



# Esta vez no será diferente

## Estrategia 2T 2023

3 de abril de 2023

Asesoramiento y Análisis | [asesoramiento@ayg.es](mailto:asesoramiento@ayg.es)

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

# Índice

---

1. **Estrategia 2T 2023: Esta vez no será diferente** [\(ir\)](#)
2. **Evolución de las principales clases de activos** [\(ir\)](#)
3. **Perspectivas Económicas** [\(ir\)](#)
  - a. Las previsiones de crecimiento siguen revisándose a la baja
  - b. La inflación ya está cayendo, pero la batalla aún no ha terminado
  - c. ¿Techo en tipos? Los bancos regionales hacen el trabajo a los bancos centrales
  - d. Recesión sí, pero no depresión
4. **Renta Variable** [\(ir\)](#)
5. **Renta Fija** [\(ir\)](#)
6. **Divisas y Materias Primas** [\(ir\)](#)
7. **Posicionamiento** [\(ir\)](#)

## Estrategia 2T 2023: Esta vez no será diferente

Es muy raro que los ciclos de inflación y subidas de tipos no terminen en recesión y este ha sido el proceso de subidas de tipos más rápido al que jamás hemos asistido. Sus consecuencias, pueden tardar algunos meses (e incluso trimestres) en evidenciarse, pero llegarán antes o después. **Esta vez no será diferente.**

Durante gran parte del primer trimestre, el mercado parecía anestesiado. Estaba en un estado de complacencia en el que otorgaba una probabilidad excesivamente alta a que la economía fuera capaz de esquivar la recesión. Antes o después, veremos lo inevitable. Llegará la contracción de márgenes de beneficios y del crédito, incremento de las quiebras y destrucción de demanda final. En una palabra: la recesión.

**Cumpliendo su mandato y en su decidida lucha contra la inflación**, decíamos que la Reserva Federal subiría los tipos de interés **hasta que algo se rompiera** y ese proceso, ha comenzado.

Los recientes episodios de riesgo, primero con la quiebra de varios bancos regionales de EEUU y después con la compra de urgencia de Credit Suisse por parte de UBS, son **“daños colaterales” del final del dinero gratis**. No son eventos sistémicos, pero sería inocente pensar que es una casualidad, que entidades mal gestionadas por razones tan diferentes, caigan con unos días de diferencia.

En cualquier caso, la **respuesta de los bancos centrales** a la reciente crisis de liquidez, ha sido **rápida y rotunda**. Han construido un efectivo cortafuegos, para **evitar la crisis financiera global**. La crisis bancaria en EEUU y la recesión adelantarán con seguridad el final del proceso de subida de tipos, pero **no lancemos aún las campanas al vuelo**.

Algunos han pensado que los Bancos Centrales se verían forzados a elegir entre estabilidad de precios y estabilidad financiera, pero ellos no lo ven así. Piensan, no sin razón, que es la inestabilidad de precios, la que causa la inestabilidad financiera y no claudicarán en su lucha contra la inflación hasta poder declarar abiertamente su victoria, lo que no es posible con el IPC en el 6,9% como en la Eurozona, pero la inflación caerá con fuerza en los próximos meses.

Lejos de cambiar, nuestro escenario base, gana enteros. Esperamos que la economía global termine cayendo en recesión, pensamos que estamos muy cerca del pico de tipos de interés en este ciclo y que la desinflación, después de haber sido algo más lenta de lo esperado, se acelerará notablemente durante la primavera.

**En este contexto aparentemente negativo, con una gran incertidumbre de corto plazo, tenemos dos buenas noticias:**

- **La primera es que la recesión parece que será suave** porque seguimos sin acumular grandes desequilibrios en hogares ni en el sector corporativo. La macro va a empeorar antes de mejorar, pero el punto de partida sigue siendo muy positivo. El consumidor con ahorros y pleno empleo tiene capacidad de absorber lo que está por llegar.
- **La segunda buena noticia**, posiblemente más relevante para lo que aquí nos ocupa, es que, **aunque seguimos en un entorno de riesgo alto, por fin ese riesgo está razonablemente remunerado**. La renta fija vuelve a tener renta y la renta variable, aunque se enfrenta a retos de corto plazo, cotiza a valoraciones, no tremendamente atractivas, pero si razonables.

El mercado nos ha dado ya una **gran oportunidad de comprar renta fija**. Apenas tenía presencia en carteras y es una gran noticia que vuelva a ser un activo invertible. No es tarde para construir posiciones de riesgo muy acotado y rentabilidades esperadas atractivas en este tipo de activo, donde preferimos deuda corporativa de grado de inversión.

En **renta variable, nos mantenemos algo más cautos**, esperando que avance el proceso de revisión a la baja de estimaciones de beneficios y las valoraciones corrijan ligeramente.

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.

[\(volver al índice\)](#)

# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/03/2023

## RENTA VARIABLE

Global	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI World <i>(divisa cubierta)</i>	198	2,07%	6,45%	6,45%	-19,20%	21,55%
MSCI World Growth	3.895	6,80%	14,86%	14,86%	-29,75%	20,45%
MSCI World Value	3.110	-1,06%	0,24%	0,24%	-8,77%	19,32%
Europa	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
EuroStoxx50	4.315	1,81%	13,74%	13,74%	-11,74%	20,99%
Stoxx 600	458	-0,71%	7,75%	7,75%	-12,90%	22,25%
Ibex35	9.233	-1,73%	12,19%	12,19%	-5,56%	7,93%
FTSE100	7.632	-3,10%	2,42%	2,42%	0,91%	14,30%
MSCI Europe Growth	186	3,07%	11,16%	11,16%	-18,86%	26,48%
MSCI Europe Value	118	-3,87%	4,84%	4,84%	-4,73%	18,00%
Estados Unidos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
S&P500	4.109	3,51%	7,03%	7,03%	-19,44%	26,89%
Nasdaq Composite	12.222	6,69%	16,77%	16,77%	-33,10%	21,39%
Dow Jones	33.274	1,89%	0,38%	0,38%	-8,78%	18,73%
Russell 1000	2.253	3,00%	7,00%	7,00%	-20,41%	24,76%
Russell 2000	1.802	-4,98%	2,34%	2,34%	-21,56%	13,70%
MSCI USA Growth	7.581	7,52%	16,61%	16,61%	-31,85%	25,14%
MSCI USA Value	3.037	-1,06%	-1,55%	-1,55%	-8,66%	24,61%
Asia	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Nikkei 225	28.041	2,17%	7,46%	7,46%	-9,37%	4,91%
MSCI ASIA EX JAPAN	645	3,29%	4,09%	4,09%	-21,54%	-6,36%
SHANGHAI COMPOSITE	3.273	-0,21%	5,94%	5,94%	-15,13%	4,80%
Emergentes	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI Emerging Markets Local Currency	59.416	1,86%	3,37%	3,37%	-17,95%	-2,29%
MSCI EM USD	990	2,73%	3,54%	3,54%	-22,37%	-4,59%
MSCI EM EUR	437	0,57%	2,12%	2,12%	-14,85%	4,86%
Sectorial <small>(MSCI World)</small>	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Energía	247	-2,60%	-4,70%	-4,70%	46,34%	36,90%
Materiales	324	-0,02%	4,78%	4,78%	-9,44%	16,31%
Industria	328	0,83%	6,23%	6,23%	-10,88%	19,02%
Consumo Discrecional	335	2,97%	15,78%	15,78%	-32,38%	20,04%
Consumo Estable	284	3,64%	2,47%	2,47%	-4,90%	13,27%
Salud	338	2,34%	-2,38%	-2,38%	-4,73%	20,37%
Financiero	131	-9,61%	-2,54%	-2,54%	-9,32%	27,63%
Tecnología	465	9,97%	20,76%	20,76%	-30,61%	30,42%
Utilities	159	-0,02%	-0,59%	-0,59%	-4,57%	9,48%

