Metas volantes

Roberto Scholtes. Jefe de Estrategia

Una Vuelta Ciclista como la que acaba de concluir de forma tan convulsa guarda ciertas similitudes con los mercados financieros, en el sentido de que no todos los participantes persiguen las mismas metas, ni todos los activos alcanzan su nivel de equilibrio al mismo tiempo. Las expectativas sobre los recortes de tipos de la Fed han alcanzado desde nuestro punto de vista ya la meta volante de lo que cabe esperar en esta fase del ciclo, y al arrastrar a la baja la curva de rentabilidades de la deuda de EEUU, hemos decidido reducir allí algo su duración para sesgarnos aún más al crédito europeo, donde nos siguen gustando en especial los préstamos bancarios.

El Premio de la Montaña se lo sigue llevando sin duda Tecnología de EEUU, impulsada por los espectaculares anuncios de inversiones ligadas a la IA. Con unas valoraciones que descuentan un crecimiento exponencial perpetuo que prevemos que se "democratizará", creemos que hay otros países, sectores y compañías cuyas perspectivas de negocio están aún lejos de la meta. Por esto mantenemos la preferencia por Asia-Pacífico y por megatendencias rezagadas todavía en múltiplos confortables, como Salud e Infraestructuras.

En estos meses también ha habido bolsas que se han "reenganchado al pelotón" normalizando sus valoraciones, como China, Taiwán y Japón, y en este último caso damos por cumplida su sobreponderación y adoptamos una visión más neutral. Al contrario, India se ha tomado un largo descanso y -al igual que el Sudeste Asiático- permite apostar más decididamente por su comportamiento futuro.

El USD también estaría ya cerca de su meta volante y esperamos que frene su depreciación, mientras que prevemos que los precios de la energía se descuelguen y que el oro retroceda algunos puestos tras su larga escapada, por lo que reducimos peso en las petroleras y devolvemos el del oro a su asignación estructural.

La estrategia de Singular Bank en resumen

Infraponderación de la RV a la espera de una moderación de las expectativas y de las valoraciones

Los mercados descuentan un escenario idílico en el que los aranceles de EEUU solo causarían un repunte temporal de la inflación y daños limitados a la actividad, permitiendo que la Fed rebaje rápidamente sus tipos y que los beneficios sigan creciendo con fuerza. La complacencia ante los riesgos económicos y geopolíticos, las valoraciones exigentes (sobre todo en las *megatech*) y el agresivo posicionamiento especulativo dejan en nuestra opinión poco margen a las sorpresas negativas. Viendo escaso potencial alcista a corto plazo en las bolsas de EEUU, esperamos una fase de consolidación y mantenemos la moderada infraponderación de la renta variable con claros sesgos geográficos y sectoriales.

La curva de EEUU ya incorpora que la Fed bajará en 2026 hasta 2,75%-3,00%, y podría repuntar si ésta se moviera con más cautela y/o si aumentan más las primas temporales, por lo que reducimos algo la duración en EEUU para reforzar el crédito corporativo de calidad en plazos intermedios en EUR. Los diferenciales se mantendrán bajos con la mejora de la solvencia y sólidas dinámicas técnicas, y mantenemos la exposición a *senior secured loans*, bonos *high yield* y subordinación financiera.

Los resultados esperados por el consenso en 2026 y 2027 parecen optimistas, y ciertas valoraciones son insostenibles en EEUU y ya se han normalizado en muchas bolsas de Europa y Asia. Proyectamos retornos en el mejor de los casos en línea con el aumento de los beneficios. Esperamos una evolución temporalmente más lateral de los índices que propicie una rotación a sectores y temáticas impulsados por las megatendencias aún con valoraciones confortables, como Salud, Utilities e Infraestructuras.

