



# Construcción de Carteras

## Estrategia 1T 2024

## Posicionamiento

Nuestro escenario base es el de una desaceleración suave del crecimiento económico, con inflación y tipos de intervención de los Bancos Centrales bajando, pero de una manera más lenta de lo que descuenta actualmente el mercado. Aunque este entorno, en principio, es positivo para los activos de riesgo, creemos que debemos diferenciar dos períodos dentro del año. Una primera parte en el que viviremos un ajuste a la baja en los precios de los activos de mayor riesgo y una parte final que se beneficiará del impulso que los Bancos Centrales darán al ciclo económico.

En esta primera parte del año hemos decidido posicionarnos relativamente defensivos, con preferencia en la renta fija sobre la renta variable. Los tipos de intervención parecen haber tocado techo y aunque el mercado está demasiado optimista en el proceso de reducción de los mismos, entendemos que es buen momento para mantener duraciones relativamente altas.

En renta fija corporativa estaríamos conservadores los primeros meses hasta que se produjera cierto ajuste en los diferenciales de crédito. No está 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. Aunque seremos pacientes en tomar posiciones importantes, no podemos olvidar que existen compañías con grado de inversión bien financiadas, con mucha caja o capacidad de generarla que están ofreciendo rentabilidades superiores al 4% a 5 años. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, recomendamos los bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute del grado de inversión, sobre los bonos seniors de alta rentabilidad.

En cuanto a la renta variable, aunque el escenario descrito es relativamente bueno, permanecemos defensivos en exposición, hasta que el mercado corrija el excesivo optimismo sobre el crecimiento en beneficios, en un momento que, además, las valoraciones no se encuentran especialmente baratas. Nos cuesta ver sorpresas positivas, mientras que sí vemos cierto riesgo a que los crecimientos de beneficios fueran negativos. Por ponerlo en contexto, el diferencial de la rentabilidad de los beneficios frente al de los bonos se encuentra en la parte baja del rango, cuando en períodos de desaceleración los beneficios tienden a caer.

Hablamos de caída de los índices del entorno del 10%, como el 4.200 del S&P, donde aprovecharíamos para ir incrementando riesgo. Iríamos incrementando exposición y/o rotando la cartera a un escenario más cíclico, al que ya estamos realizando ciertos guiños como el paso a neutral de sectores más cíclicos y pequeñas compañías, el cambio a sobre ponderación de Estados Unidos o la preferencia por sectores como tecnología y energía.

### 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

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



### Estilos de Inversión

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

[\(volver al índice\)](#)

## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos respecto a Europa

**Preferimos tanto la economía americana como la estructura sectorial de sus índices.** A pesar de que las valoraciones de los índices europeos están por debajo de los americanos, entendemos que están más que justificadas por la composición de sus respectivos índices, por lo que nuestra preferencia por sectores ligados a crecimiento y la subida a la neutralidad de los cíclicos refuerzan nuestra postura. Si además tenemos en cuenta los diferenciales de crecimiento, la agilidad de Bancos Centrales y estamentos públicos y su independencia energética, nuestra convicción es aún mayor.

### 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.** Estimamos que inversores más conservadores pueden ligar su posición a Japón en lugar de las economías emergentes.

### Positivos en crecimiento respecto valor

Una vez alcanzado el techo de los tipos de intervención de los Bancos Centrales y descontarse unos tipos menores para los diferentes períodos, **mantenemos nuestra preferencia en aquellas compañías ligadas a crecimiento con sesgo a calidad**, 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

Neutralizamos la preferencia que teníamos sobre las grandes compañías. A pesar de que nuestro posicionamiento defensivo invita a sobreponderar las compañías de gran capitalización frente a las pequeñas y medianas, una política más laxa de los Bancos Centrales y la proximidad del cambio en el ciclo económico nos invitan a neutralizarnos en nuestras carteras e ir **incrementando peso en pequeñas compañías a medida que la estabilización en tipos se vaya consolidando definitivamente.**

### Negativos en cíclicas respecto defensivas

Neutralizamos la preferencia que teníamos sobre los sectores defensivos. A pesar que el entorno de bajada de tipos de interés y alimentación de la demanda es positivo para el ciclo, no terminamos de sobreponderarlo al entender que el desmesurado optimismo del mercado sobre la política monetaria versus crecimiento, invita a mantener cierta cautela antes de dar el paso definitivo.

## Renta Fija

### Positivos en duración

**Los tipos de intervención parecen haber tocado techo** y aunque el mercado está demasiado optimista en el proceso de reducción de los mismos, entendemos que es buen momento para mantener duraciones relativamente altas.

[\(volver al índice\)](#)

## Positivos en gobiernos respecto grado de inversión

El optimismo de los mercados creemos que no refleja la realidad que supone una desaceleración económica y el riesgo de impago que subyace para los bonos corporativos. Los diferenciales de crédito de las compañías con grado de inversión mantienen diferenciales de crédito demasiado ajustados para esa realidad, por lo que entendemos que podemos vivir un reajuste que aunque no será traumático, si permitirá tomar posiciones a mejores niveles a lo largo del año, ya que **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 de desaceleración. 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 también 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 a lo largo del año

## Inversiones Privadas

### Neutrales

Continuamos encontrando buenas oportunidades de inversión en los mercados privados, donde después de las fuertes subidas de tipos, creemos que hemos pasado lo peor en términos de valoraciones de algunas estrategias. Por otro lado, la inversión en mercados privados históricamente han aportado rentabilidades superiores al mercado cotizado, 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



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

		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>Divisas</b>				
=	USD	□	■	□
=	<b>Inversiones Privadas</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