[\(volver al índice\)](#)

# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/03/2023

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	4,03%	-79	-40	-40	369	61
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	3,57%	-61	-43	-43	274	90
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	3,47%	-45	-41	-41	236	60
Tipos 2 años Alemania (pb)	2,68%	-45	-8	-8	338	8
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,31%	-43	-27	-27	301	28
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,29%	-36	-28	-28	275	39
Tipos 2 años España (pb)	2,91%	-45	-1	-1	354	1
Tipos 5 años España (pb)	2,94%	-42	-22	-22	332	24
Tipos 10 años España (pb)	3,30%	-30	-36	-36	310	52
Tipos 2 años Italia (pb)	3,18%	-43	-14	-14	306	35
Tipos 5 años Italia (pb)	3,61%	-39	-43	-43	326	49
Tipos 10 años Italia (pb)	4,10%	-38	-62	-62	328	62
Gobiernos Europa 3-5 años	207	1,73%	1,44%	1,44%	-9,95%	-1,19%
Gobiernos USA 3-5 años	363	2,65%	2,30%	2,30%	-7,99%	-2,04%

## Crédito

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Diferencial Investment Grade Europa	84	5	-6	-6	43	0
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	227	0,81%	1,51%	1,51%	-11,09%	-0,18%
Diferencial High Yield Europa	436	23	-38	-38	231	-1
Crédito High Yield Europa 3-5 años	610	-0,73%	3,15%	3,15%	-11,08%	3,92%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	276	1,79%	2,17%	2,17%	-7,82%	-0,78%
Crédito High Yield USA 3-5 años	428	0,64%	3,03%	3,03%	-6,95%	6,10%
Subordinados financieros	267	0,20%	1,23%	1,23%	-12,52%	0,45%
AT1	140	-5,82%	-3,43%	-3,43%	-13,62%	5,48%
Gobiernos Emergentes Local Currency	141	2,81%	3,11%	3,11%	-8,44%	-1,59%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Oro	1.969,28	2,12%	7,96%	7,96%	-0,28%	-3,64%
Brent	79,77	-5,59%	-7,15%	-7,15%	10,45%	50,15%
Metales Preciosos	225,76	1,01%	5,05%	5,05%	-1,90%	-6,15%
Metales Industriales	159,99	-10,14%	-3,23%	-3,23%	-4,37%	30,28%

## DIVISAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2022	2021
Euro / Dólar	1,0839	-0,22%	1,25%	1,25%	-5,85%	-6,93%
Euro / Libra	0,8790	-0,29%	-0,71%	-0,71%	5,23%	-5,86%
Euro / Yen	144,0900	1,96%	2,62%	2,62%	7,27%	3,74%

[\(volver al índice\)](#)



## Perspectivas económicas

### Las previsiones de crecimiento siguen revisándose a la baja...

Las previsiones de los analistas apuntan a una desaceleración del crecimiento generalizada en 2023 y una paulatina recuperación a partir del 2024 debido a la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés, la reducción de las inversiones y las perturbaciones causadas por la invasión de Rusia a Ucrania.

Además, se mantienen los riesgos a la baja que podrían empujar a la economía mundial a otra recesión que sería la segunda en una década. Entre estos riesgos tenemos nuevos incrementos de la inflación, contracción en el crédito e intensificación de las tensiones geopolíticas.

A todo esto hay que añadir que tanto la Fed como el BCE han recortado sus previsiones en el mes de marzo y han anunciado que esperan más revisiones debido a las consecuencias de la crisis bancaria.

#### Datos de crecimiento estimados

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

PIB (*datos estimados)	2021	2022	2023*	2024*	2025*
Global	6,2	3,4	2,4	2,9	3,3
Economías Avanzadas	5,5	2,7	0,8	1,3	1,9
Economías Emergentes	6	3,6	4,2	4,4	4,4
EE.UU.	5,9	2,1	0,9	1,2	2
Zona Euro	5,3	3,5	0,5	1,2	1,6
Alemania	2,6	1,8	0	1,1	1,6
Francia	6,8	2,6	0,5	1	1,4
Italia	7	3,7	0,5	0,9	1,3
España	5,5	5,5	1,3	1,5	2,1
Reino Unido	8,5	4,2	-0,5	0,9	1,7
Japón	2,3	1	1,1	1,1	1
Canadá	5,2	3,4	0,7	1,5	2,4
China	8,4	3	5,3	5	4,8
India	-5,8	9,1	6,9	6	6,4
Rusia	5,6	-2,1	-2,5	1,5	1,4
Brasil	5,2	2,9	0,8	1,7	1,8

### ¿Cómo hemos aguantado hasta ahora?

Las principales economías han evitado la recesión hasta ahora, pero, ¿qué factores han influido para que el ciclo económico esté aguantando?

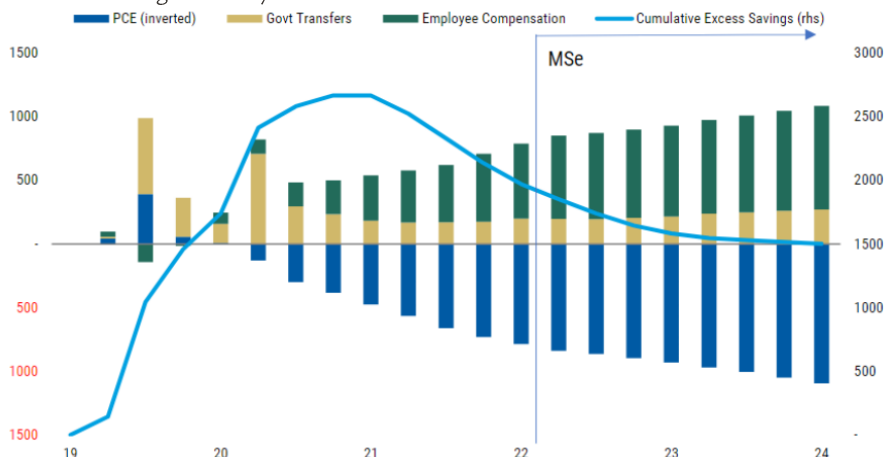
Los fuertes niveles de ahorro acumulados en la pandemia contrarrestaron en parte la restricción del crédito lo que ayudó a evitar la recesión el pasado año. La tasa de ahorro personal estaba en niveles muy elevados tras la pandemia. Desde finales del año pasado, los hogares han desaccumulado alrededor de una cuarta parte de este exceso de ahorro, cayendo por debajo de su tendencia prepandémica.

El empleo se mantiene fuerte tanto en la zona Euro como en EEUU donde la mayor parte de

los empleos son en el sector servicios y en concreto en sectores de rentas bajas. Esto se pone de manifiesto en la productividad. Durante el parón de la pandemia se acumularon atrasos en los proyectos de construcción y de inversión que han mantenido el flujo de la actividad.

#### Contribución al exceso de ahorro (Bill. \$)

Fuente: Morgan Stanley



[\(volver al índice\)](#)

## Los datos macro no sorprenden al alza

### El índice de sorpresas económicas de Citigroup ha cedido terreno

El índice global de sorpresas económicas de Citigroup sigue la diferencia entre los datos macro conocidos y los estimados por el consenso. No dan valores absolutos, sino relativos.

Así, tras haber alcanzado niveles muy elevados a principio del año pasado, (lo que suponía que los datos macro venían mayoritariamente sorprendiendo al alza), el índice global ha caído con fuerza y se sitúa en unos niveles en el que los datos publicados se acercan a las estimaciones del consenso.

#### Índices global de sorpresas económicas de Citigroup

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



## Impacto negativo de la fuerte subida de tipos

### La caída de los bancos regionales estadounidenses y de Credit Suisse han sido las primeras señales

El fuerte incremento de los tipos de interés está produciendo una retirada relevante de depósitos más acusada en EEUU. Estas retiradas llevaron a un desequilibrio de balance en algunos bancos regionales estadounidenses y en concreto al cierre de los bancos SVB y Signature Bank por problemas de liquidez.

