por la revalorización de las inversiones de Alphabet y de Amazon en Anthropic y en OpenAI. La aceleración del crecimiento se ha trasladado también a las previsiones para 2027.

En Europa, las sorpresas han sido más moderadas y el crecimiento sigue siendo desigual. En el conjunto del año se proyecta un crecimiento del BPA del Stoxx 600 de un 12,5%, y continúa un moderado proceso de revisiones al alza de las estimaciones tras un proceso de recortes a lo largo de 2025.

El fuerte crecimiento de los beneficios en EEUU evita volver a una sobrevaloración

Múltiplos aún muy por debajo de octubre de 2025

PER a 12 meses de los índices MSCI de EEUU



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream. Datos a 12/05/2026

Aunque los índices de EEUU están marcando nuevos máximos, las sorpresas en el 1T26 y la perspectiva de un crecimiento próximo al 15% también en 2027 continúan elevando los índices de beneficios, de forma que el PER a 12 meses del S&P 500 solo ha subido a 21,6x. Este ritmo de aumento de los resultados da margen para que el múltiplo se relaje a su nivel de equilibrio mientras los tipos sigan sobre el 4% (en torno a 20,5x) y para cierto potencial alcista del índice. El PER de Tecnología EEUU ha subido a 24,6x aunque bajaría a 22,5x a final de año con el crecimiento de los beneficios.

El menor crecimiento en Europa explica que el PER se mantenga en 14,7x lo que supone el menor descuento respecto a EEUU de los dos últimos años. En Asia Emergente el PER solo ha repuntado a 11,8x; Japón ha vuelto a 16,4x; China sigue en 11,4x e India en 20,5x.

Asia Emergente impulsada por el super-ciclo de los semiconductores

Se disparan los beneficios de las tecnológicas en Asia

Índices de beneficios de los índices sectoriales MSCI Asia Emergente



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream. Datos a 12/05/2026

Esta dinámica de fuerte crecimiento de los beneficios que evita un encarecimiento de las valoraciones es aún más potente en Corea y Taiwán, y en menor medida en China. La clave es que sus fabricantes de semiconductores han entrado probablemente en un super-ciclo de aumentos simultáneos de volúmenes y precios que debería de tener continuidad varios años por las enormes inversiones en centros de datos, con la visibilidad que dan los contratos de aprovisionamiento a largo plazo y con una ampliación de las factorías que no logra seguir el ritmo de la demanda.

Además, la estructura sectorial de sus bolsas (más del 50% de tecnológicas) hace que sean menos sensibles a la crisis energética que sus economías.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

“Las guerras del siglo XXI son híbridas, para las que EEUU no tiene una estrategia de salida.”

“Los datos de actividad del 1T no reflejan todavía los impactos del encarecimiento de la energía.”

“Los crecimientos del PIB y de los beneficios de EEUU se sostienen solo por las inversiones en IA”.

“El escenario que reflejan las curvas de tipos es muy razonable, pero el que descuenta el crédito es el más benigno posible.”

“Cuando se despeje el panorama en Oriente Medio, volverá el foco a los ganadores y perdedores con la IA y a las inversiones en infraestructuras.”

“El mercado ha tardado algo en comprender que las tecnológicas de EEUU y Asia no están caras debido al fortísimo crecimiento de los beneficios.”

En conclusión

La revolución tecnológica no deja de ganar fuerza, y sus protagonistas deben representar una parte sustancial de las carteras. A pesar de sus fuertes subidas, seguimos sobreponderando el sector de Tecnología global, Asia Emergente e Infraestructuras, cuyos potentes crecimientos de beneficios evitan que entren en terreno de sobrevaloración.

A la vez, los mercados continúan minusvalorando el creciente riesgo de una crisis energética prolongada. Por esto reducimos algo la exposición al crédito para reforzar la deuda pública a corto plazo y los instrumentos ligados a los Euribor, y damos un paso adicional en moderar la sobreponderación de la renta variable de Europa frente a EEUU.