

## Asset Allocation 2T23

Partiendo de nuestro escenario económico donde vemos que el incremento de las restricciones crediticias lastrará el crecimiento económico, provocando un incremento del desempleo, una disminución de la inflación y la estabilización de los tipos de interés, **nuestro posicionamiento para este segundo trimestre se asemeja mucho al que teníamos a principio de año, donde ya priorizábamos el riesgo en renta fija sobre el de renta variable.**

Vamos a empezar hablando sobre **nuestras perspectivas en renta fija**, concretamente la parte gubernamental. Tras años fuera del radar, han alcanzado unos niveles que a pesar de estar por debajo de la inflación nos parecen razonables para una economía cercana a la recesión. Aquellos inversores que puedan asumir mayor volatilidad y tengan una filosofía de mantener la inversión a vencimiento, pueden inclinarse por bonos periféricos, cuyo diferencial de rentabilidad es razonable para su bajo riesgo de impago. Hablamos de rentabilidades del 3% a un año o del 3.50% a 5 años, algo muy razonable para el ahorrador.

### Asset Allocation



- Continuamos viendo **más valor en la Renta Fija que en la Renta Variable**. Las valoraciones continúan siendo elevadas en Renta Variable mientras que en la Renta Fija, el carry compensa subidas en las rentabilidades.

### Posicionamiento Geográfico



- Neutrales en Europa respecto a Estados Unidos
- Positivos en Asia

### Estilos de Inversión



- Positivos en crecimiento respecto valor
- Positivos en grandes compañías respecto pequeñas
- Negativos en cíclicas respecto defensivas

Una de nuestras preferencias está en la renta fija corporativa, concretamente aquella de calidad que se encuentre dentro del grado de inversión. La recesión económica provocará un incremento de compañías con flujos de caja netos negativos en un período de menor acceso a la financiación y a precios más altos. Puede parecer un mal escenario, pero no hay que olvidar que existen compañías con mucha caja o capacidad de generarla que ofrecen rentabilidades del 4% a 4 o 5 años. Una **oportunidad para el ahorrador.**

Sin embargo, **estamos defensivos con los bonos High Yield**. Los índices están descontando a un año una tasa de impagos en torno al 5% que podría cuadrar dentro del escenario que nosotros contemplamos, por lo que preferiríamos esperar y a medida que la macro se despeje o la prima de riesgo se incremente, iremos girando la posición hacia estos bonos con mayor riesgo. Para finalizar con la renta fija corporativa, nos gustaría transmitir nuestra **convicción en los bonos híbridos en general y los subordinados financieros de la Unión Europea en particular**. El mercado está valorando un escenario de pánico en el sector financiero que no contemplamos. Desde A&G, estimamos que el incremento de la mora será limitado, no existirá un problema de liquidez en el sector y no existe duda sobre su grado de prelación en la estructura de capital. Estamos hablando de un sector altamente regulado, bien capitalizado y con altos ratios de solvencia y liquidez, donde el mayor riesgo es el del extensión de la vida de las emisiones más allá de su primera opción de compra.

**Respecto a la renta variable**, desde A&G seguimos pensando que a pesar que algunos factores de riesgo están descontados en el precio, el **escenario económico descrito debe invitarnos a ser cautos** en la exposición hasta que se vayan disipando dudas sobre el crecimiento económico, la prima de riesgo refleje un escenario más realista, los niveles de los índices se encuentren más asequibles y se descuente un escenario más realista de los resultados empresariales que aunque se han revisado a la baja los resultados en torno a un 5% nominal en los últimos 12 meses, se están descontando un crecimiento de los mismos del 10% en los próximos dos años, lo que consideramos excesivo y que la caída media en períodos recesivos ha sido de un 10%. Estamos hablando de una **posible caída de los índices cercana al 10%**, por lo que a medida que estas **señales se fueran produciendo, iríamos incrementando riesgo bien aumentando la exposición, bien rotando la cartera a un escenario más cíclico desde el defensivo inicial.**

## Renta Variable

### Neutrales en Europa respecto a Estados Unidos

Preferimos la economía americana como tal a largo plazo, pero las valoraciones actuales y los sesgos de los índices europeos hacia compañías defensivas y con un componente más de valor que de crecimiento nos hacen **neutralizarnos en este momento**. Más adelante creemos que la fortaleza, el carácter dinámico, la independencia energética y la mayor exposición a sectores innovadores de la economía americana acabarán provocando que a lo largo del año sobre ponderemos Estados Unidos.

### Positivos en Asia

Mantenemos el posicionamiento en Asia fortalecido por la mayor flexibilidad ante el COVID de China y su apuesta por el crecimiento económico en un momento en el que disponen de mayores herramientas para conseguir sus objetivos que las economías desarrolladas. **Pensamos que se encuentran en un punto diferente del ciclo y la reapertura tendrá consecuencias positivas para su economía y el consumo.**

### Positivos en crecimiento respecto valor

Tras ver nuestro **objetivo de techo en tipos muy cerca de alcanzarse, pasamos a estar positivos en compañías ligadas a crecimiento** pero con un sesgo en **compañías de calidad y gran capitalización**

### Positivos en grandes compañías respecto pequeñas

Nuestro posicionamiento defensivo invita a preferir las compañías de gran capitalización frente a las pequeñas y medianas. **Nuestro objetivo es incrementar peso en pequeñas compañías a medida que los tipos se estabilicen.**

### Negativos en cíclicas respecto defensivas

Su mayor vinculación al crecimiento económico y al alza de los tipos de interés siguen siendo motivos más que suficientes para apostar por valores defensivos respecto a los que están ligados al ciclo económico y esperar a la normalización de ambas variables para ir girando la posición.