La incertidumbre y volatilidad en los mercados globales y sobre todo en el sector bancario, continuó en el corto plazo y afectó a Credit Suisse, que fue comprado a “regañadientes” por UBS.

Si bien no vemos riesgo sistemático para el sector, especialmente teniendo en cuenta las medidas de emergencia ya adoptadas por las autoridades estadounidenses y europeas.

#### Evolución de los depósitos bancarios en EEUU

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

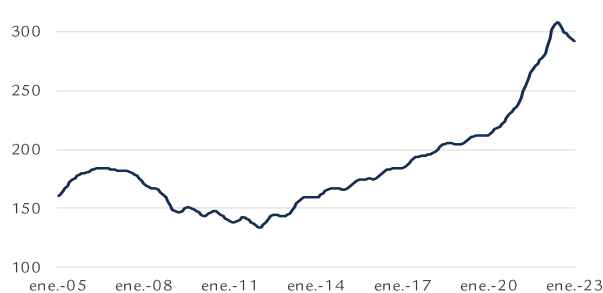


## y el sector inmobiliario comercial en EEUU comienza a dar señales de desaceleración

El precio de la vivienda en EEUU se ha reducido ligeramente en los últimos meses. Según el índice Case Shiller, los precios de las viviendas cayeron en enero por séptimo mes consecutivo y se sitúan un 3% por debajo de su máximo histórico del pasado mes de junio 2022. No obstante, la caída de precios de enero fue menor que la de diciembre.

#### EEUU índice nacional de precios de la vivienda Case Shiller

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

# La inflación ya está cayendo, pero la batalla aún no ha terminado

La inflación está cediendo terreno por efecto base y las presiones iniciales se normalizan

En los últimos meses, sólo por efecto base, es decir al comparar con el nivel de precios al mismo mes del año anterior, las tasas interanuales de los indicadores de inflación se han ido reduciendo. Aquí hay que diferenciar que mientras que los indicadores generales como el IPC van cediendo fundamentalmente gracias a la caída de los precios de la energía, la **inflación subyacente sigue en niveles elevados**.

Nosotros creemos que la inflación seguirá moderándose en los próximos meses por los siguientes motivos:

## 1. El proceso inflacionista se inició por el lado de la oferta y las presiones en el lado de la oferta ya han cedido

Los cuellos de botella medidos por el índice global de presión de la cadena de suministro del Banco de la Reserva Federal han vuelto a niveles normales. Este índice es una medida de las condiciones de la cadena de suministro que combina variables de varios índices en transporte y manufacturas, como las relacionadas con los tiempos de entrega, los precios y el inventario. El parón de la pandemia produjo un colapso sin precedentes desde el inicio de este indicador.

### Índice Global de Presión de la Cadena de Suministro de la Fed de New York

Fuente: Federal Reserve Bank of New York

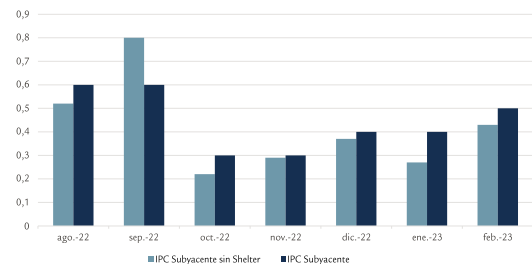


## 2. Los precios de los alquileres deberían ceder en línea con los menores incrementos de los salarios

En EEUU, la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados y no acompaña la tendencia a la baja de la general. No obstante, esto se debe al incremento de los precios de los servicios y en concreto del Shelter, un indicador que estima los precios de los alquileres. Este indicador está muy correlacionado con la evolución de los salarios y estos están desacelerando sus incrementos tal y como apunta la moderación de los costes laborales unitarios de febrero.

### IPC subyacente vs IPC Subyacente sin Shelter de EEUU (dato mensual)

Fuente: Bloomberg



## 3. El precio del gas continúa en caída

En la zona Euro, la mayor presión de la inflación tuvo lugar a partir de marzo del 2022 con motivo de la invasión rusa de Ucrania. A partir de marzo 2023 la comparativa debería ser más favorable por efecto base. Así el precio del gas se disparó hasta nuevos máximos. Su normalización y las medidas tomadas para limitar el consumo, diversificar las fuentes energéticas y reducir la dependencia energética han contribuido a reducir la inflación general.

Además la progresiva retirada de las medidas fiscales para apoyar a hogares y empresas aliviarán las presiones inflacionistas.

### Gas natural futuro holandés (ICE Endex Dutch TTF)

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)



## y vemos un pico en la inflación a medida que se contrae la liquidez y se restringe el crédito

La cantidad del dinero que circula por la economía de EEUU, medida por la M2, se está reduciendo desde comienzos del año pasado. La variación interanual nos muestra la velocidad de la contracción. No obstante, si bien el ritmo de contracción es muy elevado, la M2 todavía se mantiene en niveles altos. Esta contracción debería propiciar nuevas caídas en la inflación.

En la zona Euro, la situación es muy similar, todos los agregados monetarios muestran una ligera desaceleración.

A los efectos retardados de las recientes subidas de tipos se suma la crisis bancaria que ha endurecido de golpe las condiciones financieras. Estos ya habían endurecido considerablemente sus estándares de acceso al crédito tal y como se puede apreciar en el impulso crediticio. Este representa el cambio en el nuevo crédito emitido como porcentaje del PIB y es el mayor impulsor del crecimiento económico dado que en la mayoría de los países la demanda del sector privado se correlaciona muy estrechamente con este indicador.

Pendientes de los efectos del reciente endurecimiento de las condiciones financieras, los indicadores nos muestran como, tanto en EEUU, como en la zona Euro, el ritmo de incremento del crédito no solo se ha ido ralentizando en los últimos meses sino que es claramente negativo. Si bien esto no supone necesariamente que la cantidad total de crédito se esté contrayendo a este ritmo, **el ritmo de crecimiento si se está desacelerando.**

En este sentido, al igual que la política monetaria, el endurecimiento de los estándares de crédito tiene un impacto dilatado en el tiempo. Además, este se ve amplificado por el hecho de que las empresas tienen bastante liquidez. Por ello, las restricciones de crédito aun tienen que impactar en la economía y provocar adicionales revisiones a la baja.

## no obstante la batalla contra la inflación todavía no ha terminado...

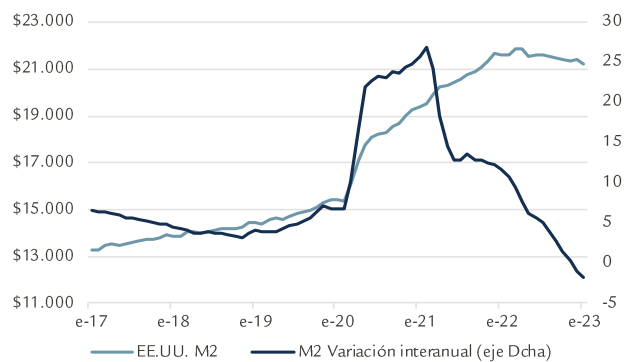
El índice de sorpresas de inflación ha caído con fuerza en los últimos meses y sigue apuntando a una desaceleración de los niveles de precios tras los fuertes incrementos del año pasado.

No obstante, recientemente ha tenido un **repunte y apunta a unos datos de precios ligeramente superiores a los esperados.** La incertidumbre geopolítica con la intensificación de las tensiones entre China y EEUU y la guerra en Ucrania, podría dar paso a nuevos incrementos.

Además la inflación se mantiene en niveles elevados del 6,9% en la zona Euro y del 6% en EEUU.

