



Un ciclo que se extiende

Estrategia 1T 2025

2 de enero de 2025

Asesoramiento y Análisis | asesoramiento@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Índice

- i. **Estrategia IT 2025: Un ciclo que se extiende**
- ii. **Panorama económico**
- iii. **Evolución de las principales clases de activos**
- iv. **Perspectivas económicas**
 - Clave 1: Crecimiento - Un ciclo que se extiende
 - Clave 2: Inflación - Todavía en niveles por encima de los objetivos
 - Clave 3: Tipos de interés - La divergencia entre EEUU y Europa se traduce en diferentes ritmos de recortes de tipos
- v. **Renta Variable**
 - 1. 2024, el año de la Inteligencia Artificial y las grandes compañías en EEUU
 - 2. Estados Unidos: vértigo en valoraciones, crecimientos espectaculares
 - 3. Desregulación y valoraciones atractivas favorecen a las S&M Caps en EEUU
 - 4. La incertidumbre al alza en Europa y Emergentes
- vi. **Renta Fija**
 - 1. Año espectacular para el crédito subordinado
 - 2. Adiós a las Letras del Tesoro y Monetarios, en 2025 el valor estará en el tramo medio de la curva
- vii. **Divisas y Materias Primas**
 - 1. Dólar, economía fuerte, divisa fuerte
 - 2. La fortaleza del dólar podría frenar el rally del oro
- ix. **Posicionamiento**

Estrategia 1T 2025: Un ciclo que se extiende

Dejamos atrás un **magnífico ejercicio 2024** tanto en términos económicos como en términos financieros y cómo no, en términos corporativos.

A pesar de las dudas de principio de año, la **economía ha tenido un muy buen desempeño a nivel global, con divergencias muy significativas**, pero buen desempeño agregado. El PIB de EE. UU. crecerá en torno al 2,7% en el ejercicio, mientras que la Eurozona crecerá un anémico +0,8% y China se quedará lejos de su objetivo del 5%, posiblemente creciendo al +4,5% cuando tengamos cerrados los datos del último trimestre. Estos datos llevarán a la economía global a registrar un crecimiento del +3% en 2024, con la inflación habiendo caído desde niveles muy altos, pero aún cerca del +4,5%.

En términos de precios, el **proceso de desinflación ha seguido su curso durante el ejercicio**. En el mes de noviembre, el IPC de EE. UU. había caído hasta el +2,7%, después de haber comenzado el ejercicio en el +3,4%, con la Reserva Federal habiendo bajado sus tipos de referencia en 3 ocasiones, hasta el +4,5%, lo que supone 100 p.b. de bajadas en el ejercicio.

El activo que destacó por su mal comportamiento en el ejercicio fue el bono a 10 años del gobierno americano, que vio repuntar sus tipos de interés 69 p.b. en el ejercicio. La curva de tipos en EE. UU. se normalizaba y tras haber alcanzado una fuerte pendiente negativa, volvía a positivizarse, con los tipos a 10 años de nuevo por encima de los tipos a 2 años. El fuerte proceso recorte de tipos de la FED, no afectaba a los tipos más largos, que repuntaban ante una expectativa de reaceleración del ciclo económico y algún dato de inflación ligeramente por encima de lo esperado, ambos factores fortalecidos por la contundente victoria electoral de Trump.

La mejor de las noticias del año, muy por encima de lo que los más optimistas esperaban hace 12 meses, **la han traído las bolsas**. El **índice global de acciones**, medido en euros y sin riesgo de divisa, **se ha revalorizado más del 20%**, liderado de nuevo por EE. UU. y por el sector tecnológico.

Desde Europa, con frecuencia se asocia a Donald Trump con incertidumbre y riesgo geopolítico, pero se trata más de un riesgo de titulares, ciertamente con el potencial de generar volatilidad de corto plazo, que de un verdadero lastre para la economía o los mercados financieros. El presidente **Trump es tremendamente previsible y una vez comprendido su pragmatismo desideologizado, los episodios de volatilidad que sin duda experimentarán las bolsas en 2025, posiblemente sean oportunidades de compra interesantes**.

