



Construcción de Carteras

Estrategia 2T 2024

Posicionamiento

Nuestro escenario base es que viviremos una suave desaceleración económica, con inflación y tipos de interés a la baja. Es un entorno positivo para los activos de riesgo, si bien consideramos que ya puede estar implícito en la valoración de muchos de ellos, por lo que nos atrevemos a distinguir dos períodos durante lo que nos queda de 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.

Nuestro posicionamiento, por tanto, es relativamente defensivo, con preferencia en la renta fija sobre la renta variable. Los tipos de intervención han tocado techo y los próximos movimientos serán bajistas, aunque quizá no se produzcan con la premura que descuenta el mercado. Es un momento para mantener duraciones relativamente altas y sin duda mayores de las que hemos tenido durante los últimos años.

En renta fija corporativa las rentabilidades totales cotizan en niveles históricamente altos y nuestra idea es aprovechar momentos de ampliación en diferenciales para incrementar exposición. A pesar de que

los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que existen compañías con grado de inversión bien financiadas, con mucha caja o capacidad de generarla que están ofreciendo rentabilidades cercanas al 4% a 5 años, donde además, factores técnicos como unas perspectivas de entradas de flujos positivas por las salidas inminentes de fondos monetarios y el cada vez mayor apetito en mercado primario por los tramos medios y largos, deberían ayudar a controlar los diferenciales. No obstante, el segmento de alto rendimiento lo seguimos viendo caro, por lo que para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos recomendando bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute del grado de inversión, así como subordinados financieros sobre los bonos de alta rentabilidad que en la actualidad ofrecen un rendimiento inferior y cuentan con mayor riesgo de ampliación de diferenciales.

En cuanto a renta variable, creemos que el mercado está cotizando un escenario demasiado optimista. La subida se ha concentrado en sectores vinculados a la Inteligencia Artificial, que, si bien goza de nuestra confianza sobre su capacidad transformadora, quizá el mercado lo ha puesto en precio de forma prematura y de manera muy concentrada en unas compañías que deberán demostrar su capacidad de generar beneficios en esta temática. Confiamos en su enorme potencial de largo plazo, pero no descartamos correcciones en el corto.

En definitiva, mantenemos cierta cautela en los mercados de acciones, con sesgos a economías donde la subida de sus índices esté acompañada por su fuerte crecimiento en beneficios, como Estados Unidos, zonas geográficas donde el mercado mantiene bajas expectativas y vemos menor riesgo de decepción, como Asia, o sectores defensivos como consumo estable o Utilities. Por último, también sobreponderamos las pequeñas compañías, cuya valoración relativa es atractiva y se beneficiarían en un entorno de desaceleración moderada con tipos de interés a la baja.

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
- Positivos en pequeñas compañías respecto grandes
- 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 pequeñas compañías respecto grandes

El hecho de que los principales bancos centrales den indicaciones sobre el inicio del ciclo de bajadas de tipos y el buen tono de la economía que parece estar en un aterrizaje suave, nos lleva a sobreponderar las pequeñas compañías, que encuentran un entorno que las beneficia y que tienen unas **valoraciones muy inferiores a las de las grandes compañías.**

Neutrales 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 una duración en torno a 4 y 5 en cartera, tramo en el que obtenemos potencial de revalorización si los tipos caen desde estos niveles y por otro lado, colchón de seguridad ante posibles repuntes. Por tanto, vemos interesante aprovechar repuntes en tipos para alcanzar progresivamente el objetivo marcado.

[\(volver al índice\)](#)

Neutrales en gobiernos respecto grado de inversión

A pesar de que los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que **existen compañías con grado de inversión bien financiadas**, con mucha caja o capacidad de generarla **que están ofreciendo rentabilidades cercanas al 4% a 5 años, donde además, factores técnicos** como unas perspectivas de entradas de flujos positivas por las salidas inminentes de fondos monetarios y el cada vez mayor apetito en mercado primario por los tramos medios y largos, **deberían ayudar a controlar los diferenciales.**

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, y el buen comportamiento relativo de la renta variable. Además el incremento de la correlación en el tono de los discursos de la Fed y del BCE, está motivando que las expectativas de tipos se muevan a la par. Esperamos que estas tendencias se mantengan a medio plazo con lo que mantenemos un posicionamiento neutral en el dólar.

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



Cambio Clase de Activos

	Infraponderar	Neutral	Sobreponderar
= 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			
Divisas			
= USD			
= Inversiones Privadas			

[\(volver al índice\)](#)



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