

Asset Allocation 3T23

Posicionamiento

Nuestro escenario económico sigue siendo que el incremento de las restricciones crediticias lastrará el crecimiento económico, provocando un incremento del desempleo que permitirá una relajación de la inflación y la estabilización de los tipos de interés. En este contexto, **nuestro posicionamiento para el tercer trimestre será similar al que hemos mantenido a lo largo del año, donde ya priorizábamos el riesgo en renta fija sobre el de renta variable.**

Empezaremos por la renta fija y concretamente con la **deuda gubernamental de los países desarrollados**. A pesar que los tipos se encuentran aún por debajo de la inflación, entendemos que se han alcanzado unos niveles razonables para unas economías que se encuentran cerca de un período recesivo, por lo que debemos incrementar duración. Para aquellos inversores que puedan asumir mayor volatilidad y tengan una filosofía de mantener la inversión a vencimiento, nos inclinaríamos por bonos periféricos, cuyo diferencial de rentabilidad nos parece atractivo para su bajo riesgo de impago. Hablamos de rentabilidades del 3.50% a 5 años, niveles adecuados para aquel ahorrador que quiera batir la inflación durante ese período.

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

En renta fija corporativa, nos inclinamos por 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 5 años. **Una oportunidad para el ahorrador. En bonos de alta rentabilidad**, que son los bonos de mayor riesgo, **evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia**, que deberían sufrir más en un entorno recesivo. En ese **mismo nivel de rentabilidades** y a pesar de su subordinación, **preferimos híbridos corporativos** de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión.

Otra de **nuestras convicciones son los subordinados financieros de la Unión Europea**. Se trata de un activo que se ha visto especialmente afectado por la crisis de Credit Suisse, pero los reguladores de la eurozona han sido claros con su interpretación de las reglas del juego y estamos convencidos que las dudas se irán disipando. Estamos hablando de un sector altamente regulado, bien capitalizado, con altos ratios de solvencia y liquidez, donde el mayor riesgo es el alargamiento 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 descuenta un escenario más realista de los resultados empresariales. A pesar de su revisión a la baja de un 5% en los últimos 12 meses, se está descontando un crecimiento de los mismos del 10% en los próximos dos años, lo que consideramos excesivo ya que la caída media en períodos recesivos ha sido de un 10%. Estamos hablando de una posible caída de los índices del entorno del 15%, por lo que a medida que estas señales se fueran produciendo, iríamos incrementando riesgo, bien aumentando 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 la región asiática con perspectivas macroeconómicas sólidas y un alto margen de maniobra en política monetaria con económicas con un alto potencial de crecimiento con países como Corea del Sur, Taiwán, China o India entre otros. **Pensamos que se encuentran en un punto diferente del ciclo y la reapertura tendrá consecuencias positivas para sus economías con la reactivación del consumo y el turismo.**

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% 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.**

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 híbridos y AT1s respecto a High Yield

A estos niveles evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia, que deberían sufrir más en un entorno recesivo. En ese mismo nivel de rentabilidades y a pesar de su subordinación, preferimos híbridos corporativos de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión y AT1s a medida que el mercado primario y las amortizaciones a la call van volviendo a la normalidad. Los buenos resultados de la banca con buenos datos de solvencia, las mejoras de los ratings crediticios, el respaldo de los reguladores y la reapertura del mercado de AT1s son muy buenas señales para el activo.

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.

Divisas

Neutrales en el dólar contra el Euro

No esperamos una apreciación del dólar que puede verse perjudicado por el incremento del déficit público, que se encuentra en máximos, y del coste de los intereses de la deuda. A todo ello se suma el hecho de que la Fed está más adelantada en el ciclo de subidas y por lo tanto más cerca del final de las mismas. Por todo ello mantenemos nuestra posición neutral en el dólar.

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
			
Clase de Activos			
Renta Variable			
Renta Fija			
Liquidez			
Renta Variable			
Europa			
USA			
Emergentes			
Relativos			
Europa / USA			
Desarrollados / Emergentes			
Growth / Value			
Large / Small			
Cíclicos / Defensivos			
Asia / Resto Emergentes			
Renta Fija			
Duración			
Relativos			
Gobiernos / Grado de Inversión			
Grado de Inversión / Alta rentabilidad			
Convicciones Renta Fija			
Subordinados financieros			
Híbridos Corporativos			
Bonos Emergentes			
Divisas			
USD			
Divisas Asiáticas			
Gestión Alternativa			
Inversión Alternativa			



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