El **“America first” no es de partida**, una buena noticia para regiones como Europa o China. La magnitud de las medidas que EE. UU. pueda implementar en términos de aranceles es incierta, pero una vez más, desde ese pragmatismo desideologizado, **debemos tener presente que dichos aranceles no son un fin en sí mismo, sino un elemento de negociación** para buscar el fin final, un “America first” que pasa por una balanza comercial positiva para la economía estadounidense.

Las medidas de Trump darán un nuevo impulso al crecimiento de Estados Unidos y por tanto, **el ciclo se extiende**. La gran amenaza es un déficit excesivo, pero debemos poner en el lado positivo de la balanza dos factores: por un lado, el punto de partida importa y dado el déficit ya alcanzado, el presidente Trump no tendrá “barra libre”, necesitando apoyos en su propio partido, que no son evidentes desde inicio. Por otro lado, estaremos muy atentos al DOGE y a lo que Elon Musk y Vivek Ramaswamy puedan hacer con él, recortando un gasto público que, si bien no es principalmente discrecional, sí tiene un margen de acción relevante.

Para Europa y los mercados emergentes, se abre un periodo de incertidumbre y seremos cautos a la espera de conocer las principales políticas de Trump, aunque el punto de mayor riesgo podría quedar atrás y la solución a determinados conflictos, junto con una política monetaria favorable y una valoración relativa atractiva, quizás ofrezcan oportunidades en los próximos meses. **Nos mantenemos a la espera y preferimos no ser los primeros en ese trade.**

Apenas dejó de serlo durante unos trimestres, pero la inflación podría volver a ser la protagonista en 2025. El proceso de desinflación se ha desacelerado y los precios siguen creciendo por encima del objetivo de los bancos centrales. Aranceles, políticas de inmigración y diferentes medidas de Trump, tienen el riesgo de ser inflacionistas. Ahora, **la inflación no es un problema** y en nuestro escenario principal, no lo será en 2025, **pero si sorprendiera con claridad al alza, este escenario podría verse amenazado, con los bancos centrales viéndose obligados a cambiar el paso. Ese es el riesgo para 2025** y pensamos que desde el pragmatismo del Trump, será manejado adecuadamente, aunque sin olvidarnos de que se trata de un pragmatismo no sin tintes populistas. Ahí reside el riesgo.

De momento, las bajadas de impuestos impactarán directamente en los beneficios empresariales, el consumo sigue creciendo, el mercado laboral mantiene su fortaleza y el nuevo entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para los activos de riesgo. **El ciclo se extiende.**

Panorama económico

Previsiones de consenso

	PIB				IPC				Tipos de Referencia						
	2023	2024		2025		2023	2024		2025		2023	2024		2025	
		Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
Global	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	6,0%	4,4%	4,5%	3,4%	3,7%					
EEUU	2,5%	2,7%	2,7%	1,9%	2,1%	4,1%	2,9%	2,9%	2,3%	2,5%	5,5%	4,5%	4,5%	3,3%	3,8%
Zona Euro	0,5%	0,8%	0,8%	1,2%	1,1%	5,4%	2,4%	2,4%	2,0%	2,0%	4,5%	3,2%	3,2%	2,2%	2,2%
Alemania	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,7%	0,6%	6,0%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%					
Francia	0,9%	1,1%	1,1%	0,9%	0,9%	4,9%	2,3%	2,3%	1,7%	1,7%					
Italia	0,7%	0,5%	0,5%	0,9%	0,8%	5,8%	1,1%	1,1%	1,7%	1,7%					
España	2,4%	3,0%	3,0%	2,2%	2,2%	3,4%	2,8%	2,8%	2,0%	2,0%					
Reino Unido	0,3%	1,0%	0,9%	1,5%	1,4%	7,3%	2,5%	2,5%	2,3%	2,5%	5,3%	4,8%	4,8%	3,7%	3,7%
Canadá	1,1%	1,1%	1,2%	1,8%	1,8%	3,8%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	5,0%	3,5%	3,3%	2,5%	2,5%
Rusia	3,3%	3,5%	3,5%	1,6%	1,5%	6,0%	8,1%	8,2%	6,1%	6,9%	16,0%	20,0%	22,2%	14,1%	15,8%
Brasil	3,0%	3,0%	3,1%	2,0%	2,0%	4,6%	4,3%	4,3%	3,7%	4,2%	11,8%	11,8%	11,8%	11,0%	11,5%
Asia															
Japón	1,9%	0,0%	-0,2%	1,2%	1,2%	3,3%	2,5%	2,6%	2,1%	2,1%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,7%	0,8%
China	5,2%	4,8%	4,8%	4,5%	4,5%	0,2%	0,5%	0,4%	1,2%	1,0%	2,6%	2,1%	1,9%	2,0%	1,9%
India	7,0%	7,8%	7,8%	6,8%	6,8%	6,6%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	6,5%	6,4%	6,5%	5,8%	5,8%

