



# Tipos ~~más~~ altos por más tiempo

## Estrategia 4T 2023

2 de octubre de 2023

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

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

# Índice

---

1. **Estrategia 4T 2023: Tipos ~~más~~ altos por más tiempo** [\(ir\)](#)
2. **Evolución de las principales clases de activos** [\(ir\)](#)
3. **Perspectivas Económicas** [\(ir\)](#)
  - a. Mejoran las previsiones en Estados Unidos con Europa a la baja
  - b. ¿Qué está sosteniendo la demanda?
  - c. La desaceleración se va abriendo camino
  - d. La subida de los precios del petróleo supone un riesgo adicional
  - e. Bancos Centrales: meseta de tipos
4. **Renta Variable** [\(ir\)](#)
5. **Renta Fija** [\(ir\)](#)
6. **Divisas y Materias Primas** [\(ir\)](#)
7. **Posicionamiento** [\(ir\)](#)

## Estrategia 4T 2023: Tipos ~~más~~ altos por más tiempo

Estas últimas semanas, hemos leído en multitud de medios generalistas y especialistas, así como en informes de los principales bancos de inversión y de pequeñas casas de análisis independiente la frase “tipos más altos durante más tiempo”. Esta narrativa ha dado paso a un repunte de los tipos de interés, lastrando tanto al precio de los bonos como a las bolsas.

La Reserva Federal, en su reunión de septiembre, a pesar de hacer una pausa en su proceso de subidas de tipos, dejó la puerta abierta a subidas adicionales, revisando fuertemente al alza sus previsiones de crecimiento para 2023 hasta el 2,1% y recortando ligeramente las de inflación, por debajo del 4%.

El título de este informe, no contiene un error tipográfico. Tachamos deliberadamente el primer “~~más~~” de la frase “tipos ~~más~~ altos durante más tiempo” y es que tardaremos en ver esos recortes de tipos, que hasta hace sólo un trimestre y en contra de nuestra opinión, el mercado estaba descontando. A efectos prácticos, el proceso de subidas ha llegado a su fin. El hecho de que pueda quedar una última subida adicional después de más de 500 puntos básicos acumulados en este ciclo, no debe llevarnos a confusión. Este tercer trimestre, salvo sorpresa mayúscula, será aquel en el que los inversores asumieron finalmente el cambio de paradigma en tipos de interés. El proceso de subida de tipos ha finalizado y eso es una buena noticia.

En términos económicos, la demanda en EEUU se mantiene fuerte, sostenida por unas políticas fiscales aún muy expansivas, que están neutralizando, al menos parcialmente, las restricciones monetarias y por unos tipos de interés efectivos que después de tanto tiempo tan cerca del 0%, aún se mantienen bajos especialmente para las grandes compañías.

Estamos asistiendo a cierto desacoplamiento entre esa aún fuerte economía de EEUU y la del resto de países, pero la desaceleración global se va abriendo camino. El hasta ahora resiliente sector servicios se desacelera y los tipos de interés de nuevos préstamos se siguen incrementando, lastrando finalmente a las compañías, con las tasas de impago incrementando notablemente, si bien es cierto, partiendo de unos niveles muy bajos.

En un entorno en el que la inflación sigue cayendo, aunque aún muy por encima del objetivo del 2% de los bancos centrales, la subida de los precios del petróleo puede suponer un riesgo adicional. En una primera fase, causando un repunte del IPC, pero al mismo tiempo, pudiendo frenar el consumo.

Continuamos defensivos en renta variable, tanto en exposición como en posicionamiento. Preferimos la renta fija, donde recientemente hemos estado añadiendo exposición a bonos gubernamentales europeos, por primera vez en mucho tiempo.

[\(volver al índice\)](#)

# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 29/09/2023

## RENTA VARIABLE

Global	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI World (divisa cubierta)	203	-4.01%	-3.41%	9.12%	-19.20%	21.55%
MSCI World Growth	4,073	-5.72%	-5.06%	20.09%	-29.75%	20.45%
MSCI World Value	3,100	-3.04%	-2.46%	-0.07%	-8.77%	19.32%
Europa	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
EuroStoxx50	4,175	-2.85%	-5.10%	10.04%	-11.74%	20.99%
Stoxx 600	450	-1.74%	-2.54%	5.96%	-12.90%	22.25%
Ibex35	9,428	-0.82%	-1.72%	14.57%	-5.56%	7.93%
FTSE100	7,608	2.27%	1.02%	2.10%	0.91%	14.30%
MSCI Europe Growth	177	-4.02%	-6.44%	5.84%	-18.86%	26.48%
MSCI Europe Value	120	0.81%	1.71%	6.68%	-4.73%	18.00%
Estados Unidos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
S&P500	4,288	-4.87%	-3.65%	11.68%	-19.44%	26.89%
Nasdaq Composite	13,219	-5.81%	-4.12%	26.30%	-33.10%	21.39%
Dow Jones	33,508	-3.50%	-2.62%	1.09%	-8.78%	18.73%
Russell 1000	2,351	-4.80%	-3.51%	11.66%	-20.41%	24.76%
Russell 2000	1,785	-6.03%	-5.49%	1.35%	-21.56%	13.70%
MSCI USA Growth	8,275	-5.57%	-3.64%	27.28%	-31.85%	25.14%
MSCI USA Value	3,008	-3.75%	-3.32%	-2.49%	-8.66%	24.61%
Asia	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Nikkei 225	31,858	-2.34%	-4.01%	22.09%	-9.37%	4.91%
MSCI ASIA EX JAPAN	605	-2.86%	-4.14%	-2.38%	-21.54%	-6.36%
SHANGHAI COMPOSITE	3,110	-0.30%	-2.86%	0.69%	-15.13%	4.80%
Emergentes	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI Emerging Markets Local Currency	58,515	-1.99%	-2.22%	1.80%	-17.95%	-2.29%
MSCI EM USD	953	-2.81%	-3.71%	-0.38%	-22.37%	-4.59%
MSCI EM EUR	439	-0.17%	0.03%	2.64%	-14.85%	4.86%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Energía	271	3.15%	11.59%	4.46%	46.34%	36.90%
Materiales	312	-3.27%	-3.10%	0.88%	-9.44%	16.31%
Industria	336	-4.38%	-4.36%	8.83%	-10.88%	19.02%
Consumo Discrecional	352	-4.90%	-4.96%	21.97%	-32.38%	20.04%
Consumo Estable	266	-4.09%	-5.81%	-3.86%	-4.90%	13.27%
Salud	337	-2.59%	-2.21%	-2.47%	-4.73%	20.37%
Financiero	137	-1.63%	-0.16%	1.28%	-9.32%	27.63%
Tecnología	502	-6.63%	-5.94%	30.41%	-30.61%	30.42%
Utilities	142	-5.00%	-8.86%	-10.89%	-4.57%	9.48%

(volver al índice)

# Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 29/09/2023

## RENTA FIJA

Tipos	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	5.11%	18	15	62	369	61
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	4.56%	35	45	61	274	90
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	4.43%	46	73	70	236	60
Tipos 2 años Alemania (pb)	3.26%	23	1	44	338	8
Tipos 5 años Alemania (pb)	2.75%	30	23	20	301	28
Tipos 10 años Alemania (pb)	2.74%	37	45	27	275	39
Tipos 2 años España (pb)	3.63%	24	11	68	354	1
Tipos 5 años España (pb)	3.45%	34	24	33	332	24
Tipos 10 años España (pb)	3.82%	45	55	27	310	52
Tipos 2 años Italia (pb)	3.97%	38	12	71	306	35
Tipos 5 años Italia (pb)	4.08%	52	45	17	326	49
Tipos 10 años Italia (pb)	4.59%	66	71	7	328	62
Gobiernos Europa 3-5 años	205	-1.00%	-0.05%	0.94%	-9.95%	-1.19%
Gobiernos USA 3-5 años	356	-0.90%	-0.62%	0.29%	-7.99%	-2.04%