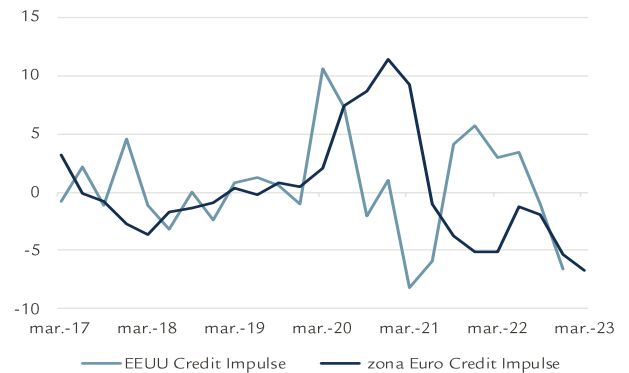
### EEUU M2 vs variación interanual de la M2

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### EEUU y Zona Euro Credit Impulse

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### Índice global de sorpresas de inflación de Citi

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## ¿Techo en tipos? Los bancos regionales americanos hacen el trabajo a los bancos centrales

La crisis bancaria cambió el discurso de los bancos. A partir de las reuniones de marzo, los bancos centrales de las principales economías incluyeron en sus comunicados la evolución de las condiciones financieras y condicionaron posibles futuras subidas de tipos a su evolución dejando claro que actualmente predomina la preocupación por la estabilidad financiera. Si bien mantienen el objetivo de la lucha contra la inflación, esta ya no marcará el ritmo de posibles futuras subidas. Esto se ha traducido en una fuerte caída de las expectativas de subidas de tipos.

En EEUU, el mercado durante marzo, ha adelantado sus previsiones 4 meses y ha rebajado más de 50 pb el techo de tipos de la Fed. Así, a final de marzo el mercado le da una probabilidad del 44% a una subida de 25 pb en la reunión de mayo hasta una tasa terminal ligeramente por debajo del 5% para esperar bajadas graduales de tipos a partir de esa fecha.

La Fed, si bien no ha variado su estimación de tasa terminal que sigue en el 5,1%, reconoce que esperan que los efectos de la contracción del crédito provoque una contracción de la economía mayor de la que se esperaba.

En la zona Euro, el mercado también ha adelantado sus previsiones 3 meses y ha rebajado más de 50 pb el techo de tipos del BCE hasta el 3,35%. El BCE por su parte no dio ninguna indicación sobre posibles futuras subidas de tipos e insistió en que dependerán de los datos.

Respecto a la recesión económica,

creemos que esta vez los bancos centrales no intentarán resucitar el crecimiento bajando los tipos debido a la inflación y distinguirán sus luchas contra la inflación de cualquier medida adoptada para apuntalar el sistema bancario.

No obstante, si algo ha quedado claro de las actuaciones de los Bancos Centrales es que la prioridad absoluta es mantener la liquidez en el sistema financiero. Así, el BCE reconfortó a los mercados al insistir en que no dudará en reactivar en cualquier momento, una o varias de las herramientas y programas para suministrar apoyo de liquidez al sistema financiero si fuera necesario. Por su lado, la Fed ha implementado un nuevo programa de Financiación Bancaria a Plazo para garantizar la liquidez de las entidades financieras.

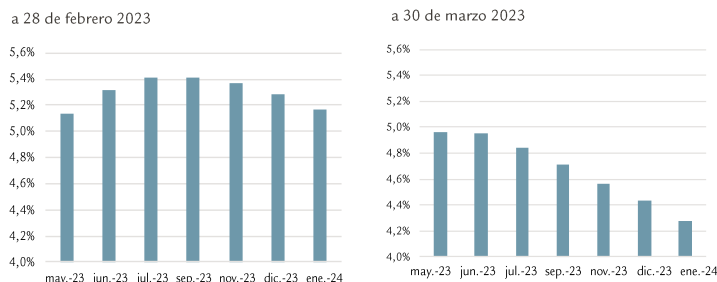
## Recesión sí, pero no depresión

Las mejores rentabilidades de las bolsas han venido en entornos donde las probabilidades de recesión son muy altas y comienzan a bajar

El modelo de probabilidad de recesión global de Ned Davis Research otorga una probabilidad a una recesión en los próximos 12 meses a la economía global, del 96%, habiendo ya caído ligeramente, desde el 98%. Esto genera una severa señal de recesión, sólo alcanzada anteriormente en 2020 (Covid) y 2008-2009 (Gran Crisis Financiera). Históricamente, si sólo tuviéramos en cuenta el nivel del indicador, las bolsas alcanzan sus mejores rentabilidades cuando las probabilidades de recesión son bajas.

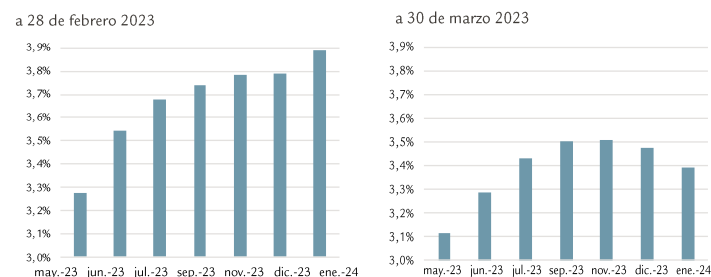
### EEUU evolución de los futuros de la FED con la crisis bancaria

Fuente: Bloomberg



### Zona Euro evolución de los futuros del BCE con la crisis bancaria

Fuente: Bloomberg

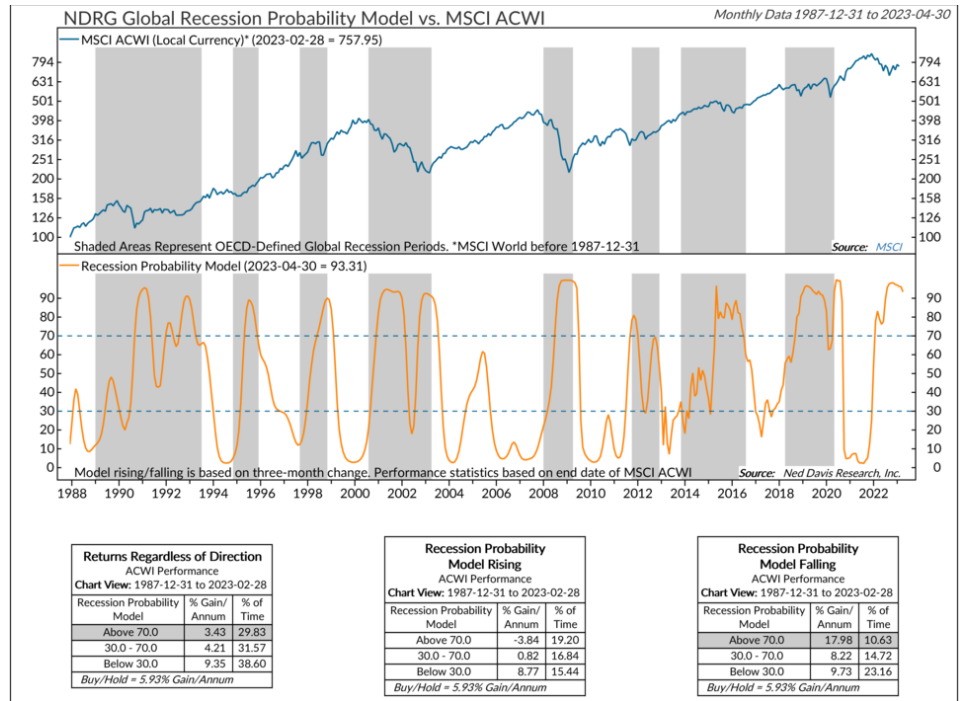


[\(volver al índice\)](#)

En un análisis más detallado, el hecho de que dichas probabilidades estén subiendo o bajando, tiene un gran impacto en la rentabilidad de la bolsas. Las peores rentabilidades históricas han ocurrido cuando las probabilidades de recesión están por encima del 70% y subiendo. Sin embargo, las mejores, han sido cuando están bajando, partiendo de esos niveles altos.