* Estimación del informe mensual de Noviembre 2024

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2024

RENDA VARIABLE

Global	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI World (divisa cubierta)	262	-2,45%	2,18%	18,20%	18,98%	-19,20%
MSCI World Growth	5.768	-0,44%	5,10%	25,10%	35,95%	-29,75%
MSCI World Value	3.675	-5,43%	-3,97%	9,00%	8,67%	-8,77%
Europa	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
EuroStoxx50	4.896	1,02%	-1,36%	8,28%	19,19%	-11,74%
Stoxx 600	508	-1,17%	-2,59%	5,98%	12,74%	-12,90%
Ibex35	11.595	-1,20%	-0,13%	14,78%	22,76%	-5,56%
FTSE100	8.173	-1,68%	-1,42%	5,69%	3,78%	0,91%
MSCI Europe Growth	200	-1,95%	-4,15%	4,47%	14,45%	-18,86%
MSCI Europe Value	134	-0,50%	-1,31%	6,90%	11,08%	-4,73%
Estados Unidos	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
S&P500	5.882	-2,74%	3,01%	23,31%	24,23%	-19,44%
Nasdaq Composite	19.311	-0,48%	7,73%	28,64%	43,42%	-33,10%
Dow Jones	42.544	-5,00%	0,82%	12,88%	13,70%	-8,78%
Russell 1000	3.221	-3,11%	3,34%	22,84%	24,51%	-20,41%
Russell 2000	2.230	-8,38%	1,60%	10,02%	15,09%	-21,56%
MSCI USA Growth	12.589	0,36%	9,40%	34,21%	44,29%	-31,85%
MSCI USA Value	3.666	-6,55%	-3,22%	11,63%	6,45%	-8,66%
Asia	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Nikkei 225	39.895	3,59%	5,52%	19,22%	28,24%	-9,37%
MSCI ASIA EX JAPAN	704	-0,76%	-9,48%	9,75%	3,60%	-21,54%
SHANGHAI COMPOSITE	3.352	-0,36%	0,46%	12,67%	-3,70%	-15,13%
Emergentes	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI Emerging Markets Local Currency	68.031	-0,03%	-6,23%	10,54%	7,07%	-17,95%
MSCI EM USD	1.075	-1,00%	-9,47%	5,05%	7,04%	-22,37%
MSCI EM EUR	520	0,24%	-3,38%	14,68%	6,11%	-14,85%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Energía	259	-6,28%	-4,13%	1,88%	-1,97%	46,34%
Materiales	328	-6,97%	-10,29%	-3,63%	10,21%	-9,44%
Industria	431	-4,99%	-1,48%	15,25%	20,93%	-10,88%
Consumo Discrecional	474	1,96%	12,23%	22,93%	33,39%	-32,38%
Consumo Estable	289	-3,81%	-3,62%	5,77%	-1,37%	-4,90%
Salud	357	-5,50%	-9,18%	1,75%	1,39%	-4,73%
Financiero	192	-3,08%	7,19%	27,12%	12,10%	-9,32%
Tecnología	782	-0,04%	7,28%	33,27%	52,27%	-30,61%
Utilities	173	-5,17%	-6,51%	12,28%	-3,56%	-4,57%