## Crédito

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Diferencial Investment Grade Europa	80	9	6	-11	43	0
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	230	-0.51%	0.97%	2.73%	-11.09%	-0.18%
Diferencial High Yield Europa	428	32	28	-46	231	-1
Crédito High Yield Europa 3-5 años	631	0.33%	1.72%	6.74%	-11.08%	3.92%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	274	-1.01%	-0.38%	1.61%	-7.82%	-0.78%
Crédito High Yield USA 3-5 años	438	-0.89%	0.73%	5.45%	-6.95%	6.10%
Subordinados financieros	272	-0.50%	1.06%	3.23%	-12.52%	0.45%
AT1	148	-0.84%	1.31%	2.19%	-13.62%	5.48%
Gobiernos Emergentes Local Currency	137	-2.04%	-1.71%	-0.04%	-8.44%	-1.59%

## MATERIAS PRIMAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Oro	1,849	-4.72%	-3.68%	1.35%	-0.28%	-3.64%
Brent	92.00	5.75%	22.67%	6.98%	10.45%	50.15%
Metales Preciosos	205.36	-6.11%	-4.87%	-4.44%	-1.90%	-6.15%
Metales Industriales	144.37	1.14%	2.13%	-12.68%	-4.37%	30.28%

## DIVISAS

	Precio	Septiembre	3Meses	YTD	2022	2021
Euro / Dólar	1.0573	-2.49%	-3.08%	-1.23%	-5.85%	-6.93%
Euro / Libra	0.8666	1.29%	0.86%	-2.11%	5.23%	-5.86%
Euro / Yen	157.9500	0.08%	0.32%	12.49%	7.27%	3.74%

[\(volver al índice\)](#)

## Perspectivas económicas

### Mejoran las previsiones en Estados Unidos con Europa a la baja

#### Las previsiones de crecimiento global para 2023 se revisaron ligeramente al alza

Los datos de septiembre muestran que la previsión de PIB global se revisó ligeramente al alza hasta el 3% para 2023 para desacelerarse hasta el 2,7% en 2024. No obstante, detrás de estas cifras globales hay diferencias. Por un lado los datos de EEUU se revisaron al alza ante la fortaleza del mercado laboral que sigue sosteniendo el consumo, mientras que los de la zona Euro se revisaron a la baja lastrados por Alemania, la mayor economía de Europa que se espera que se contraiga en 2023. Además, se espera que gran parte del crecimiento mundial siga procediendo de Asia y en particular de India, a pesar de una recuperación de China más débil de lo esperado.

No obstante, el crecimiento sigue estando por debajo de la media histórica y los riesgos se siguen inclinando a la baja.

#### Previsiones de crecimiento

Fuente: OECD

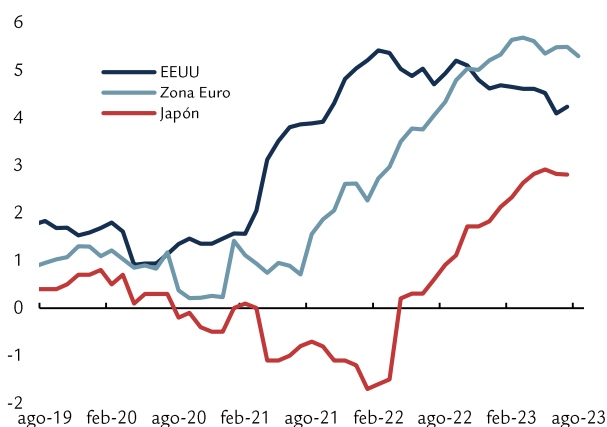
PIB		2023 (Sept)		2024 (Junio)
Global	▲	3	▼	2,7
EE.UU.	▲	2,2	▲	1,3
Zona Euro	▼	0,6	▼	1,1
Alemania	▼	-0,2	▼	0,9
Francia	▲	1	▼	1,2
Italia	▼	0,8	▼	0,8
España	▲	2,3	▲	1,9
Reino Unido	▲	0,3	▼	0,8
Japón	▲	1,8	▼	1
Canadá	▼	1,2	▲	1,4
China	▼	5,1	▼	4,6
India	▲	6,3	▼	6
Rusia	▲	0,8	▲	0,9
Brasil	▲	3,2	▲	1,7

### La inflación se espera que siga desacelerando pero todavía en niveles muy por encima de los objetivos de los bancos centrales

La inflación general ha seguido bajando en muchos países, impulsada por el descenso de los precios de los alimentos y la energía en el primer semestre de 2023. Sin embargo, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles, energía y alimentos, no se ha ralentizado significativamente, manteniéndose muy por encima de los objetivos de los bancos centrales. Un riesgo clave es que la inflación siga siendo más persistente de lo previsto, lo que significaría que los tipos de interés tendrían que endurecerse más o mantenerse más altos durante más tiempo.

#### Inflación subyacente

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



#### Previsiones de inflación

Fuente: OECD

IPC	2022	2023 *	2024*
G20	2,6	2,7	2,7
United States	6,3	3,8	2,6
Zona Euro	8,4	5,5	3,0
Alemania	8,7	6,1	3,0
Francia	5,9	5,8	2,9
Italia	8,7	6,1	2,5
España	8,3	3,5	3,4
Reino Unido	9,1	7,2	2,9
Japón	2,5	3,1	2,1
Canadá	6,8	3,6	2,4
China	1,9	0,5	1,3
India	6,7	5,3	4,8
Rusia	13,7	5,2	5,2
Brasil	9,3	4,9	3,6

\* Datos estimados

[\(volver al índice\)](#)

## ¿Qué está sosteniendo la demanda?

### 1. Unas políticas fiscales expansivas

#### La deuda mundial en porcentaje del PIB global reanudó su crecimiento en el primer semestre del año

La deuda mundial aumentó en el primer semestre de 2023, reanudando su crecimiento como porcentaje de la economía mundial, impulsada en gran medida por los enormes déficits presupuestarios de los gobiernos y por los mayores costes, que se han disparado con las recientes subidas de tipos. No obstante, sigue siendo inferior al nivel alcanzado en el primer semestre de 2021, ya que cayó durante casi dos años por el fuerte repunte de la inflación.

Por países, más del 80% del reciente incremento de la deuda global ha procedido del mundo desarrollado, con Estados Unidos, Japón, Gran Bretaña y Francia registrando los mayores aumentos ya que los mercados desarrollados, después de la pandemia incrementaron de nuevo las ayudas para hacer frente a la crisis energética y por lo tanto, están tardando más en volver a sus posiciones fiscales anteriores a la crisis que los mercados emergentes.

Respecto a la deuda de los hogares en relación con el PIB, en los mercados emergentes sigue estando en niveles elevados, en gran parte debido a China, Corea y Tailandia. Sin embargo, el mismo ratio en los mercados desarrollados ha caído a su nivel más bajo en dos décadas en los primeros seis meses del año.

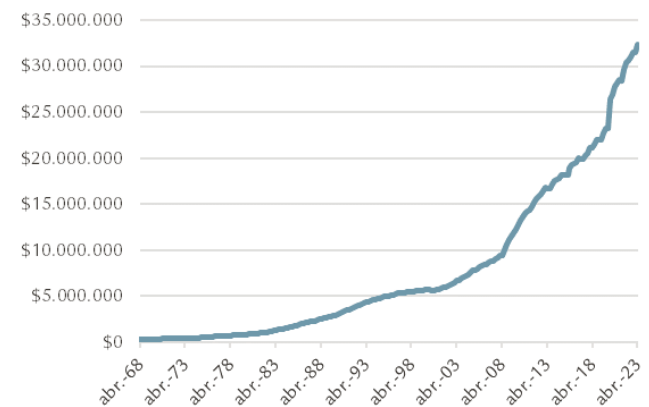
#### La deuda pública se sitúa en máximos en EEUU y en la zona Euro

En EEUU, la deuda del gobierno ha crecido un 54% en los últimos cinco años hasta alcanzar el 123% del PIB. Así, en los últimos 15 años, la deuda ha aumentado a un ritmo del 8,5% anual frente a un aumento del crecimiento económico del 4% anual.

En la zona Euro, a finales del primer trimestre de 2023, la deuda también se incrementó pero el ratio deuda/PIB cedió terreno respecto al año anterior gracias al incremento del PIB. No obstante, existen fuertes diferencias por países. España ocupa el cuarto puesto con mayor deuda pública, por detrás de Italia, Grecia y Portugal.