Moderamos la acusada sobreponderación de Europa para reforzar Asia y fondos globales, manteniendo la cobertura parcial de la exposición al USD. Bajamos Japón a neutral al reflejar ya los múltiplos la mayor rentabilidad empresarial. La mayor oferta presionará a la baja los precios de la energía, con perspectivas más positivas en algunos metales industriales, por lo que pasamos a infraponderar Energía y elevamos Materiales a neutral. La dinámica especulativa en el oro aconseja una toma parcial de beneficios para devolver el peso a su asignación 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

Las políticas de EEUU impactan en su mercado laboral y en las decisiones de la Fed

El verano no ha deparado grandes novedades en las dinámicas estrictamente económicas, pero nuestra economista jefe Alicia Coronil Jónsson afirma que sí deja algunas fotos icónicas de cómo se está desconfigurando el orden internacional, cobrando claro protagonismo el presidente de China, Xi Jinping.

China está avanzando en consolidar su poder geoeconómico y erigirse en la potencia hegemónica alternativa a EEUU, estableciendo con el apoyo de los BRICS+ y de los países de la Organización de Cooperación de Shanghái (OCS) un nuevo orden mundial multipolar. Pero mientras da muestras de priorizar el desarrollo tecnológico y militar frente a reforzar el peso de la demanda de los hogares chinos, la coyuntura económica continúa marcada por la atonía de la demanda interna, la crisis inmobiliaria y los impactos de la política arancelaria de EEUU. Además, persisten las tensiones deflacionistas a pesar de los estímulos fiscales y de la estrategia para reducir la sobrecapacidad en los sectores industriales de menor valor añadido.

Esto deja a India en una encrucijada, ya que su oportunidad para erigirse como principal alternativa a China en las cadenas de valor podría verse afectada por los altos aranceles si no alcanza un acuerdo comercial estable con EEUU y por sus compras de hidrocarburos de Rusia. Será clave por lo tanto en los próximos meses cómo evolucionan las relaciones entre EEUU y China. Su pulso geoestratégico previsiblemente provocará nuevas tensiones comerciales y tecnológicas, en una coyuntura enmarcada por la impredecibilidad de la Administración Trump, el repliegue geopolítico de EEUU y la pérdida influencia de Europa.

Entre tanto, las perspectivas económicas de EEUU se mantienen estables ante la resiliencia de la actividad y las inversiones ligadas a la IA, pero las políticas comercial y migratoria están provocando una acusada desaceleración de la creación de empleo y un deterioro de la confianza de los hogares. El repunte de la inflación anticipa mayor cautela de los consumidores, aunque la relajación de las condiciones de financiación y los efectos del paquete fiscal contribuirán a estabilizar el crecimiento cerca del 2,0% en 2026.

La economía de la Eurozona sigue condicionada por los aranceles, la situación de Francia y el estancamiento de la actividad en Alemania, entre otros factores. La decisión del BCE de mantener sus tipos confirma su cautela ante la falta de visibilidad sobre el contexto geoeconómico, cuando los últimos indicadores han reflejado un ligero deterioro de la confianza y el proceso desinflacionista no registra nuevos avances.

Ajustes tácticos cuando ya se descuentan rápidos recortes de los tipos de la Fed y un crecimiento muy robusto de los beneficios

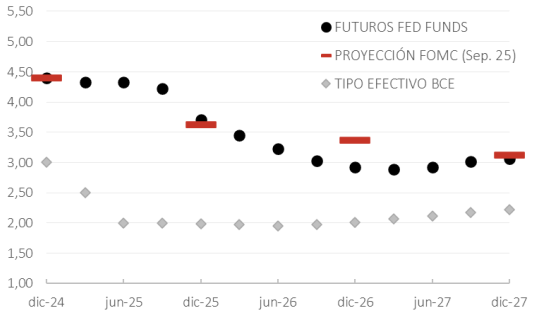
Las inversiones en tecnología e infraestructuras y la relajación de las condiciones de financiación deberían de evitar una ralentización severa del crecimiento a pesar de los aranceles de EEUU, y seguirán mejorando los resultados y la solvencia de las empresas. Pero los mercados ya descuentan un escenario muy benigno respecto a la Fed y a los beneficios, aplicando unos múltiplos muy exigentes a las acciones de EEUU. Vemos un potencial alcista acotado en sus bolsas, por lo que infraponderamos la renta variable mientras aún vemos atractivos el crédito corporativo de calidad y algunas megatendencias con perspectivas positivas y valoraciones más confortables que la Tecnología de EEUU.