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2024

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	4,24%	6	60	-1	-18	369
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	4,38%	30	83	53	-16	274
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	4,57%	38	79	69	0	236
Tipos Swap 2 años EEUU	4,08%	7	64	1	-38	371
Tipos Swap 5 años EEUU	4,04%	27	80	51	-22	262
Tipos Swap 10 años EEUU	4,07%	35	76	60	-8	224
Gobierno -Swap 10 años EEUU	0,50%	3	3	9	9	12
Tipos 2 años Alemania (pb)	2,08%	18	4	-32	-36	338
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,15%	29	23	21	-63	301
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,37%	33	28	34	-55	275
Tipos Swap 2 años zona Euro	2,19%	14	-9	-60	-60	369
Tipos Swap 5 años zona Euro	2,25%	23	4	-19	-81	322
Tipos Swap 10 años zona Euro	2,36%	26	3	-13	-71	290
Gobierno -Swap 10 años Alemania	0,00%	7	24	47	16	-15
Tipos 2 años España (pb)	2,25%	5	-9	-71	4	354
Tipos 5 años España (pb)	2,58%	21	20	-4	-54	332
Tipos 10 años España (pb)	3,06%	29	18	7	-67	310
Tipos 2 años Italia (pb)	2,42%	10	-5	-57	-33	306
Tipos 5 años Italia (pb)	2,87%	22	10	-20	-97	326
Tipos 10 años Italia (pb)	3,52%	26	10	-18	-102	328
Gobiernos Europa 3-5 años	220	-0,54%	0,12%	2,52%	5,39%	-9,95%
Gobiernos USA 3-5 años	379	-0,54%	-1,93%	2,26%	4,46%	-7,99%

Crédito

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Diferencial Investment Grade Europa	58	1	-2	-1	-32	43
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	253	-0,36%	0,76%	4,95%	7,77%	-11,09%
Diferencial High Yield Europa	313	12	-3	3	-164	231
Crédito High Yield Europa 3-5 años	724	0,69%	1,79%	7,93%	13,44%	-11,08%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	302	-0,56%	-1,24%	4,53%	7,05%	-7,82%
Crédito High Yield USA 3-5 años	506	-0,37%	0,55%	8,29%	12,37%	-6,95%
Subordinados financieros	309	-0,27%	1,18%	6,79%	9,60%	-12,52%
AT1	186	1,40%	3,37%	14,09%	12,99%	-13,62%
Gobiernos Emergentes Local Currency	149	-0,23%	-3,43%	1,68%	6,91%	-8,44%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Oro	2.624,50	-0,55%	-1,29%	27,22%	13,10%	-0,28%
Brent	74,64	3,91%	1,00%	-3,12%	-10,32%	10,45%
Metales Preciosos	266,28	-1,77%	-3,87%	19,00%	4,11%	-1,90%
Metales Industriales	140,32	-2,85%	-10,99%	-1,63%	-13,72%	-4,37%

DIVISAS

	Precio	Diciembre	3Meses	YTD	2023	2022
Euro / Dólar	1,0354	-1,37%	-6,26%	-6,21%	3,12%	-5,85%
Euro / Libra	0,8275	-0,26%	-0,60%	-4,55%	-2,08%	5,23%
Euro / Yen	162,7800	3,65%	0,63%	4,53%	10,90%	7,27%

Perspectivas económicas

Clave 1: Crecimiento – Un ciclo que se extiende

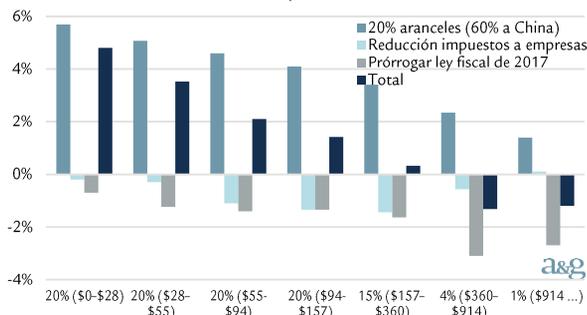
Las medidas de Trump darán un nuevo impulso al crecimiento en Estados Unidos...

El año 2024 se ha caracterizado en gran medida por un **crecimiento por encima de lo esperado impulsado por el consumo** que ha mantenido la fortaleza pese una cierta desaceleración del empleo y al impulso de la Inteligencia Artificial que parece estar detrás de los recientes incrementos en la productividad. Además, **las medidas anunciadas por Trump** deberían impulsar la inversión y el empleo en la industria y dar un nuevo **empujón al crecimiento**. No obstante, pendientes del grado de implementación y de la rapidez con que se apliquen, los riesgos de volatilidad para 2025 serán mayores que en 2024.