#### EEUU: Deuda pública (en millones de USD)

Fuente: Federal Reserve Bank de Saint Louis



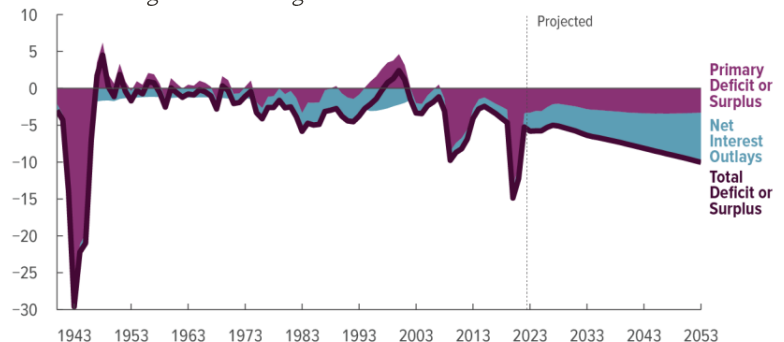
#### Los déficits fiscales se mantienen elevados

En EEUU, el déficit se ha incrementado debido al fuerte aumento de los tipos de interés de la deuda. Además, a esto se han unido una caída de los ingresos desde los niveles inusualmente altos del año pasado y los retos asociados al envejecimiento de la población que requerirán subidas de impuestos y recortes del gasto. Así, durante el período de octubre de 2022 a agosto de 2023 este ha pasado del 3,8% al 5,7% del PIB.

En la zona Euro, el impacto de la crisis energética por la guerra en Ucrania dio paso a nuevas medidas de política fiscal para sostener el consumo. En 2023 los déficits todavía se sitúan en niveles elevados.

#### EEUU: Déficit presupuestario como % del PIB

Fuente: Congressional Budget Office



[\(volver al índice\)](#)

## 2. Las empresas todavía no están sufriendo todos los efectos de los tipos

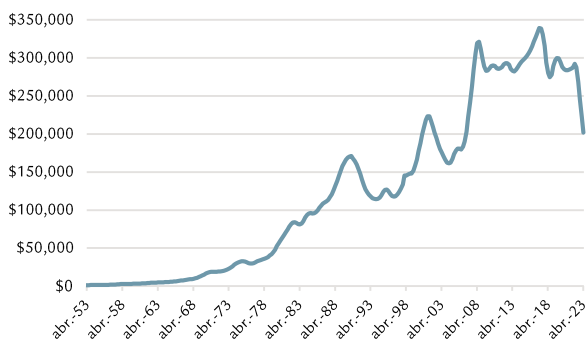
### Los pagos de intereses netos de las empresas en EEUU han disminuido

En agregado los pagos de intereses netos de las empresas en EEUU han disminuido tras las subidas de tipos de la Fed ya que las empresas ganan más en intereses de lo que pagan por el coste de sus deudas. No obstante, el detalle por tamaño muestra las divergencias.

Las empresas más grandes y de alta calidad se aseguraron tipos de interés bajos para su deuda en 2020 y 2021 con emisiones y préstamos a largo plazo con lo que la subida de las tasas tiene escasa repercusión inmediata en sus costes de endeudamiento, sólo afecta a los bonos cuando se refinancian, mientras que ganan más en sus reservas de efectivo de forma inmediata. Sin embargo, las pequeñas y medianas empresas están soportando mayores costes de financiación.

#### EEUU: pagos de intereses netos de empresas no financieras

Fuente: Federal Reserve Bank de Saint Louis



#### S&P1500 : tipo de interés efectivo

Fuente: Société Générale

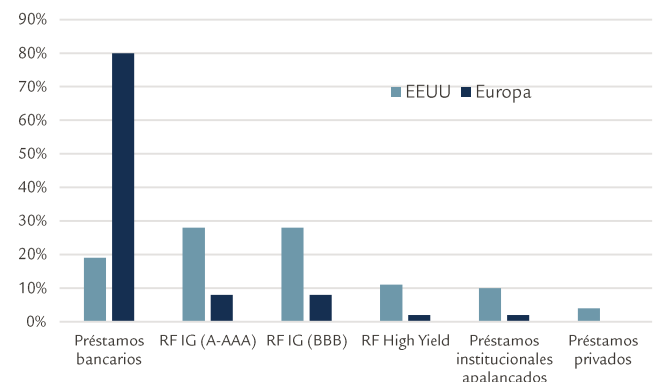


### En Europa las empresas dependen más de los préstamos bancarios

En Europa los préstamos bancarios suponen un porcentaje de la financiación empresarial muy superior al de las empresas en EEUU. Esto se debe a que las empresas de menor tamaño o de menor calificación crediticia tienen un menor acceso a otras fuentes de financiación. Esto se ve por ejemplo en las emisiones de High Yield que se concentran prácticamente en el mercado americano. Esto ha beneficiado a las empresas norteamericanas frente a las europeas dado, que si bien los tipos de los préstamos bancarios se han incrementado con fuerza, los diferenciales de la renta fija corporativa se han mantenido en niveles moderados.

#### EEUU y Europa: fuentes financiación empresarial

Fuente: Fondo Monetario Internacional



## Pero la desaceleración se va abriendo camino

### 1. El sector servicios que había liderado el crecimiento se está desacelerando

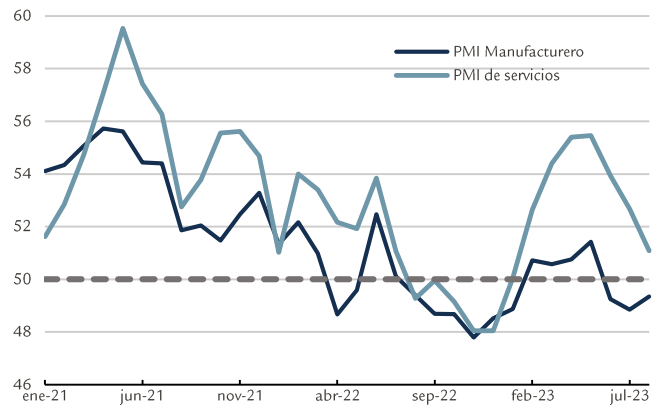
Los PMIs de septiembre de EEUU y de la zona Euro confirmaron los datos de agosto y pusieron de manifiesto el debilitamiento de la situación mundial, con la producción manufacturera aún en contracción y la ralentización del crecimiento de la actividad de los servicios.



El PMI de servicios global ha caído con fuerza durante los últimos cuatro meses tras haberse incrementado a principios de año con el fin de las medidas de confinamiento por la pandemia. Además, el desglose por componentes del dato de agosto mostró una dura caída de los nuevos pedidos que hasta entonces se mantenían en niveles elevados. Este descenso ha sido más pronunciado en Europa, aunque la expansión de la demanda también se mostró próxima al estancamiento en EEUU y Asia.

### PMI globales manufactureros y de servicios

Fuente: OECD

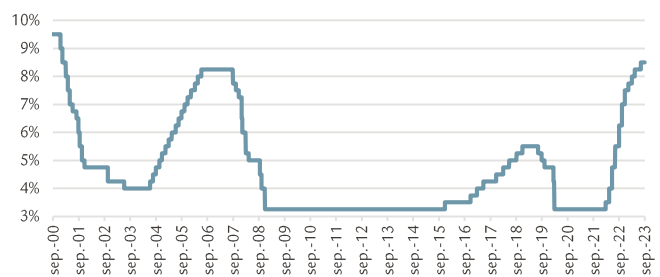


## 2. Los tipos de interés de los nuevos préstamos se siguen incrementando

En EEUU, la tasa de préstamo preferencial de los bancos se ha seguido disparando hasta el 8,5% en niveles máximos de 2001. Esta tasa es uno de los tipos básicos que utilizan los principales bancos comerciales para fijar el precio de los préstamos a corto plazo para sus clientes más solventes. Este incremento va de la mano de aumentos en los tipos aplicados a otros préstamos como los de automóviles o las tarjetas de crédito que se encuentran en máximos.