Escenario base	Qué descuenta ya el mercado	Estrategia de inversión	Ajustes tácticos
La Fed recortará con cautela para contener la inflación en una economía que crecerá ~2%	125 p.b. adicionales hasta 2,75%-3,00% ya están incorporados en las curvas	Evitar los bonos a largo plazo en Deuda pública	Reducción de la duración en EEUU con su bono a 10 años cerca ya del 4,0%
Bajos diferenciales crediticios por la mejora de solvencia y las favorables dinámicas técnicas	Diferenciales en mínimos cíclicos, debajo del equilibrio en los segmentos de más riesgo	Preferencia por el crédito de calidad en plazos intermedios: Crédito IG, Préstamos bancarios senior, Subordinación financiera, *High Yield* EUR	
Depreciación estructural del USD que debería de pararse un tiempo entre 1,10-1,20 €/$	Posicionamiento especulativo muy agresivo contra el USD con expectativa de superar 1,20€/$	Cobertura parcial del USD por la RV de EEUU	
Robusto crecimiento de los beneficios, aunque algo inferior al que proyecta el consenso	Beneficios +12% en 2026 y en 2027, aplicando además unos múltiplos elevados en EEUU	Infraponderar RV esperando otra corrección, preferencia por Europa y Asia-Pacífico	Moderar la sobreponderación Europa=> ½ Global ½ Asia ⇩ Japón a Neutral
Las megatendencias seguirán siendo el principal motor del crecimiento de sectores y países	Tecnología de EEUU en múltiplos muy exigentes, más confortables en otras megatendencias	Tecnología (Asia menos cara) Farmacia y Biotecnología Infraestructuras	
La sobreoferta hará bajar los precios de la energía. Gradual des-dolarización de las reservas	Energía sostenida por tensiones geopolíticas, con gran actividad especulativa en el oro	Diversificación estructural en Oro	⇩ Energía en estrategia sectorial y Materias Primas Toma parcial de beneficios en oro para devolverlo a su asignación 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

El mercado descuenta que la Fed recortará al 3,0% y que el BCE habría teminado en 2,0%

Convergencia de tipos que continuará en 2027
Tipos de intervención descontados por los futuros



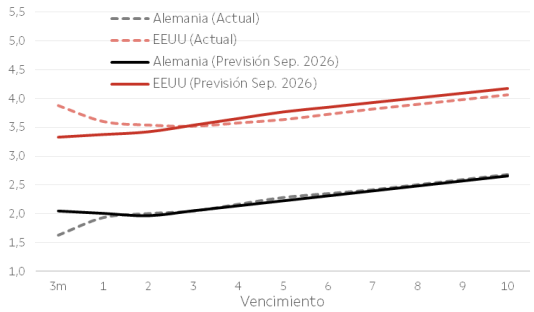
Fuente: Singular Bank, a partir del BCE, Reserva Federal y LSEG Datastream. Datos a 18/09/2025

La Reserva Federal ha reanudado los recortes de tipos, con sonados disensos sobre su magnitud y velocidad en los próximos meses. Al descontarse 125 p.b. adicionales hasta 2,75%-3,00%, el mercado parece desdeñar los riesgos de que la inflación repunte más o durante más tiempo de lo esperado, o que el mercado laboral se demuestre más resiliente, lo que podría llevar a unas rebajas más espaciadas.

La incertidumbre es mucho menor respecto a otros bancos centrales, consolidándose la expectativa de que el BCE permanezca en el 2,0% mucho tiempo, que el BoE solo pueda rebajar medio punto más por la inflación persistente, y que siga la relajación de las políticas monetarias en Latinoamérica y Canadá, con el BoJ instalado en una incómoda pausa.