Respecto al posible impacto de las diferentes medidas en el consumidor. Si bien algunas de las propuestas de Trump reducen drásticamente los impuestos, en particular, su propuesta de prorrogar las disposiciones fiscales temporales de 2017, el incremento de los aranceles propuestos, que se trasladarían en gran medida a los consumidores en forma de aumento de precios, compensarían con creces esos recortes de impuestos para todos los grupos de ingresos fuera del 5% del de mayor renta. No obstante, creemos el consumo puede seguir mostrando una cierta fortaleza. Por un lado, los consumidores están en una situación sólida. El aumento del precio de la vivienda y del mercado de valores ha elevado el patrimonio neto de los hogares hasta alcanzar niveles récord y superando la tasa de crecimiento de la deuda de los hogares. Además, desde finales de 2007 la ratio del servicio de la deuda de los consumidores y de la deuda hipotecaria se han reducido con fuerza y se sitúan ligeramente por debajo de las medias anteriores a la crisis. También, la mejora de las condiciones de crédito y las expectativas de nuevos recortes de tipos deberían darle un impulso adicional.

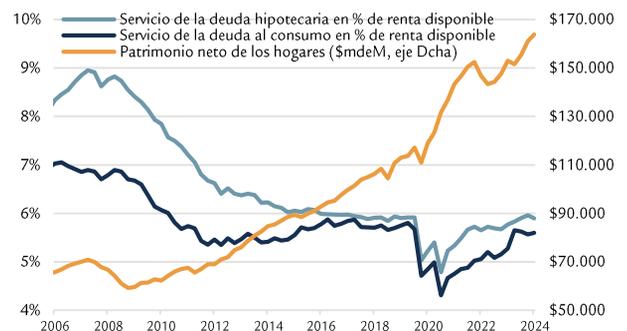
EEUU: Var. impuestos como % de ingresos (en 2026)

Fuente: Elaboración propia, con datos del Institut of Taxation and Economic Policy



EEUU: Deuda de hogares en % de renta disponible

Fuente: Elaboración propia



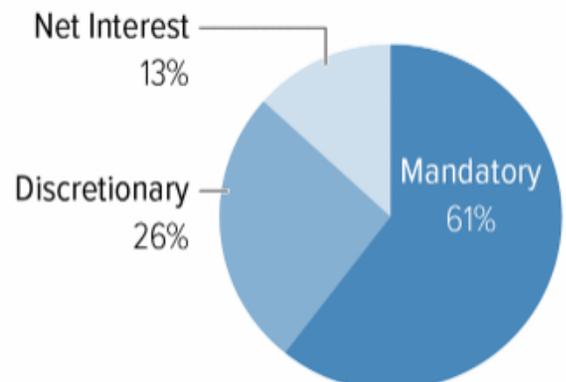
... acompañadas de un cierto control del gasto

Si bien las medidas propuestas suponen en principio un incremento del déficit y de la deuda, las nominaciones de Trump apuntan a un enfoque pragmático que tiene en cuenta la sostenibilidad fiscal.

Destaca la **creación de un nuevo departamento de Eficiencia Gubernamental "DOGE" dirigidos por Elon Musk y Vivek Ramaswamy** que se han propuesto recortar gastos por importe de \$0,5b anuales. Este objetivo será difícil de alcanzar ya que el gasto público discrecional ascendió a \$1,7b en 2023, del cual el 47% corresponde a gastos en defensa. A esta designación se suma la de Scott Bessent, fundador del Hedge Fund Key Square Group, como secretario del Tesoro con su plan "3-3-3", de reducir el déficit presupuestario federal al 3% del PIB para 2028, aumentar el crecimiento del PIB al 3%, e impulsar la producción energética estadounidense en 3M de barriles de petróleo al día.

EEUU: Detalle del Gasto público en 2024

Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso



La incertidumbre en la zona Euro podría lastrar la incipiente recuperación económica

En Europa, tras un crecimiento en 2024 más débil de lo esperado, **las previsiones del BCE para 2025 se han revisado a la baja lastradas por la elevada incertidumbre**. La inminencia de las elecciones en Alemania, la inestabilidad política en Francia, la situación geopolítica con amenazas para el comercio internacional y una larga lista de incógnitas políticas en Estados Unidos hacen prever que la recuperación de Europa se retrase más de lo esperado.