### EEUU: Tasa de préstamos preferencial

Fuente: Bloomberg

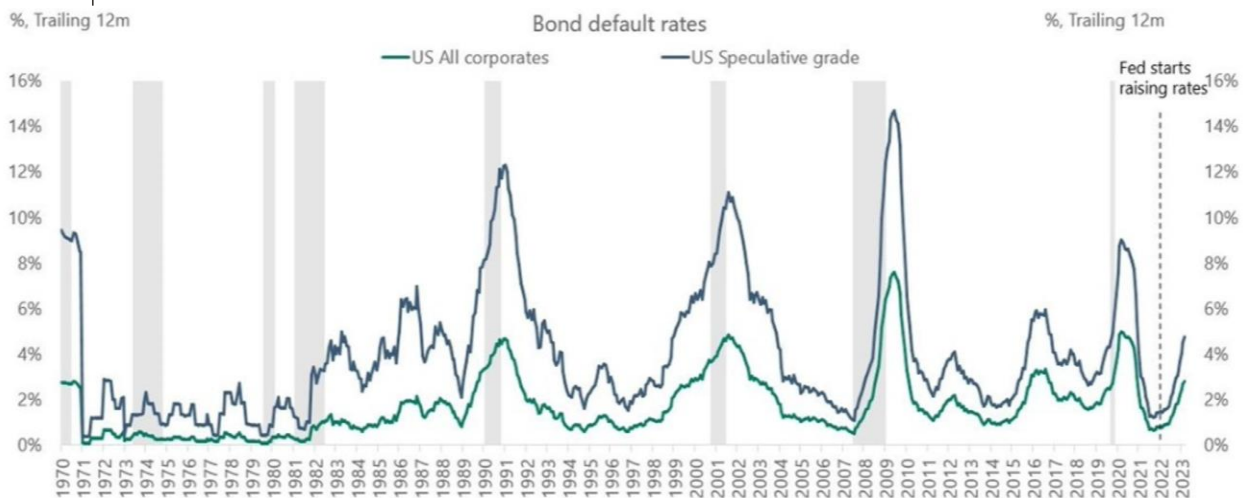


## 3. Las tasas de impago siguen al alza en los últimos meses

Las tasas de impago de todos los bonos corporativos estadounidenses se han incrementado desde sus mínimos de 2021, si bien, todavía se encuentran en niveles moderados. Desde que la Fed empezó a subir los tipos, la tasa de impago de todos los bonos corporativos estadounidenses ha subido al 3%. En los bonos de grado especulativo, el incremento ha sido un poco más acusado y las tasas de impago han pasado del 1,5% al 5% en poco más de un año.

### EEUU: Tasas de impagos

Fuente: Apollo



[\(volver al índice\)](#)

## La subida de los precios del petróleo supone un riesgo adicional

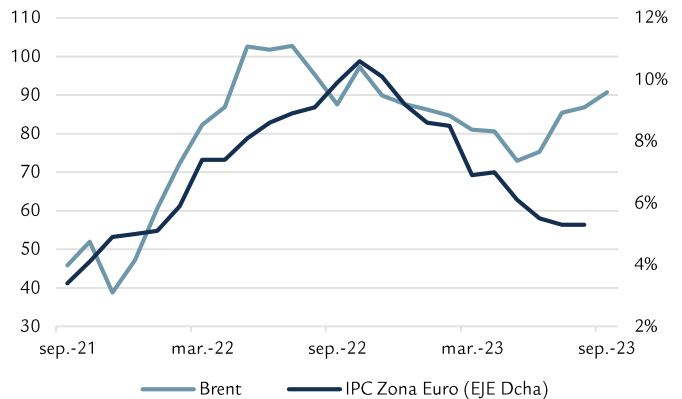
El efecto base por la caída de la energía que ha impulsado la desinflación ha tocado fondo

La caída de los precios de la energía ha sido uno de los principales factores deflacionistas durante la primera mitad del año. No obstante, al fin de los efectos base se une el reciente repunte de los precios del crudo que han subido en torno a un 30% desde inicios del pasado mes de julio.

Si bien, la inflación en la zona Euro vino de la mano del violento incremento de los precios del gas tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia, el incremento de los precios del petróleo puede contribuir a alimentar las presiones inflacionistas en un momento en que los niveles se encuentran todavía muy por encima de los objetivos de los bancos centrales.

### EEUU: IPC de la zona Euro vs precio del petróleo

Fuente: Bloomberg



## La subida de los precios de la energía está dejando huella en los precios al consumo

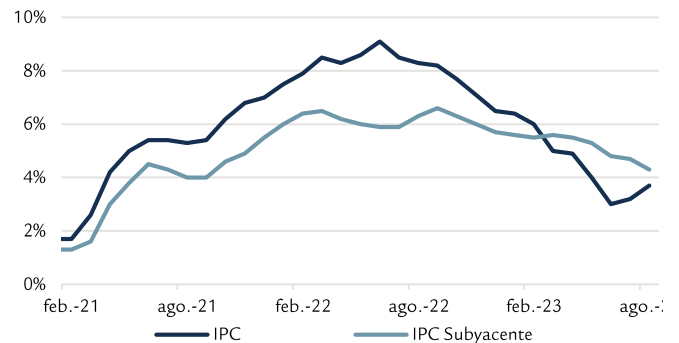
La inflación general de agosto de EEUU subió, mientras que la subyacente siguió bajando.

El IPC se aceleró en agosto hasta un 3,7% interanual. La subida se ajustó en gran medida a las expectativas y se debió principalmente a los precios de la energía y en concreto a los de la gasolina que representaron más de la mitad del avance del IPC.

La inflación subyacente salió en línea con las estimación marcando el menor avances desde diciembre 2021.

### EEUU: IPC & IPC subyacente

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



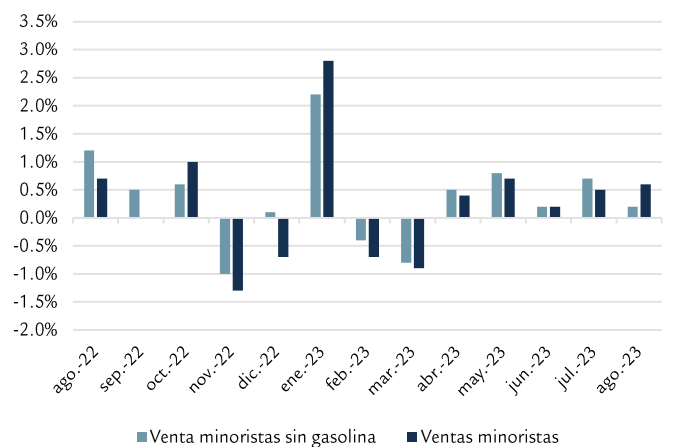
## Pero, por otro lado, puede frenar el consumo

El incremento de las ventas minoristas de agosto en EEUU se debió al aumento de los precios de la energía. El dato de ventas minoristas mide el valor nominal de las ventas, no de la cantidad de bienes por lo que el hecho de que superen las estimaciones se debió en gran parte a los precios más altos de la gasolina. Así, excluyendo la gasolina, las ventas solo aumentaron un 0,2%, entre las más débiles de este año.

Además, el crédito al consumo se ha desacelerado. En concreto, el gasto total con tarjetas por hogar cayó un 0,2% intermensual en agosto y la tasa de ahorro, que se desplomó en el mes de julio al 3,5%, se mantiene en los niveles más bajos desde octubre de 2022.

### EEUU: ventas minoristas

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## Bancos Centrales: meseta de tipos

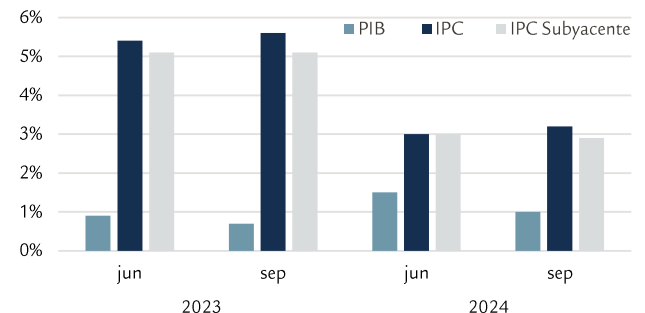
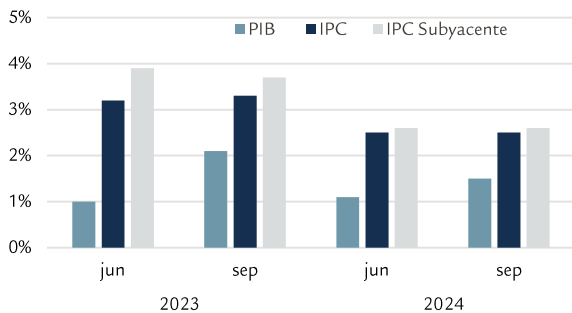
### Las previsiones de crecimiento de la Fed y el BCE fueron divergentes...