Riesgo asimétrico al alza en la curva de EEUU que hace aconsejable reducir la duración

Escaso margen a la baja de los tipos en EEUU
Curvas de rentabilidad de la deuda de EEUU y Alemania



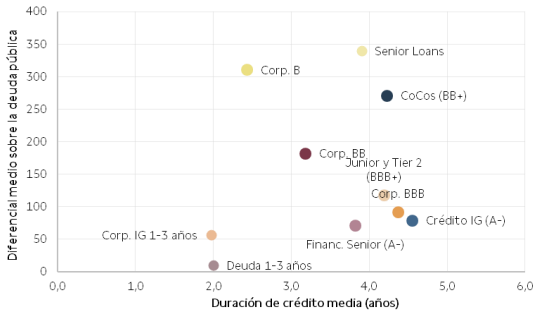
Fuente: Singular Bank, a partir de LSEG Datastream. Datos a 18/09/2025

La curva de deuda de EEUU ya incorpora esos rápidos recortes de tipos y ha ganado pendiente positiva al elevarse la prima exigida a los bonos a largo plazo. Con el 10 años cerca del 4,0% vemos un riesgo asimétrico de subida si la inflación y la resiliencia del empleo en EEUU sorprenden al alza y se recalibra el ritmo al que la Fed relajaría su política monetaria, o si escala más la prima temporal por el deterioro de la calidad institucional y sostenibilidad de su deuda.

En unos mercados de deuda que funcionan como "vasos comunicantes", esa prima se ha contagiado a Europa, donde las curvas están muy cerca de sus niveles de equilibrio. Dado además el alto coste de cobertura del USD, aprovechamos para reducir la duración y peso de la renta fija de EEUU para sesgarnos aún más al crédito europeo.

Los préstamos mantienen su atractivo, con menor potencial en subordinación bancaria

Los *CoCos* pagan ya menos que los *Senior Loans*
Diferencial y duración medios del crédito corporativo en EUR



Fuente: Singular Bank, a partir de Bloomberg, Morningstar y LSEG Datastream. Datos a 18/09/2025

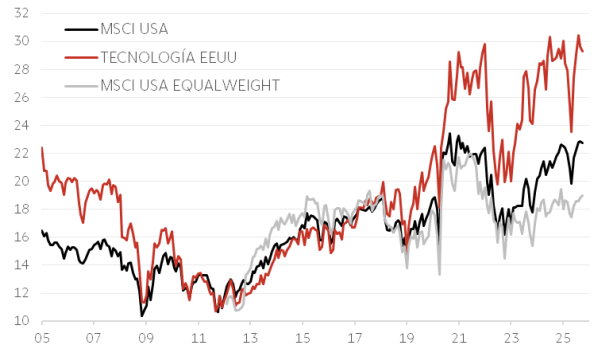
Continúan unas dinámicas técnicas y fundamentales muy positivas en el crédito, lo que mantiene los diferenciales en mínimos. Los flujos de fondos y el gran apetito inversor están permitiendo absorber holgadamente las nuevas emisiones, mientras que la gran mayoría de las compañías se está refinanciando cómodamente a plazos más largos y tipos inferiores, contribuyendo a que las tasas de impago hayan descendido a niveles históricamente bajos.

Después de la notable compresión de las primas pagadas por las emisiones subordinadas de entidades financieras (que por primera vez en muchos años, se sitúan debajo de sus comparables en bonos HY y en préstamos bancarios), reafirmamos nuestra preferencia por los *senior secured loans*, que aún ofrecen un diferencial medio de unos 300 p.b. con un retorno esperado que podría rondar el 5,0%.