El principal riesgo es que Trump cumpla sus promesas de campaña de aumentar los aranceles. El impacto directo de elevarlos al 60% para China y al 20% para el resto del mundo sería de hasta 1% de reducción del PIB de la zona Euro. No obstante, **lo más probable es que los aranceles aumenten solo para determinados productos y los efectos sean más limitados**. En cualquier caso, Alemania sería uno de los países más afectados debido al importante déficit de bienes con EEUU. Si lo medimos en porcentaje, el superávit por cuenta corriente de Alemania se sitúa en torno al 7% de su PIB y el que tiene con EEUU es uno de los más elevados.

Por otro lado, **la presión por parte de Trump para que la OTAN incremente su gasto en defensa hasta el 3% del PIB coincide con unos elevados niveles de deuda y con numerosos retos** tales como la transición ecológica y digital y la seguridad económica que requieren financiación. Si bien el nuevo marco de gobernanza económica que entró en vigor a finales de abril de este año es más flexible, los incrementos del gasto siguen estando limitados. Así, por ejemplo, el objetivo del 3% de déficit se mantiene pero se introduce la posibilidad de ampliar las trayectorias de ajuste fiscal de cuatro a siete años, con el fin de tener margen para realizar inversiones y reformas que fomenten el crecimiento. Las previsiones para el periodo de entre 2025 y 2028 apuntan a **una perspectiva de austeridad con fuertes ajustes presupuestarios** que en el caso de Finlandia, Italia y Francia podrían ser superiores a los de la crisis del Euro.

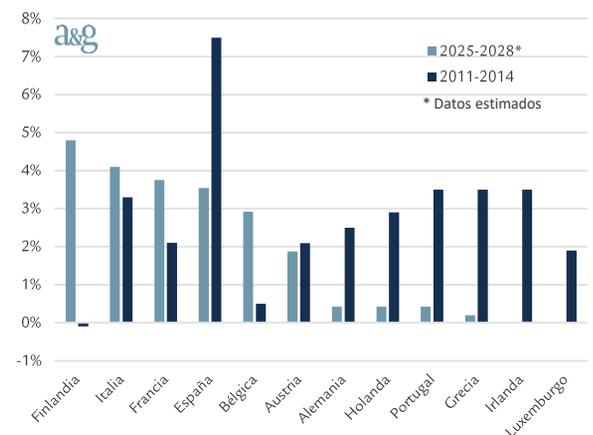
Alemania: Balance cuenta corriente en % del PIB

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Ajuste fiscal 2025-2028* y 2011-2014 en % PIB

Fuente: ECB

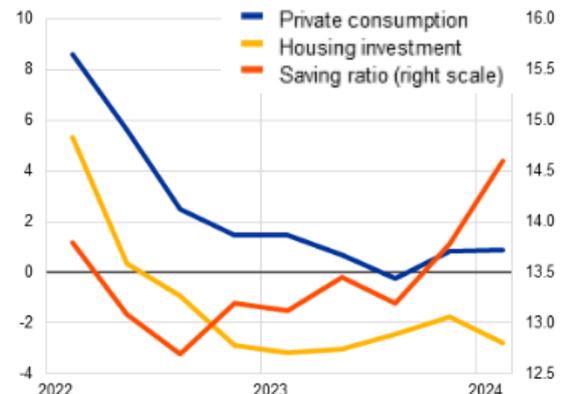


Aunque por otro lado, la reducción de los riesgos podría dar paso a un nuevo impulso

A la lentitud con la que el consumo se está recuperando en la zona Euro se suma la debilidad de la inversión inmobiliaria y empresarial que está aproximadamente un 10% por debajo de donde habría estado si hubiera seguido la tendencia anterior a la pandemia, cuando ya estaba en niveles deprimidos. Esta situación se explica en parte por la reciente crisis energética y la incertidumbre que genera el conflicto en Ucrania. No obstante, esto ha ido acompañado de un fuerte incremento de los niveles de ahorro que se sitúan en niveles muy elevados. Uno de los retos actuales es conseguir canalizar parte de esos ahorros hacia el consumo y la inversión. En este sentido, **la llegada de Trump podría contribuir a poner fin al conflicto en Ucrania** y dar un nuevo impulso a la confianza.