Los bancos centrales siguen pendientes de la evolución de los datos y en concreto de la inflación que todavía se mantiene en niveles elevados, pero, tanto la Fed como el BCE reconocieron en sus reuniones de septiembre que los tipos podrían haber alcanzado niveles suficientemente restrictivos. No obstante, la revisión de las perspectivas de crecimiento de la Fed y del BCE fueron divergentes.

**La Fed hizo una pausa y revisó al alza sus previsiones de crecimiento e inflación para 2023** hasta el 2,1% y el 3,3%, respectivamente. Esta última, una décimas por encima de la prevista en junio.

**El BCE incrementó los tipos en 25 pb si bien dio a entender que podría hacer una pausa en su próxima reunión y revisó de nuevo a la baja el crecimiento para 2023 y 2024** hasta el 0,7% y 1% respectivamente, mientras que la inflación se revisó al alza hasta el 5,6% en 2023 debido al reciente incremento de los precios del petróleo.

**EEUU: Previsiones de crecimiento e inflación de la Fed** **Zona Euro: Previsiones de crecimiento e inflación del BCE**  
Fuente: Bloomberg



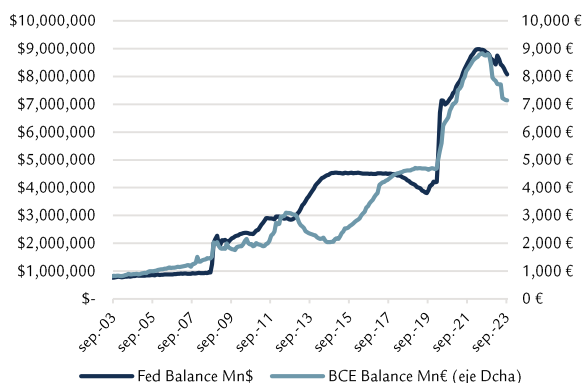
### ...pero ambos siguen atentos a la velocidad de transmisión de las medidas

El foco de atención se centra ahora en la velocidad de transmisión a la economía de las medidas de política monetaria tras las subidas de tipos más rápidas de la historia y en cuando y cómo el endurecimiento de las condiciones crediticias y la contracción de la masa monetaria debilitarán la demanda. Esta desaceleración de la demanda es un factor clave para que la inflación vuelva a situarse en sus niveles objetivos, no obstante, todavía se mantiene elevada apoyada en la fortaleza del mercado laboral a ambos lados del Atlántico.

Además, a diferencia de otros ciclos de subidas de tipos este viene acompañado de reducciones de los balances de los bancos centrales que se encuentran en niveles máximos y de fuertes reducciones en la masa monetaria. Así, en la zona Euro la M3 registró en julio su primer retroceso interanual del indicador desde mayo de 2010 y en agosto ha continuado acelerando el ritmo de caídas.

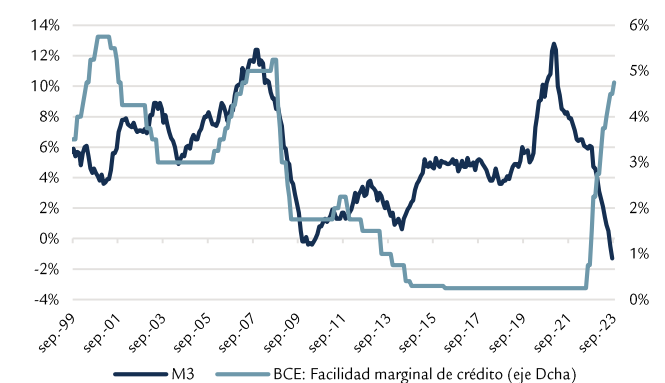
### Balances de la Fed y el BCE

Fuente: Bloomberg



### Zona Euro: BCE Facilidad marginal de crédito vs M3

Fuente: Bloomberg

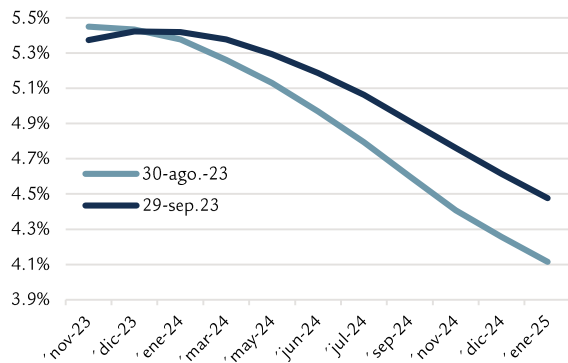


## Los mercados descuentan menores bajadas de tipos en 2024

Los mercados han revisado al alza sus previsiones de tipos para 2024 en línea con las de los miembros de la Fed que han incrementado la estimación promedio de su tasa de referencia en cinco décimas hasta el 5,1% para finales de 2024. Los futuros de la Fed y del BCE han reducido las bajadas de tipos esperadas en 2024, si bien apenas prevén subidas adicionales para 2023.

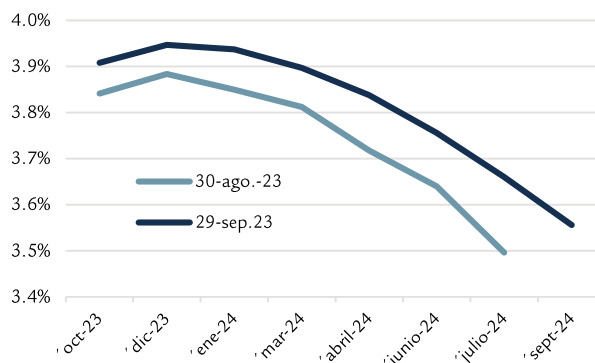
### Cambio en los futuros de los tipos de la Fed

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### Cambio en los futuros de los tipos del BCE

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## Renta Variable

### Las bolsas continúan en valoraciones exigentes con los tipos en máximos

Las valoraciones de la bolsa norteamericana continúan en máximos del año con el índice S&P500 rondando durante todo el tercer trimestre niveles de 21 veces beneficios, niveles muy superiores a la media de los últimos veinte años, cercanos a 17 veces beneficios. Mientras, los índices de volatilidad marcaban mínimos de más de tres años a mediados de septiembre y las primas de riesgo de la renta variable, que explican la remuneración de invertir en acciones en lugar de bonos y que históricamente han estado entre el 3% y el 4%, están ya alcanzando niveles mínimos de veinte años y cercanos al 0%, lo que sugiere que el margen de seguridad en la inversión en acciones es cada vez más reducido. Esto nos hace ser más cautos a la hora de invertir en renta variable, ya que la recompensa potencial no parece justificar el riesgo asumido.

#### Price to Earnings Ratio S&P500

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



#### Equity Risk Premium S&P500

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

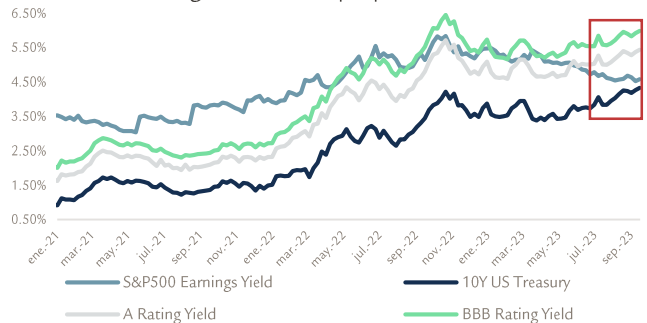


Las subidas de tipos en tiempo récord por parte de los Bancos Centrales ante una inflación pegajosa y una economía más resiliente de lo esperado, están llevando al mercado a un mayor interés en los bonos,

especialmente en el crédito de alta calidad crediticia y los gobiernos, en lugar de las acciones. La rentabilidad de los beneficios de las compañías que cotizan en el S&P500 está demostrando ser inferior al crédito de grado de inversión y ya está en niveles que ofrecen los bonos del gobierno americano a 10 años. Esto significa que, en términos relativos, invertir en acciones actualmente no parece tan atractivo en comparación con la renta fija. Los inversores buscan estabilidad y los retornos de la renta fija aportan más consistencia en este momento que la volatilidad de las acciones.

