



# Construcción de Carteras 4T23

## 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.

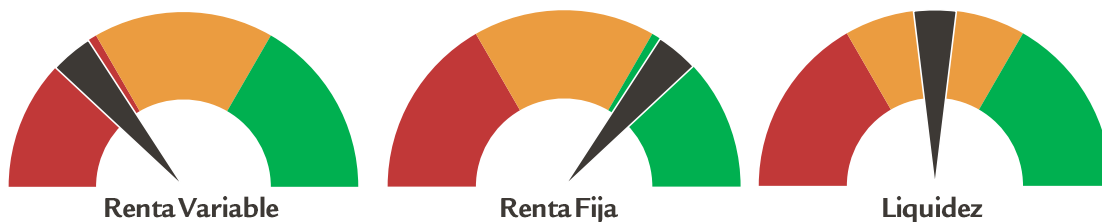
## Inversión Alternativa

### 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**

[\(volver al índice\)](#)

# 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	□	□	■
=	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