Zona Euro: Consumo privado, inversión y ahorro

Fuente: BCE



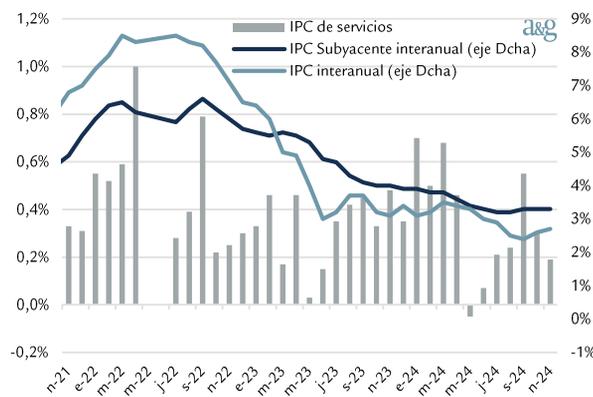
Clave 2: Inflación – Todavía en niveles por encima de los objetivos

En EEUU las perspectivas son ligeramente al alza...

En 2024, y a falta del dato de diciembre, **el ritmo de caída de la inflación se ha desacelerado** sobre todo si lo comparamos con el rápido descenso en 2023. Si bien el último tramo se esperaba que fuera menos rápido, la recta final hacia el objetivo del 2% está siendo más lenta de lo esperado. Ello se debe en parte a los efectos base de la energía que ha dejado de contribuir negativamente y a la resistencia a la baja de la inflación de servicios que se mantiene elevada. La inflación subyacente se mantiene estancada con tasa interanual en el 3,3% desde septiembre, si bien, destaca la reciente desaceleración de los precios de los servicios impulsada por el menor avance del componente de vivienda. No obstante, más relevante ha sido la revisión al alza en diciembre de las perspectivas de inflación de la Fed para los próximos años. La revisión ha sido especialmente fuerte para el año 2025 y parece confirmar que el objetivo está ahora más lejos de alcanzarse, ya que la incrementa hasta el 2,5% y pospone un año el objetivo del 2,1%.

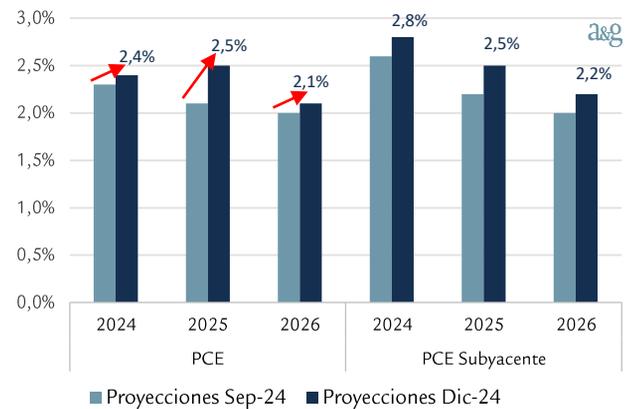
EEUU: IPC subyacente y de servicios

Fuente: Elaboración propia



EEUU: Previsiones de inflación de la Fed

Fuente: Elaboración propia

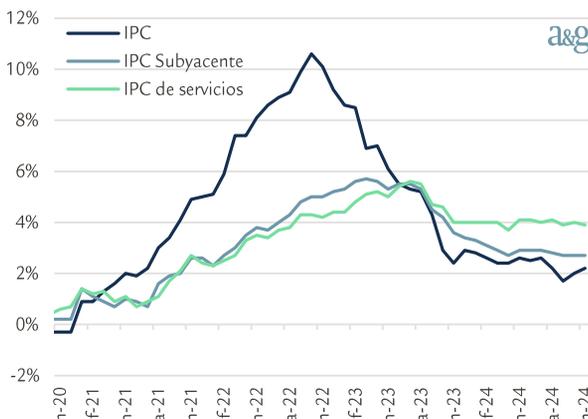


...mientras que en la zona Euro las presiones de precios siguen cediendo terreno

En la zona Euro observamos un comportamiento similar al de EEUU con un menor ritmo de desaceleración de la inflación en 2024 y una subyacente que se mantiene estancada en niveles del 2,7% interanual debido a la resistencia a la baja de los precios de los servicios. No obstante, **los niveles son menores y la inflación general se sitúa en niveles del 2,2% ya muy cerca del objetivo del BCE**. Además, el BCE revisó a la baja en diciembre sus proyecciones de inflación ante la expectativa de menores incrementos en los salarios que se han actualizado con retraso y han sorprendido al alza en 2024. Si bien estas proyecciones no recogen los efectos de posibles aumentos en los aranceles, el impacto es incierto y podría compensarse por un menor crecimiento.