#### Rent. beneficios S&P500 vs rent. crédito IG y gobiernos

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### Sectores defensivos y de calidad ante los indicadores adelantados de recesión

La principal razón por la que la renta variable ha tenido un gran comportamiento durante el año ha sido el cambio en el sentimiento del inversor en torno a la profundidad de una posible recesión global. Durante el primer semestre del año, el consenso se posicionaba ante el incremento del riesgo de recesión, con un pico de volatilidad en marzo tras la breve crisis de los bancos regionales norteamericanos y la caída de Credit Suisse. Ahora, el consenso se posiciona en el lado contrario, dando por hecho un aterrizaje suave y dejando totalmente a un lado los indicadores adelantados, como es el caso de los PMIs compuestos, que se encuentran en zona de contracción desde mayo en el caso de Europa y a sólo dos décimas en el caso de Estados Unidos, cediendo terreno lastrados por la desaceleración de los del sector servicios.

Ante el escenario actual en el que vemos que los tipos permanecerán altos durante más tiempo y que afectará a las expectativas de crecimiento económico y a la inflación, nuestro posicionamiento en renta variable se centra

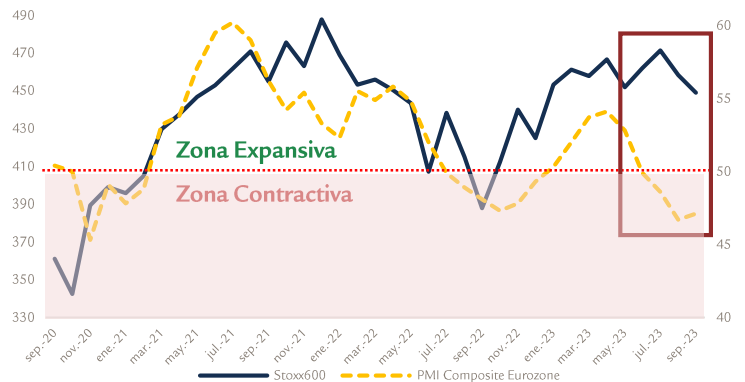
[\(volver al índice\)](#)

en compañías defensivas y de calidad, que puedan mostrarse resilientes ante un escenario de final del ciclo económico. Buscamos unas carteras con un enfoque equilibrado entre compañías de crecimiento pero con un enfoque defensivo, con empresas más ligadas a sectores como salud, y los cíclicos de fase tardía, como el sector energético.

Ligado al comportamiento de los PMIs, hay que analizar el comportamiento de los índices, teniendo en cuenta la fuerte correlación, con respecto al PMI compuesto.

### Stoxx600 vs PMI Composite Eurozone

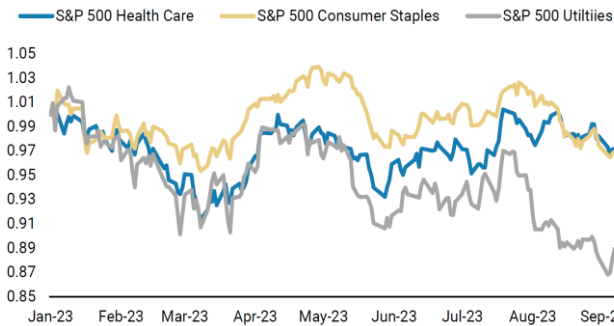
Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia



Por el lado del sector de la salud, durante el año ha sufrido un comportamiento inferior al del mercado, pero está mejorando en los últimos meses en comparación con otros sectores defensivos. Además, el sector de la salud se comporta bien en periodos de inflación y en la fase tardía del ciclo debido a su componente defensivo y de crecimiento. Las revisiones de los beneficios están mejorando en el sector y la valoración sigue siendo atractiva.

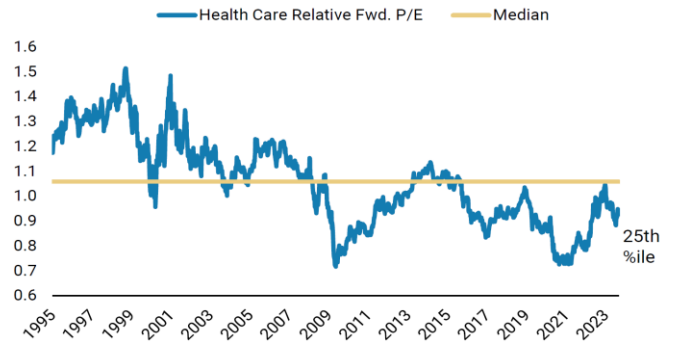
### Comportamiento Salud vs sectores defensivos

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



### Valoración relativa sector Salud

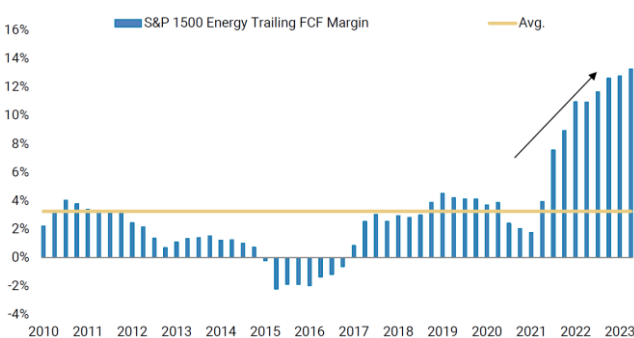
Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



En cuanto al sector energético, históricamente ha tenido un mejor comportamiento en las fases tardías del ciclo, a menudo respaldado por la fortaleza de las materias primas en dicho contexto. En el entorno actual, la demanda de petróleo es sólida, se han implementado recortes significativos en la producción y vemos que los precios del crudo se mantienen sólidos en los niveles actuales. Después de un comportamiento inferior desde noviembre del año pasado hasta julio de este año, el rendimiento relativo del sector ha vuelto a mejorar, manteniendo unas valoraciones bastante atractivas y unos márgenes acelerándose.

### Márgenes flujo de caja libre sector Energía

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



### EV/EBITDA sector Energía

Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research



[\(volver al índice\)](#)

## ¿Small Caps? Valoraciones atractivas, pero paciencia ante el contexto macro

El mal comportamiento de las small caps desde sus máximos en mayo de 2021 con un -30% de caída ha supuesto una corrección en las valoraciones, marcando el Russell 2000 un PER de 27 veces beneficios, niveles no vistos desde hace más de diez años. Estas valoraciones atractivas, nos hacen fijarnos en la clase de activo, pero mantenemos nuestra recomendación en grandes compañías, ya que creemos que es demasiado pronto para cambiar hacia acciones de pequeña y mediana capitalización en la fase tardía del ciclo económico.

Las pequeñas y medianas empresas a menudo son más sensibles a los cambios en la economía que las grandes empresas. Durante una fase de ciclo económico tardío, es posible que estas compañías enfrenten mayores desafíos en un escenario en que la demanda comienza a debilitarse, ya que pueden tener recursos financieros limitados para sobrellevar la desaceleración. Además, en una etapa tardía del ciclo económico, en el que las condiciones crediticias se están volviendo las más restrictivas de los últimos tiempos, podría dificultar que obtengan financiamiento necesario para operar y seguir con crecimiento.