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

Potencial limitado en EEUU si una relajación de múltiplos contrarresta los beneficios

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



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream.
Datos a 18/09/2025

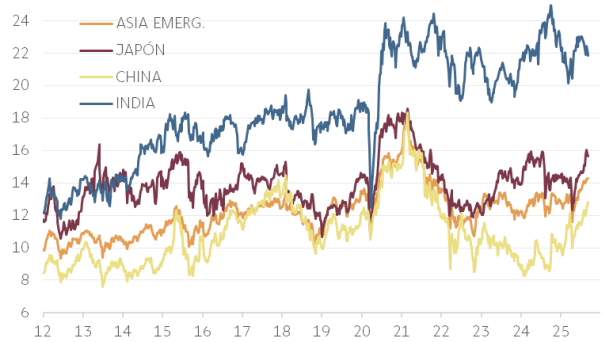
El consenso proyecta que los beneficios agregados crezcan un 12% en 2026 y en 2027, anticipando un mínimo impacto de los aranceles y márgenes al alza. A la vez, en EEUU los múltiplos se mantienen cerca de máximos: S&P 500 en PER 12m 22,4x, el índice equiponderado en 19,0x y Tecnología en 29,3x.

Mientras tanto, las valoraciones se han normalizado en algunas otras bolsas, con las acciones europeas en PER 12m Fwd de 14,6x y las de Asia-Pacífico en 15,4x con Japón en 15,8x, por lo que su margen de expansión adicional parece también limitado.

En el Escenario base, con curvas de tipos estables y beneficios algo por debajo del consenso, prevemos que una moderación de los múltiplos en EEUU (al entorno de PER 21x) contrarreste parte del robusto crecimiento de los beneficios, limitando su potencial alcista y haciendo que los retornos en 6-12 meses sean escasos.

Convergencia de valoraciones en Asia, mejor alineadas con la perspectiva de crecimiento

Se normalizan los múltiplos en China, Taiwán y Japón
PER a 12 meses de los índices bursátiles



Fuente: Singular Bank, a partir de IBES, MSCI y LSEG Datastream.
Datos a 18/09/2025

En los últimos meses se ha producido una notable convergencia de los múltiplos en Asia, al reducirse la infravaloración de China (ahora en PER 12m Fwd 13,1x), Corea (10,3x), y con Taiwán (17,2x) acercándose a sus pares tecnológicos de EEUU. También en Japón las valoraciones reflejan por fin la mejora estructural de la rentabilidad empresarial, y el PER a 12m ha pasado de promediar 13,7x en 2023 a 15,8x en la actualidad.

India apenas ha avanzado este año -al igual que las bolsas del Sudeste Asiático- y su valoración se ha relajado algo, mientras que la reforma de los impuestos al consumo debería de impulsar la demanda y los márgenes empresariales. Todo esto aconseja una exposición diversificada en el conjunto de Asia-Pacífico.

Escuchado en nuestro Comité de Inversiones

"Los aranceles están teniendo por el momento más impacto sobre el crecimiento intertrimestral que en las perspectivas para el conjunto del año."

"La derivada de los aranceles serán medidas para evitar una avalancha de productos de China."

"El boom de la Inteligencia Artificial oculta un trasfondo más negativo en la economía de EEUU."

"Se está creando una comunidad de intereses liderada por China que cobrará mucha relevancia."

"La IA está comenzando a ser también el principal motor de las economías y bolsas de Asia."

"La banca va a seguir mejorando su rentabilidad y solvencia, lo que ejerce efectos muy positivos para todos los mercados, también en Europa."

En conclusión

El recorrido a la baja en el corto plazo de los tipos en EEUU (y quizás del USD) podría estar cerca de agotarse, siendo ahora preferible la acumulación de intereses en el crédito europeo. También los múltiplos bursátiles en ese país están muy estirados, limitando su potencial alcista aunque los beneficios crezcan con fuerza.

Mantenemos una estrategia relativamente prudente cuando impera la complacencia en el mercado, mucho de lo bueno que pueda pasar parece ya descontado, y el posicionamiento especulativo es muy agresivo. Pero estamos con la "lista de la compra" hecha, preparados para aprovechar otra oportunidad como la de abril para incrementar exposición a los activos corporativos, sobre todo a los impulsados por las megatendencias.

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