### Indicadores de recesión global

Fuente: Ned Davis Research



### La curva de tipos americana descuenta una recesión

La curva de tipos está invertida en casi todos los plazos. Mínimo histórico del 10 años contra el 3 meses y también en negativo entre el 10 y el 2 años. Siempre que ha alcanzado el terreno negativo, la economía ha terminado en recesión en los trimestres siguientes.

Una pendiente negativa de la curva de tipos ha sido un buen indicador adelantado de las recesiones en EE.UU. Todas las veces desde 1970, que los tipos a 10 años han caído por debajo de los tipos a dos años, ha seguido una recesión. Comenzando 2023, el consenso aboga por una recesión técnica.

### Curva de tipos de EEUU: diferencia del 10 años menos el 3 meses

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## Pero el mercado laboral mantiene su fortaleza y da soporte al consumo

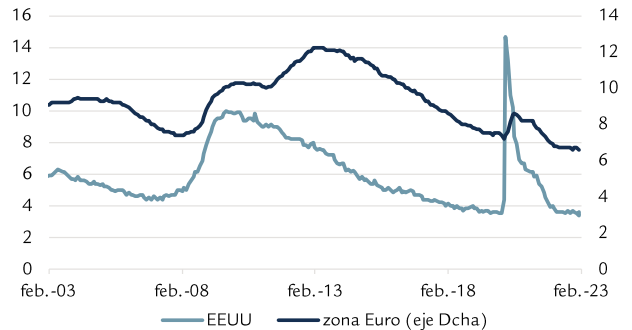
Las tasas de paro de la zona Euro y de EEUU se mantienen en zonas de mínimos y los mercados laborales mantienen su fortaleza. En EEUU destacan los datos de creación de empleo que han sorprendido en enero y febrero del 2023 superando ampliamente las previsiones y con niveles récord en el mes de enero. Además en el mes de febrero la tasa de participación en el mercado laboral se incrementó.

Este fortaleza del mercado laboral está dando soporte al consumo. Los indicadores de confianza del consumidor han recuperado terreno aunque todavía se mantienen en niveles moderados tanto en la zona Euro como en EEUU.

Los datos reales y en concreto las ventas al por menor se sitúan en niveles consistentes con crecimiento del sector. En EEUU destacó el fortísimo repunte de las ventas al por menor en el mes de enero.

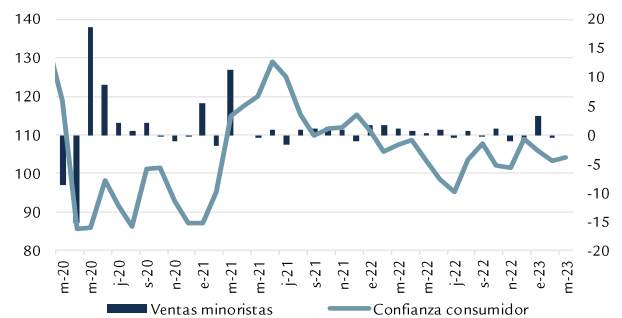
**Tasas de paro en EEUU y en la zona Euro**

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



**EEUU ventas minoristas y confianza del consumidor**

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

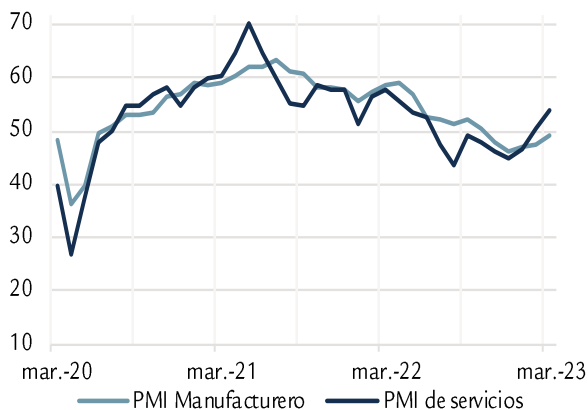


## Los indicadores adelantados no apuntan a recesión

Los indicadores adelantados y en concreto los PMIs muestran un comportamiento dispar por sectores si bien ambos indicadores están cercanos a los 50 puntos que marcan el nivel a partir del cual estos indicadores son consistentes con crecimientos en el sector. Así los PMIs de servicios se han recuperado con fuerza y se sitúan en niveles consistentes con crecimiento del sector, mientras que los manufactureros se mantienen por debajo.

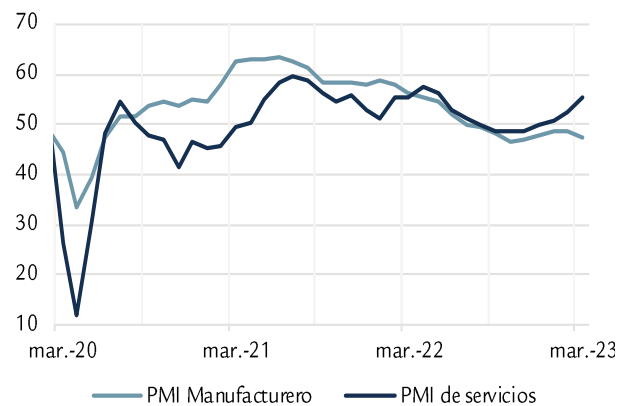
**PMI manufacturero y de servicios de EEUU**

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



**PMI manufacturero y de servicios de zona Euro**

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

# Renta Variable

## Visión cauta ante posibles alertas

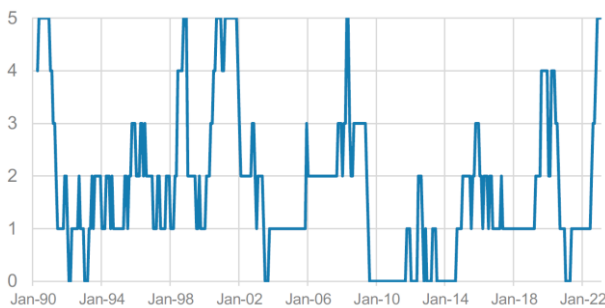
En el siguiente modelo de Morgan Stanley analizamos la combinación de cinco acontecimientos macroeconómicos que son consistentes con una economía fuerte que está empezando a ralentizarse. Los cinco acontecimientos son los siguientes:

1. Los beneficios futuros del S&P 500 están disminuyendo en relación con hace tres meses
2. La curva de rentabilidad americana lleva los últimos 12 meses invertida
3. El desempleo está por debajo de la media
4. El PMI manufacturero de EEUU está por debajo de 50
5. Más del 40% de los bancos estadounidenses, en términos netos, están endureciendo los criterios de concesión de crédito.

En la actualidad se dan todas las condiciones, lo cual es poco habitual, y en el estudio podemos apreciar como desde 1990, cuantas más de estas condiciones se dan, peor ha sido el comportamiento de la renta variable global.