### Russell 2000 / Nasdaq 100 Ratio

Fuente: Bloomberg, Elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

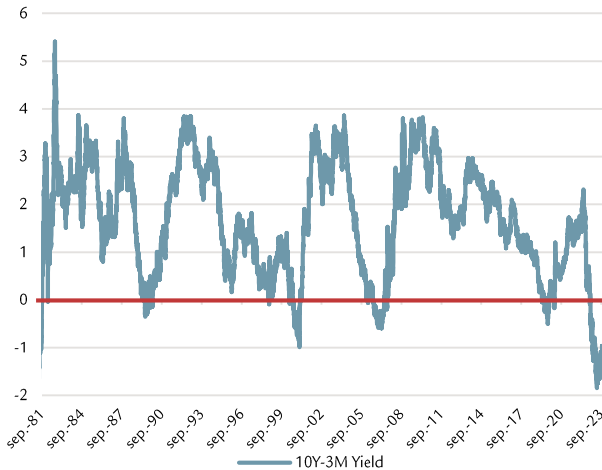
# Renta Fija

## Los diferenciales de crédito en mínimos, momento de priorizar gobiernos

Los diferenciales de crédito, tanto en el segmento Investment Grade como en High Yield siguen cotizando en niveles por debajo de sus medias históricas y vemos riesgos de ensanchamiento a medida que varios segmentos de la curva siguen poniendo en precio señales de deterioro del panorama macroeconómico como el diferencial 10Y-3M en EEUU. Ante este escenario de cada vez mayores señales de deterioro macroeconómico y un potencial repunte en los diferenciales de crédito, preferimos bonos de gobierno que deberían hacerlo mejor en este escenario.

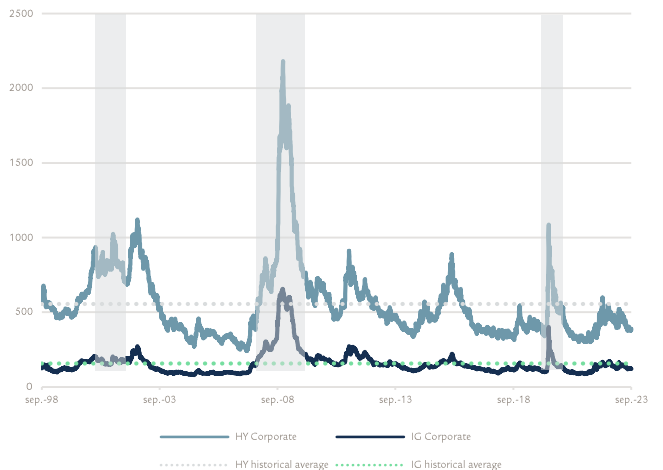
### Evolución del diferencial 10Y - 3M (Yield)

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### Evolución diferenciales de crédito (IG y HY)

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

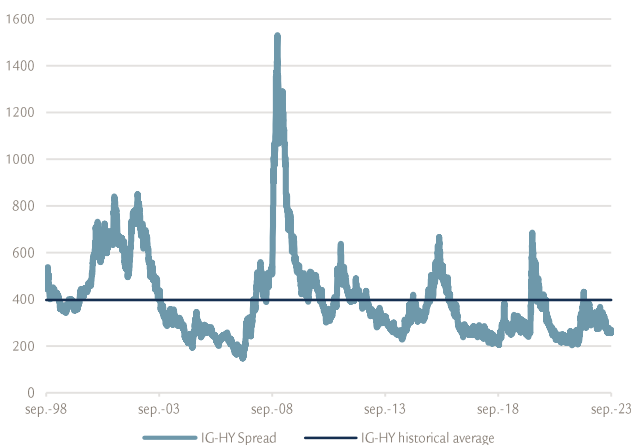


## En crédito, preferimos emisores de calidad frente al high yield

En el segmento de crédito, seguimos posicionados en Investment Grade respecto al High Yield. El diferencial entre High Yield e Investment Grade se sitúa en niveles cercanos a los mínimos marcados en 2020 y por debajo de la media de los últimos 10 años, por lo que consideramos que en estos niveles el crédito de alto rendimiento está caro frente al segmento de alta calidad crediticia. Además, las probabilidades de impagos implícitas descontadas para los diferentes segmentos High Yield están en niveles muy por debajo de las tasas de impago máximas registradas y en algunos segmentos, siguen aún por debajo de las medias históricas, por lo que creemos que los diferenciales tienen mucho más margen de ampliación a medida que el mercado comience a poner en precio unas mayores probabilidades de impago.

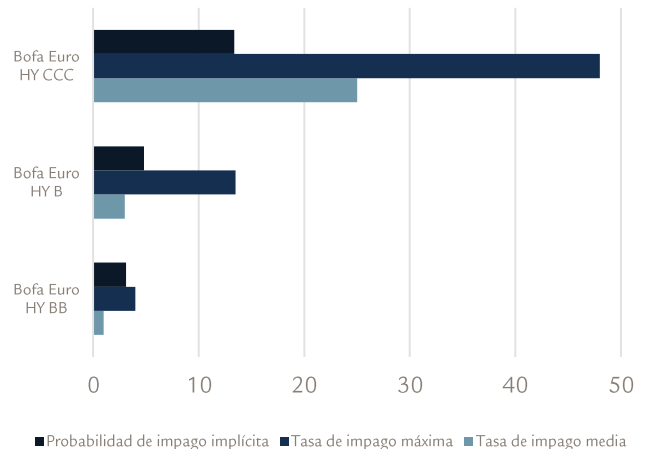
### Diferencial Investment Grade – High Yield

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



### Probabilidades de impago implícitas dentro del High Yield

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)



## A estos niveles, la renta fija soporta casi cualquier escenario

A pesar del persistente riesgo de duración y el riesgo de un ensanchamiento en los diferenciales de crédito, seguimos considerando que **estamos ante una gran oportunidad de inversión en renta fija y los niveles actuales compensan subidas en tipos de interés y repuntes de los diferenciales de crédito.**

Para cuantificar el efecto del “carry”, hemos seleccionado nuestra cartera estratégica conservadora con una duración de 4,5 y TIR 4,4% y **hemos proyectado diferentes escenarios de rentabilidad ante movimientos tanto en tipos de interés como en los diferenciales de crédito** determinados por la duración modificada y duración de crédito.

La duración modificada hace referencia a la sensibilidad del precio de un bono ante movimientos en tipos de interés, es decir, aplicándolo a nuestro ejemplo, una subida en tipos de interés de 25 puntos básicos impactaría negativamente en precio en un -1,13%. Por otro lado, la sensibilidad de crédito o “spread duration” es la sensibilidad del precio de un bono ante variaciones en su diferencial de crédito, en nuestro ejemplo, una subida en el diferencial de crédito de 25 puntos básicos impactaría negativamente en precio en -0,72% aproximadamente.

Podemos observar que **para entrar en terreno negativo en nuestra Cartera Estratégica Conservadora, tendríamos que observar subidas en tipos de interés de 50 puntos básicos y subidas en diferenciales de crédito de hasta 75 puntos básicos**, escenario que no evaluamos en el panorama actual. Además, nuestra perspectiva es que los repuntes en diferenciales de crédito vendrán acompañados de cesiones en tipos de interés a medida que se materialicen los efectos del deterioro macroeconómico, por lo que esa “descorrelación” nos ofrecerá un colchón adicional de cobertura que incluso es beneficioso para la cartera al contar con mayor duración de tipos que de crédito. **Hemos aprovechado para señalar aquellos escenarios que vemos más probables en el contexto actual.**

### Análisis de sensibilidad ante movimientos en el diferencial de crédito y de tipos de interés

Fuente: Elaboración propia. Datos a 29/09/2023.

		Tipos de interés				
		-50	-25	0	25	50
Diferenciales de crédito	-75	8,8%	7,7%	6,5%	5,4%	4,2%
	-50	8,1%	6,9%	5,8%	4,7%	3,5%
	-25	7,3%	6,2%	5,1%	3,9%	2,8%
	0	6,6%	5,5%	4,4%	3,2%	2,1%
	25	5,9%	4,8%	3,6%	2,5%	1,4%
	50	5,2%	4,0%	2,9%	1,8%	0,6%
	75	4,5%	3,3%	2,2%	1,1%	-0,1%

Diagrama de sensibilidad:

- Una flecha horizontal superior indica una **Bajada en tipos de interés** (verde) y una **Subida en tipos de interés** (rojo).
- Una flecha vertical a la derecha indica una **Reducción del diferencial** (verde) y un **Aumento del diferencial** (rojo).