## Renta Fija

### Ligeramente positivos en duración

**Tras incrementar duración durante los primeros meses del año,** volvemos a marcar objetivos para seguir incrementando en 2,50%-3,00% del bono Alemán y en el 4.00%-4.50% para el bono americano.

### Neutrales en los países periféricos respecto a Alemania

Entendemos que las rentabilidades absolutas actuales comienzan a ser atractivas y deben compensar posibles momentos de incremento del diferencial. En principio las subidas de las rentabilidades del bono alemán vendrán acompañadas del incremento del diferencial y las caídas provocarán cierto estrechamiento, por lo que **deberíamos aprovechar los movimientos alcistas de los tipos para incrementar riesgo en los mercados periféricos.**

## SECTORES

- Petróleo
- Energías Renovables
- Farmacéuticas
- Lujo
- Tecnología grandes compañías

POSITIVO



- Consumo discrecional
- Construcción
- Distribución
- Bienes de capital

NEGATIVO



## Positivos en grado de inversión y gobiernos

Tanto las rentabilidades de gobiernos como las grado de inversión se encuentran en las bandas altas del rango y la rentabilidad absoluta dependerá más del movimiento de los bonos gubernamentales que del diferencial en sí, por lo que **vemos oportunidades en ambas clases de activos**.

## Positivos en grado de inversión respecto a High Yield

Los niveles actuales todavía no compensan la asunción de riesgo adicional, sobre todo teniendo en cuenta su correlación con la renta variable. **Según se vayan incrementando los diferenciales y los movimientos en tipos iremos girando las carteras a un riesgo mayor**.

## Neutrales en bonos emergentes en divisa local respecto divisa fuerte

Los bonos emergentes pierden valor relativo a medida que los países desarrollados incrementan sus rentabilidades. Sin embargo, movimientos bajistas del dólar benefician de manera importante a aquellos bonos emitidos en divisa local gracias al tipo de cambio y a los que emiten en divisa fuerte porque disminuyen su deuda. Al tener una perspectiva a corto plazo neutral con el dólar no estamos tomando posiciones aún, pero **rotaríamos a una perspectiva positiva a medida que consideremos que el dólar pueda debilitarse**, algo que pensamos que debería ocurrir antes que después.

## Positivos en subordinados financieros

Mantenemos nuestra posición en subordinados financieros. Nos gustaría transmitir nuestra convicción en los subordinados financieros de la Unión Europea en particular. El mercado está valorando un escenario de pánico en el sector financiero que no contemplamos. Estimamos que el incremento de la mora será limitado, no existirá un problema de liquidez en el sector y no existe duda sobre su grado de prelación en la estructura de capital. Estamos hablando de un sector altamente regulado, bien capitalizado y con altos ratios de solvencia y liquidez, donde el mayor riesgo es el del alargamiento de la vida de las emisiones más allá de su primera opción de compra.

## Positivos en híbridos

Las rentabilidades actuales de los híbridos corporativos emitidos por emisores con grado de inversión están actualmente por encima del High Yield, lo que **nos hace preferirlos** a estos últimos.

## Divisas

### Neutrales en el dólar contra el Euro

Estamos cerca de comenzar una tendencia bajista del dólar que favorecerá a todos los activos denominados en otras divisas. Sin embargo, en el corto plazo, mientras no se solucione la crisis energética y el conflicto bélico nos cuesta ver un euro alcista respecto al billete verde. **Debemos esperar a ver esas señales**.

### Positivos en divisas asiáticas

La diferencia del ciclo económico entre ambas áreas limitará el diferencial de tipos de interés a los niveles actuales, **siendo favorecidas las divisas asiáticas por su anticipación en el ciclo económico**.

## Gestión Alternativa

### Negativos















































































Entendemos la gestión alternativa como aquella que, utilizando activos líquidos tradicionales, su resultado no depende de la direccionalidad del mercado. Actualmente, consideramos que los niveles de renta fija comienzan a tener una rentabilidad suficientemente atractiva como **para volver a una gestión más tradicional** enfocada a los activos que disponen de una estimación relativamente cierta de sus flujos de caja.

## Inversión Alternativa

### Neutrales

Continuamos encontrando buenas oportunidades de inversión en los mercados privados, donde después de las fuertes subidas de tipos, **tendremos que ser aún más selectivos**. Nos ofrecen acceso a temas de inversión tan atractivos como la transición energética y una adecuada selección de gestores, ha aportado sistemáticamente rentabilidades muy superiores al mercado, a pesar de que se enfrentan a un entorno algo más complicado que el de los últimos 10 años.

# Posicionamiento

		Infraponderar	Neutral	Sobreponderar
				
<b>Cambio</b>	<b>Clase de Activos</b>			
=	Renta Variable			
=	Renta Fija			
=	Liquidez			
=	<b>Renta Variable</b>			
=	Europa			
=	USA			
=	Emergentes			
	<b>Relativos</b>			
=	Europa / USA			
=	Desarrollados / Emergentes			
▲	Growth / Value			
=	Large / Small			
=	Asia / Resto Emergentes			
=	Cíclicos / Defensivos			
=	<b>Renta Fija</b>			
	<b>Relativos</b>			
=	Duración			
=	Alemania / Periféricos			
=	Gobiernos / Grado de Inversión			
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad			
=	EM divisa local / EM divisa fuerte			
=	Subordinados financieros			
=	Híbridos			
	<b>Divisas</b>			
=	USD			
=	Divisas Asiáticas			
=	<b>Gestión Alternativa</b>			
▼	<b>Inversión Alternativa</b>			



[www.ayg.es](http://www.ayg.es)

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros, no contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G