### Veces que se han dado las cinco condiciones

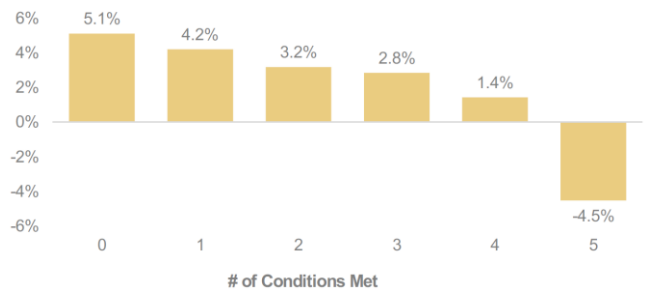
Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



### Comportamiento cuando ocurren las condiciones

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Avg 6m Return, MSCI World Equities



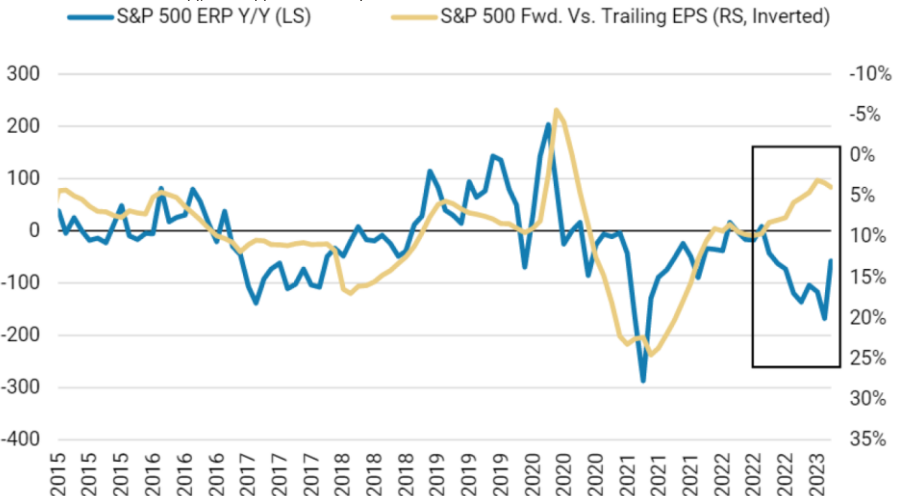
## Las primas de riesgo y los beneficios por acción continúan siendo optimistas

Mantenemos nuestra visión de que las estimaciones de beneficios de consenso son elevadas y que la prima de riesgo de la renta variable continúa en niveles reducidos, cerca del mínimo en 15 años. Los mercados de renta variable se han vuelto dependientes de las previsiones de beneficios de las empresas, que presentan un riesgo a la baja mayor después de que los acontecimientos de las últimas semanas haya incrementado la incertidumbre.

La prima de riesgo de la renta variable se ha desviado notablemente de su estrecha relación habitual con las expectativas de beneficios por acción de consenso, que es probable que disminuyan en los próximos meses.

### Prima de riesgo Renta Variable S&P500 y Beneficios por acción S&P500

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



[\(volver al índice\)](#)



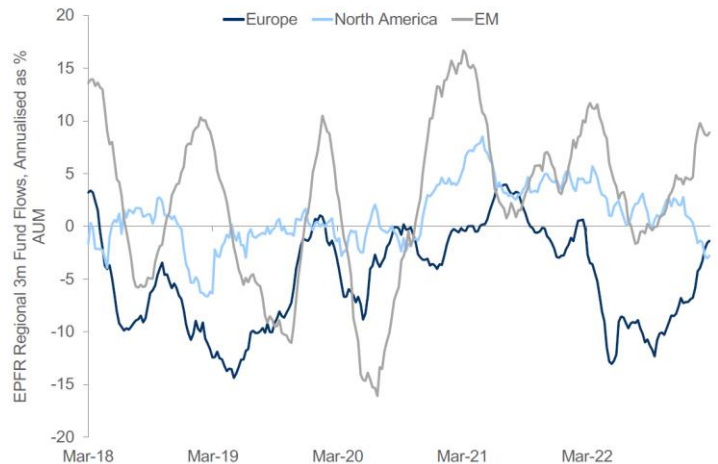
## Europa se beneficia de los flujos

En los últimos años, los flujos de entrada en la renta variable europea han tendido a ser efímeros y, a menudo, precursores de malos resultados. Sin embargo, creemos que es probable que el actual repunte del interés por Europa resulte más duradero gracias a unas valoraciones atractivas y un bajo posicionamiento inicial junto con una mayor incertidumbre sobre los argumentos de inversión para otras regiones.

La atractiva rentabilidad de Europa entre noviembre y enero estuvo positivamente correlacionada con la de China. Además, creemos que Europa se puede beneficiar del hecho de que algunos inversores que quieren tener exposición a China prefieran hacerlo de forma indirecta. Una forma de tomar exposición al sector lujo en China podría ser la toma de valores en compañías europeas con presencia en el mercado.

### Flujos de inversión por área geográfica

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



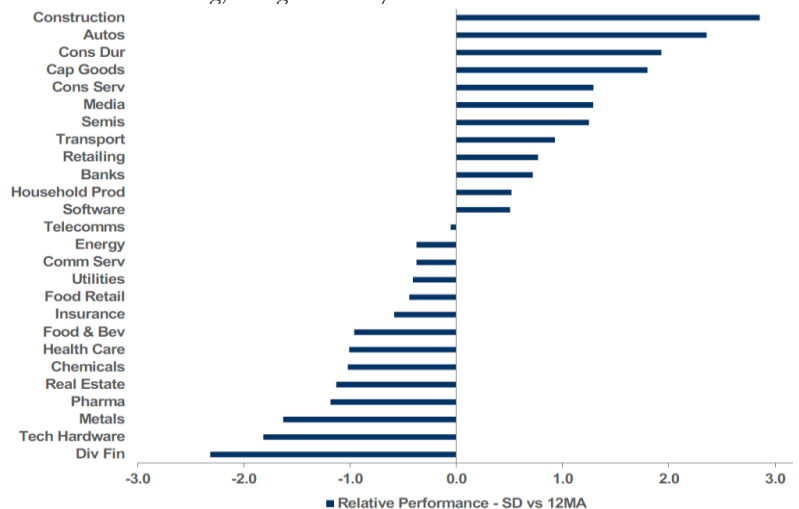
## Ante la incertidumbre, sectores defensivos y calidad

Todos los ciclos de subidas de tipos de los últimos 70 años han terminado en recesión o crisis financiera. Tras la últimas semanas, creemos que esta vez tampoco será diferente. Las crisis financieras no siempre conducen a la recesión, pero la situación actual no parece tan buena dadas las perspectivas de una importante restricción de la disponibilidad de crédito unida a una curva de rendimientos profundamente invertida.

El aumento de las dudas en la economía sugiere que las buenas rentabilidades de los sectores cíclicos podrían darse la vuelta. Nuestra opinión es que **los cíclicos son una jugada de más de beta** y se benefician de tendencias alcistas, pero actualmente **vemos una debilidad importante** y un aumento **en la restricción del crédito**. Una **mayor incertidumbre económica** y una **menor preocupación por la subida de los tipos** a largo plazo deberían provocar una **rotación de nuevo hacia los sectores defensivos, de calidad y de crecimiento**.

### La rentabilidad de los defensivos sigue lastrada

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



[\(volver al índice\)](#)

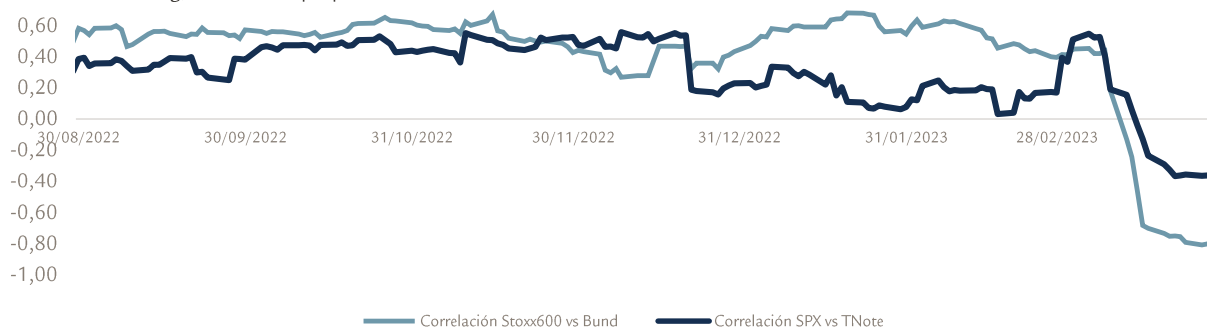
## Renta Fija

### La renta fija como fuente de valor y diversificación

En este primer trimestre de 2023 los movimientos en renta fija han venido principalmente derivados por el debate de los bancos centrales entre la pausa en el ritmo de subidas de tipos o la continuación del movimiento alcista. La renta fija, por fin está recuperando su carácter diversificador y de activo refugio tras un año 2022 de fuertes caídas. Prueba de ello son las correlaciones entre la renta fija y la renta variable, que vuelven a entrar en terreno negativo en el mes de marzo, aportando de nuevo diversificación en las carteras.