[\(volver al índice\)](#)

## Divisas

### Dólar

En los últimos meses el dólar se ha apreciado, apoyado por una mayor aversión al riesgo de los inversores y gracias al incremento de los diferenciales de rentabilidad entre Estados Unidos y Europa. Además, este movimiento se acentuó tras la reunión de septiembre de la Fed, y los mercados redujeron las previsiones de recortes de tipos para 2024. Si bien vemos que podría continuar apreciándose en el corto plazo ante aumentos de la volatilidad o sorpresas de la Fed en las próximas reuniones, no creemos que esta fortaleza pueda mantenerse en el tiempo. Creemos que **se verá perjudicado por el incremento del déficit público**, que se encuentra en máximos y del coste de los intereses de la deuda. Por todo ello, **mantenemos nuestra posición neutral en el dólar**.

### Dólar Spot index vs TIR deuda a 2 años de EEUU

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



## Materias Primas

### Petróleo

El incremento de los precios del petróleo, que han subido en torno a un 30% desde mediados de año se ha acelerado tras conocerse a principios de septiembre la determinación de Arabia Saudí y Rusia de prorrogar los recortes de producción hasta finales de año. Si bien en la primera mitad del año la oferta mundial superó a la demanda gracias al fuerte incremento de la producción de algunos países fuera de la OPEP+, la Agencia Internacional de la Energía estima que esta podría reducirse en el último trimestre. Esta reducción de la oferta está siendo acompañada de fuertes caídas en los inventarios mundiales de petróleo que se desplomaron en agosto hasta niveles mínimos de los últimos 13 meses. En concreto la reserva estratégica de EEUU ha disminuido hasta niveles mínimos desde 1983.

Respecto a las previsiones de demanda, estas podrían alcanzar una cifra récord en 2023, debido sobre todo al consumo chino que va camino de representar el 75% del aumento de la demanda mundial de petróleo este año. Además para los próximos años se estima que la demanda de petróleo, gas natural y carbón alcanzará su punto máximo esta década.

### Petróleo Brent

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

## Posicionamiento

Las restricciones monetarias y crediticias acabarán lastrando el crecimiento económico, provocando un aumento del desempleo que permitirá una relajación de la inflación y de los tipos de interés. Nos acercamos al final del ciclo económico, si bien, la inflación puede permanecer más tiempo del deseado. En este contexto, nuestro posicionamiento es priorizar el riesgo en renta fija sobre el de renta variable.

Los tipos actuales son difíciles de superar, más por la rapidez que se han alcanzado que por los niveles en sí mismos. Desde A&G entendemos que es buen momento para mantener duraciones altas, si bien, los beneficios vendrán más por el lento devengo de los intereses que por el incremento de los precios. Para inversores dispuestos a asumir mayor volatilidad o con filosofía de mantener la inversión a vencimiento, recomendamos bonos periféricos, cuyo diferencial de rentabilidad nos parece atractivo para su bajo riesgo de impago. Hablamos de rentabilidades entre el 3,5% y 4,5% 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 estaríamos conservadores. No está especialmente barata y la ralentización 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. Seríamos pacientes para tomar posiciones, aunque no hay que olvidar que existen compañías con grado de inversión bien financiadas, con mucha caja o capacidad de generarla que están ofreciendo rentabilidades superiores al 4,5% a 5 años.

Estaríamos defensivos en bonos de mayor riesgo, como los denominados de alta rentabilidad. Nuestra preferencia estaría en aquellos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfruta del grado de inversión. En estos casos es asumible su subordinación, aunque conlleve la bajada de un par de escalones en su calificación crediticia.

Otra de nuestras convicciones sigue siendo 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 y estamos convencidos de 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.

[\(volver al índice\)](#)

## 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 energéticas 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

Aunque su gran motor y área más representativa, China, no termina de despegar, mantenemos el posicionamiento en la **región asiática**. Sus buenas perspectivas en crecimiento de beneficios empresariales, un entorno de crecimiento económico más elevado que el de los países desarrollados, el apoyo chino a través de políticas fiscales y monetarias expansivas y el extremo pesimismo en la región, provoca que, a pesar de los riesgos de contagio del sector inmobiliario, las primas de riesgo están en niveles muy atractivos. **El hecho de que Asia se encuentre adelantada en el ciclo económico, lidere el crecimiento y tenga unas valoraciones atractivas nos hacen mantenernos positivos en la región.**

### Positivos en crecimiento respecto valor

Tras ver nuestro **objetivo de techo en tipos muy cerca de alcanzarse, mantenemos nuestra preferencia en aquellas compañías ligadas a crecimiento** con un sesgo en la **calidad y gran capitalización**, si bien encontramos sectores como **el energético que disponen de un gran potencial dentro del estilo de inversión denominado valor.**

### 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 la estabilización de tipos vaya cediendo hacia la flexibilización de los mismos.**

### 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. Seguimos esperando a la normalización de ambas variables para ir girando la posición.

## Renta Fija

### Positivos en duración

**Seguimos incrementando duración.** Los niveles que estamos viviendo del 3,00% del bono Alemán y 4,50% para el bono americano, interpretamos que son más que suficientes para sentarse encima de ellos.

### 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. Para aquellos ahorradores con filosofía de invertir a vencimiento, están muy atractivos los tramos medio y largo de los países periféricos si nos fijamos en el tipo de interés real.**

[\(volver al índice\)](#)

## Positivos en gobiernos respecto grado de inversión

Tanto las rentabilidades en gobiernos como en grado de inversión se encuentran en las bandas altas del rango. La rentabilidad absoluta dependerá más del movimiento de los bonos gubernamentales que del diferencial en sí, pero entendemos que es difícil un estrechamiento del mismo a estos niveles, por lo que seríamos pacientes a que se produjera. **No se está pagando el riesgo actualmente.**

## 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 como emisor. Los AT1s gozan de buenas señales, con un mercado primario y amortizaciones a la call que van volviendo a la normalidad, buenos resultados de la banca, atractivos datos de solvencia, mejoras de los ratings crediticios y el respaldo de los reguladores. **Son dos de nuestras principales posiciones.**

## Divisas

### Neutrales en el dólar contra el Euro

No esperamos una apreciación del dólar, que puede verse perjudicado por un déficit público norteamericano en máximos, un elevado coste de los intereses de la deuda y una Fed que 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 a la espera de ponernos definitivamente bajistas con el billete verde.**

## Gestión Alternativa

### Negativos

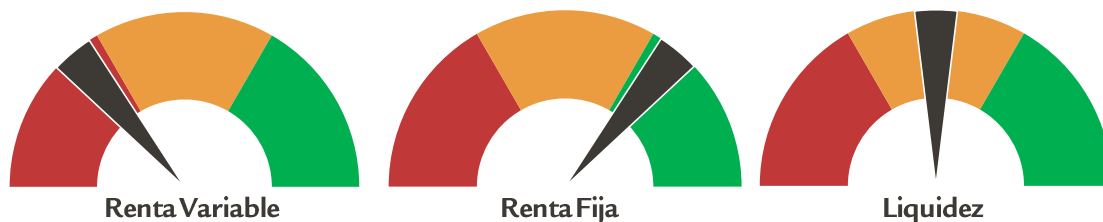
Entendemos la gestión alternativa como aquella que, utilizando activos líquidos tradicionales, su resultado no depende de la direccionalidad del mercado. Actualmente, consideramos que los niveles de renta fija comienzan a tener una rentabilidad suficientemente atractiva como **para volver a una gestión 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, que 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. **Creemos que activos que recojan el riesgo sistémico de esta clase de activos y/o aquellos que reflejen la necesaria transición energética son generadores de valor**

# 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	□	□	■
=	Cíclicos / Defensivos	■	□	□
=	Asia / Resto Emergentes	□	□	■
=	<b>Renta Fija</b>	□	□	■
=	Duración	□	□	■
<b>Relativos</b>				
▲	Gobiernos / Grado de Inversión	□	□	■
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad	□	□	■
<b>Convicciones Renta Fija</b>				
=	Subordinados financieros	□	□	■
=	Híbridos Corporativos	□	□	■
<b>Divisas</b>				
=	USD	□	■	□
=	<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