



Construcción de Carteras

Estrategia 4T 2024

Posicionamiento

Nuestro escenario base es que viviremos una suave desaceleración económica, con inflación y tipos de interés a la baja a lo largo de toda la curva. Esta situación provocará un movimiento de positivización en la curva, es decir, las bajadas serán más pronunciadas en los tramos cortos que en los largos. Gran parte de nuestro posicionamiento se centrará en las repercusiones que tendrá este movimiento de la curva en los activos de riesgo.

Tras la subida de exposición en renta variable durante la corrección del pasado mes de agosto, nos mantenemos neutrales en los 3 principales activos, es decir, renta variable, renta fija y liquidez. Sin embargo, seremos parcialmente agresivos en algunas estrategias relativas, provocando en nuestras carteras una sensibilidad contra los índices mayor que 1. Crecimiento sobre valor, mercado asiático, pequeñas y medianas compañías sobre grandes, o sectores como tecnología son algunas de ellas en renta variable, mientras que la inversión en bonos subordinados sería un ejemplo en renta fija. Para compensar esta Beta superior a 1, mantenemos la sobreponderación en duración, siendo nuestra zona preferida el tramo medio de la curva.

Asset Allocation



- Vemos valor tanto en la Renta Fija como en la Renta Variable. Las valoraciones son algo más moderadas en Renta Variable mientras que la Renta Fija, se beneficiará del efecto del carry y de las bajadas 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 y medianas compañías respecto grandes
- Negativos en cíclicas respecto defensivas

En renta fija corporativa, aunque pensamos que ahora mismo no está especialmente barata, seguimos creyendo que se encuentra en un escenario óptimo. Compañías con mucha caja, tipos a la baja, mayor acceso a la financiación y resultados empresariales mejorando, nos invitan a incrementar nuestra exposición si asistiéramos a ampliaciones de los diferenciales de crédito. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos pensando que antes que los bonos de alta rentabilidad, tienen más valor bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute de una buena calificación crediticia.

En renta variable, hemos aprovechado la corrección para incrementar nuestra exposición, viniendo después una subida de mercado que ha sido acompañada por un mayor número de valores que en subidas anteriores a unas valoraciones inferiores. Por tanto, nos encontramos en niveles de precios similares con valoraciones algo inferiores. Seguimos creyendo que estamos en un entorno adecuado para el mercado de acciones, con unas valoraciones en torno a 20 en Estados Unidos, bastante razonable para el sesgo a crecimiento que están teniendo sus principales índices.

Geográficamente, a pesar de la diferencia de rentabilidades a favor de Estados Unidos frente a Europa de los últimos años, mantenemos nuestra preferencia por la economía americana, alimentada por su fuerte crecimiento en beneficios, así como áreas donde el mercado mantiene bajas expectativas y existe un menor riesgo de decepción, como Asia.

A nivel sectorial, además de cierto posicionamiento estructural en tecnología, nos gustan ciertos sectores defensivos como consumo estable o Farma, ligados a las bajadas de tipos como Utilities o Real Estate u otros menos defensivos como energía. También sobreponderamos las pequeñas y medianas compañías, cuya valoración relativa es atractiva y se beneficiarían en un entorno de desaceleración moderada, tipos de interés a la baja y mayor acceso a la financiación.

[\(volver al índice\)](#)

Renta Variable

Positivos en Estados Unidos respecto a Europa

Preferimos tanto la economía americana como la estructura sectorial de sus índices. A pesar 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 y nuestra preferencia por sectores ligados a crecimiento respecto valor. Si además tenemos en cuenta los diferenciales de crecimiento en beneficios, la agilidad de Bancos Centrales y estamentos públicos y su independencia energética, nuestra convicción es aún mayor.