#### Correlación Stoxx – Bund y S&P500 - TNote

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



En línea del posicionamiento de los meses anteriores, **seguimos incrementando progresivamente la duración en carteras** buscando aprovechar las rentabilidades positivas de la deuda a corto y medio plazo, dado que el “carry” positivo compensa el riesgo de posibles subidas de tipos. No obstante, el riesgo de duración creemos que será más reducido dado que las subidas de tipos parece que se van acercando a su fin y el propio endurecimiento de la financiación por parte del sector financiero podría hacer parte del trabajo de los bancos centrales.

### Crédito de Grado de Inversión amplía el diferencial, pero sigue siendo interesante

Los diferenciales de crédito Investment Grade europeo han ampliado ligeramente este trimestre por la situación de incertidumbre de los bancos centrales y la crisis bancaria sufrida en las últimas semanas.

A nivel macro, los indicadores adelantados, en concreto el PMI Compuesto de la zona Euro, se mantiene en zona de expansión y los Índices de Confianza se recuperan. La probabilidad de impago a 1 o 2 años sigue siendo reducida en crédito Investment Grade y las rentabilidades continúan siendo las más atractivas de los últimos años.

Por la parte de fundamentales, seguimos viendo balances muy saneados con unos ratios de Deuda/Ebitda que se mantienen bajos y con las coberturas de intereses que sigue en niveles altos.

Continuamos **positivos en crédito Investment Grade**, activo en el que podemos beneficiarnos de unas **rentabilidades absolutas en máximos de la década**.

#### Rentabilidades absolutas del crédito IG europeo

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

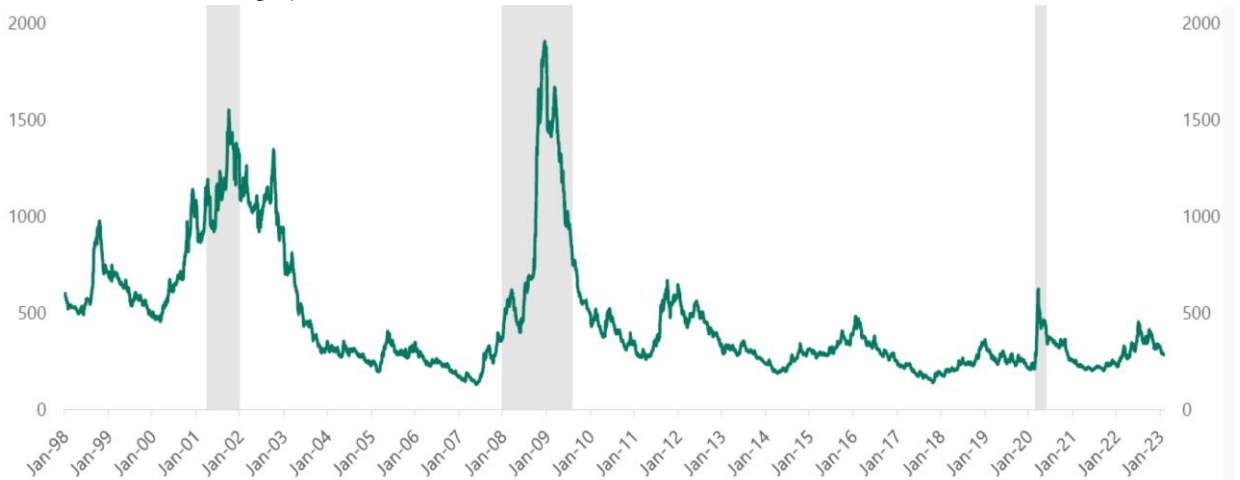
## High Yield: A pesar de la ampliación del diferencial, sigue estando caro

En el mes de marzo hemos observado un aumento en los diferenciales en High Yield, no obstante, el múltiplo relativo HY/IG cotiza en niveles cercanos a la media histórica. Creemos que la volatilidad seguirá acompañando a la deuda High Yield teniendo en cuenta la incertidumbre bancaria y macroeconómica y la baja tasa de impagos implícita cotizada por el mercado.

El riesgo en este tipo de emisores está en el incremento del coste de financiación tras las políticas restrictivas de los Bancos Centrales y la contracción del crédito tras la crisis bancaria. Todo ello hará incrementar los costes de financiación de manera notable y en particular a las compañías con menor rating crediticio que tendrán que acudir al mercado de deuda con unos sobrecostes elevados que afectarán a los balances de estos emisores. Creemos que los diferenciales continuarán aumentando a medida que comencemos a observar dificultades de refinanciación en emisores, con sobrecostes de unos 350 puntos básicos aproximadamente, y los primeros tensionamientos de tasas de impagos, por lo que **en estos niveles preferimos irnos a emisores con alta calidad crediticia reduciendo notablemente el riesgo de impago.**

### Diferencial High Yield Europa

Fuente: ICE BofA, Bloomberg, Apollo Chief Economist



## Híbridos: rentabilidades históricamente altas y riesgos de extensión reducidos

El perfil de alta calidad de los emisores, el carry elevado que ofrecen los bonos, la diversificación que aportan frente a la deuda financiera, las duraciones cortas y el sesgo defensivo a compañías como utilities y telecos que le hace menos sensible al ciclo, son aspectos que respaldan la tesis de inversión en un entorno macroeconómico como el actual.

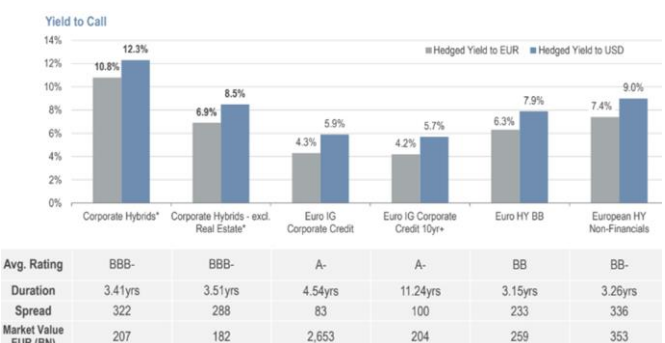
Por valoración, las rentabilidades actuales son muy atractivos. Excluyendo híbridos ligados al real estate, el diferencial sobre el crédito Investment Grade es superior a los 250pb mientras que con respecto a la deuda High Yield ofrecen 60pb más de rentabilidad con un rating Investment Grade.

El riesgo de extensión permanecerá bajo. Los emisores tienen más que perder que ganar extendiendo sus híbridos si no se atiende a alguna justificación fundamental. En términos generales, emisores corporativos solventes continúan agotando todas las opciones disponibles para evitar extender sus híbridos corporativos. Ejemplo de ello han sido las acciones tomadas por emisores como Naturgy o EDF.

**Estamos positivos en híbridos corporativos siempre de compañías grandes y solventes por el ratio rentabilidad/riesgo actual.**

### Diferencial High Yield vs Híbridos

Fuente: Neuberger Berman



(volver al índice)

## Subordinados y CoCos: Volatilidad pero con oportunidades en emisores solventes

Lo ocurrido con los CoCos (AT1s) de Credit Suisse, con el Banco Nacional de Suiza alterando los ordenes de prelación y priorizando a los tenedores de acciones ordinarios frente a los AT1s, no nos hace cambiar nuestra visión en cuanto a la solidez y solvencia de los balances de los bancos, pero la alta volatilidad e incertidumbre registrada en mercado en las últimas sesiones nos hace pedir un diferencial adicional a este tipo de emisiones para cubrir el riesgo de escenarios similares en el futuro. En cualquier caso, permaneceremos atentos a las posibles repercusiones de la situación actual en el mercado de AT1s, ya que pese a las recuperaciones tras el mensaje de tranquilidad del Banco Central Europeo (BCE), podríamos seguir observando movimientos de venta forzada que “arrastren” el precio a la baja.

En términos generales, y dejando puntualmente de lado el movimiento a corto plazo de mercado, los principales puntos que nos llevan a mantener nuestra posición en la clase de activo son los siguientes:

- El exceso de regulación en bancos europeos ha sido uno de los factores que han drenado la rentabilidad de los mismos en los últimos años, pero en momentos de tensión y pánico en el mercado bancario como el actual, lo que puede ser un catalizador de cierta tranquilidad.
- La situación es muy diferente a la de 2008, los bancos no solo cuentan con niveles de liquidez y capitalización muy superiores, sino que los reguladores están demostrando un ritmo de respuesta y actuación mucho más rápido.
- Tasas de morosidad menores que las descontadas por el mercado.
- Balances sólidos con depósitos más estables, por lo que es menos probable que los bancos europeos necesiten recurrir a la venta forzada de valores y realización de pérdidas.

### Comportamiento AT1s

Fuente: Bloomberg, ETFWisdomTree AT1



**Creemos que el actual nivel de estrés que sufre el mercado de AT1 de la Eurozona tras la decisión del FINMA suizo, con un coste superior al coste del equity, no se justificaría bajo la actual regulación europea y nos posicionáramos en:**

- **Emisores Investment Grade** y **zona Euro** tras el mensaje tranquilizador del BCE. Dentro de este abanico nos centraremos en aquellas entidades que cuenten con **niveles de solvencia y liquidez altos**, ya que creemos que sufrirán una menor volatilidad en valoraciones.
- **Emisiones con reseteo de cupón alto**, mitigando de esta forma el riesgo de extensión.
- **Emisiones con opciones de recompra lejanas** ya que vemos los plazos cortos más peligrosos.

[\(volver al índice\)](#)

## Divisas

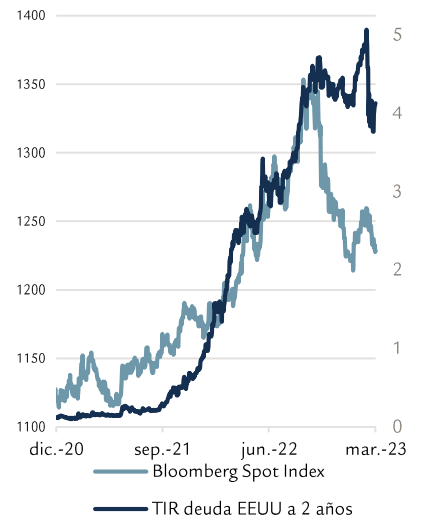
Las fuerzas alcistas que impulsaron al dólar el año pasado, es decir, el incremento de los rendimientos de la deuda en EEUU y su condición de activo refugio se han dado la vuelta propiciando su consiguiente retroceso en el primer trimestre del 2023.

En 2023 la incertidumbre geopolítica y el riesgo inflacionista no han desaparecido por completo, pero han pasado a segundo plano y los mercados están anticipando un techo de tipos y hasta posibles recortes por parte de la Fed. Esto ha permitido la reactivación del apetito por el riesgo y el crecimiento se convierte en el motor más importante para el dólar. Así al hecho de que el dólar se encuentra sobrevalorado respecto de otras divisas se une el que el diferencial de crecimiento relativo con la zona Euro y los principales países puede dejar al dólar más expuesto.

Respecto a **nuestro posicionamiento** si bien por fundamentales estamos negativos, **mantenemos una posición neutral pues su condición de activo refugio puede limitar su debilitamiento a corto y medio plazo.**

### EURUSD

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



## Materias Primas

### Oro

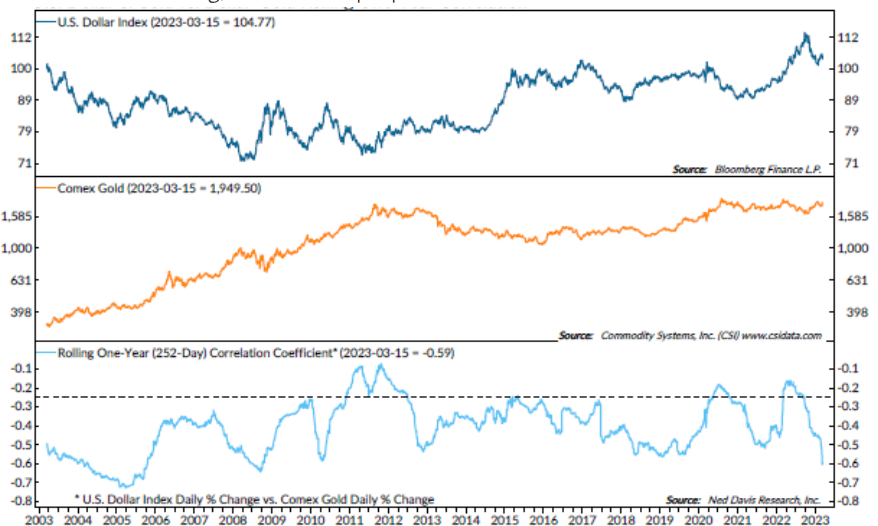
El **oro vuelve a brillar** tras la crisis bancaria y los movimientos bajistas en los tipos de interés **volviendo a actuar como activo refugio**, especialmente valioso cuando surge desconfianza en el sector bancario. El descenso en el rendimiento agregado mundial de los bonos ha sido históricamente un catalizador de subidas para el precio del oro.

Por otra parte, históricamente la **correlación inversa entre el dólar y el oro** ha sido un indicador relevante para el oro. Cuando la correlación entre el metal amarillo y el billete verde ha sido igual o inferior a -0,25, el oro ha tenido un buen comportamiento respecto al dólar. Actualmente esta correlación se encuentra en niveles entorno al -0.65.

Creemos que la ralentización o incluso una parada en el endurecimiento de las políticas monetarias de los bancos centrales, creará nuevas perspectivas y oportunidades para el metal precioso. **Mantenemos nuestra posición en oro como elemento diversificador y activo refugio.**

### Correlación Rolling 1 año Dólar vs Oro

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

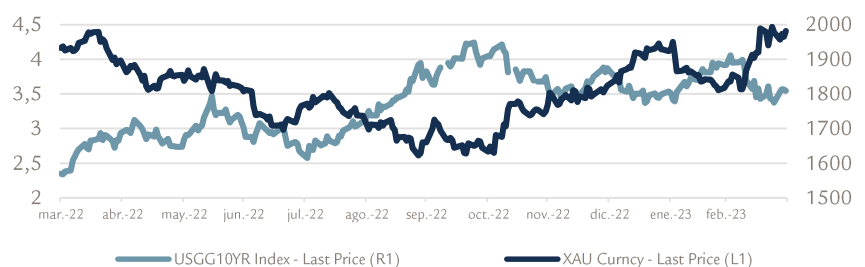


Analysis Dates: 1979-12-31 - 2023-03-15			
Dollar-Gold One-Year Correlation:	Dollar Gain/Annum	Gold Gain/Annum	% of Time
Above -0.25	4.9	-2.0	33.8
-0.25 And Below	-1.7	5.6	66.2

Analysis Dates: 2003-03-14 - 2023-03-15			
Dollar-Gold One-Year Correlation:	Dollar Gain/Annum	Gold Gain/Annum	% of Time
Above -0.25	2.3	3.6	12.9
-0.25 And Below	-0.1	10.0	87.1

### Cotización del oro y Rentabilidad 10Y USA

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)



## Posicionamiento

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**.

[\(volver al índice\)](#)

## 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



[\(volver al índice\)](#)

## 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.

[\(volver al índice\)](#)

# 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>			

[\(volver al índice\)](#)





[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