Positivos en Asia

Dentro de la región asiática encontramos una diversidad de países que contribuyen al dinamismo y al atractivo de la región. **El crecimiento robusto de estas economías emergentes y desarrolladas subraya la resiliencia y el potencial de Asia**, consolidándola como un **actor crucial en el panorama económico mundial**. El resurgimiento de **China** 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. **India**, con su creciente mercado de consumo y su impulso hacia la digitalización, **Corea del Sur que continúa destacándose por su innovación tecnológica** y **Taiwán**, con su fortaleza en la producción de semiconductores hacen que estemos positivos en la región gracias al alto crecimiento y unas **valoraciones atractivas**. **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.**

Positivos en pequeñas y medianas 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 y medianas compañías, que encuentran un entorno que las beneficia y que tienen unas **valoraciones muy inferiores a las de las grandes compañías.**

Negativos en cíclicas respecto defensivas

El entorno de bajadas de tipos de interés nos lleva a posicionarnos en aquellos sectores defensivos más sensibles a mejoras en las condiciones de financiación.

Renta Fija

Positivos en duración

Los tipos de intervención han iniciado el ciclo de bajadas y el principal catalizador de la renta fija serán las expectativas de nuevas bajadas de tipos de interés. La dirección es de bajadas y esto es lo que tiene que importar. Entendemos que es buen momento para complementar gobiernos con crédito, en el tramo medio de la curva, donde vemos cierta revalorización si los tipos caen desde estos niveles y por otro lado, colchón de seguridad ante posibles repuntes.

[\(volver al índice\)](#)

Neutrales en gobiernos respecto a crédito

A pesar de que los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que nos encontramos **en un entorno óptimo para los bonos privados**. Tipos a la baja, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas deben limitar aumentos en las tasas de morosidad.

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 dólar frente a Euro

No esperamos una apreciación del dólar. Su elevado déficit público y mayor agresividad en las bajadas de tipos deberían limitarlo, si bien es cierto que la incertidumbre en Europa no debería fortalecer al Euro.

Inversiones en Mercados Privados

Positivos en mercados privados

Desde el máximo del año 2021, la captación de fondos para la inversión en Mercados Privados se ha visto mermada principalmente a causa del incremento de los costes de financiación, y a unas perspectivas de crecimiento inciertas. En este entorno, muchos gestores han mantenido activos para evitar venderlos a múltiplos más bajos, lo que ha provocado una caída de la actividad y un freno a nuevos compromisos. En el último año, la captación de fondos ha caído un 22% en todas las clases de activos, el total más bajo desde 2017. Como sucede en los mercados cotizados, siempre hay excepciones, y esta caída no afecta de igual manera a todas las estrategias, y los fondos más grandes (estrategias “buyout”) han tenido un año récord en captación, algo que ha favorecido a la concentración en gestores y estrategias. 25 gestores concentran el 41% de los compromisos, y los 5 primeros el 20% de este total.

En este entorno de reducción general en captación de capitales, de reducción de actividad, y con unos resultados de gestión durante los dos últimos años por debajo de su media histórica, nosotros creemos que las valoraciones actuales y el nuevo entorno macroeconómico de reducción de costes de financiación en el que nos adentramos, son un viento de cola para los mercados privados.

[\(volver al índice\)](#)



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

| | | Infraponderar | Neutral | Sobreponderar |
|---------------|---|---------------|---------|---------------|
| | | | | |
| Cambio | Clase de Activos | | | |
| = | Renta Variable | | | |
| = | Renta Fija | | | |
| = | Liquidez | | | |
| = | Renta Variable | | | |
| = | Europa | | | |
| = | USA | | | |
| = | Emergentes | | | |
| | Relativos | | | |
| = | Europa / USA | | | |
| = | Desarrollados / Emergentes | | | |
| = | Growth / Value | | | |
| = | Large / Small and Mid Caps | | | |
| ▼ | Cíclicos / Defensivos | | | |
| = | Asia / Resto Emergentes | | | |
| | Renta Fija | | | |
| = | Duración | | | |
| | Relativos | | | |
| = | Gobiernos / Crédito | | | |
| ▼ | Grado de Inversión / Alta rentabilidad | | | |
| | Divisas | | | |
| = | USD | | | |
| ▲ | Inversiones en Mercados Privados | | | |

[\(volver al índice\)](#)



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