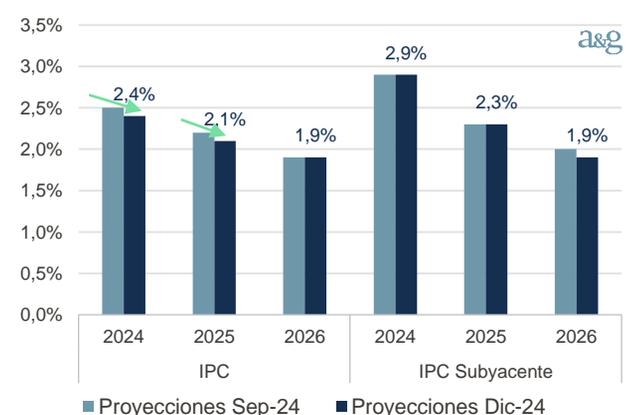
Zona Euro: IPC interanual

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Previsiones de inflación del BCE

Fuente: BCE



Clave 3: Tipos de interés – La divergencia entre EEUU y Europa se traduce en diferentes ritmos de recortes de tipos

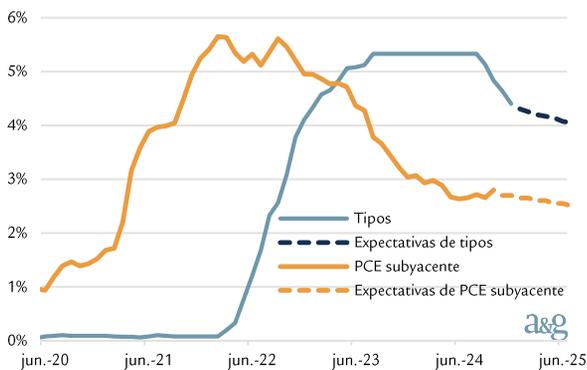
La Fed pone el foco en la inflación y el BCE en el crecimiento

La Fed recortó los tipos en diciembre por tercera vez en el año acumulando un total de 100 pb en 2024. Si bien estuvo en línea con lo que esperaba el mercado, el mensaje fue muy diferente. Mientras en la reunión de noviembre mantuvo un tono suave señalando que los riesgos para la inflación y el empleo estaban equilibrados y evitando comentarios respecto al posible impacto del resultado de las elecciones en el crecimiento e inflación, en la reunión de diciembre **endureció el tono señalando los riesgos de un posible estancamiento de la inflación y sugiriendo una pausa en futuros recortes de tipos**. Powell destacó que los tipos están significativamente más cerca del tipo neutral, lo que parece indicar que el tipo de los fondos federales podría mantenerse en territorio restrictivo, en torno al 1,5% por encima de la inflación subyacente.

El BCE también redujo los tipos 25 pb en su última reunión del año, tal y como esperaba el mercado, pero rebajó las proyecciones de crecimiento e inflación. Respecto a futuras decisiones, dejó claro que la dirección es a la baja. Aunque reiteró que mantendrán el enfoque dependiente de los datos puso el foco en los riesgos a la baja para el crecimiento al tiempo que insistió en que se espera que la inflación alcance el nivel objetivo en 2025. Lagarde reconoció que la inflación subyacente y en concreto los precios de los servicios se mantienen en niveles elevados pero insistió en que todos los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración de los salarios.

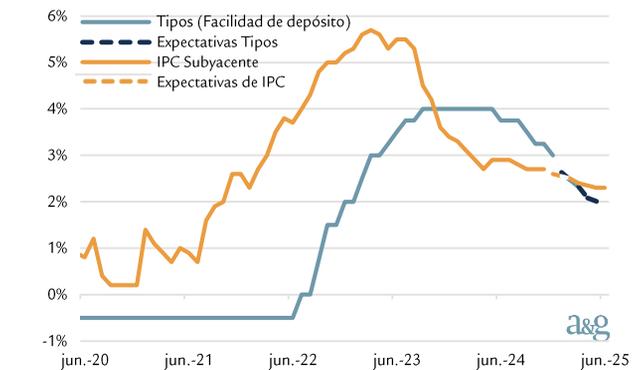
EEUU: Tipos & PCE sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: Elaboración propia



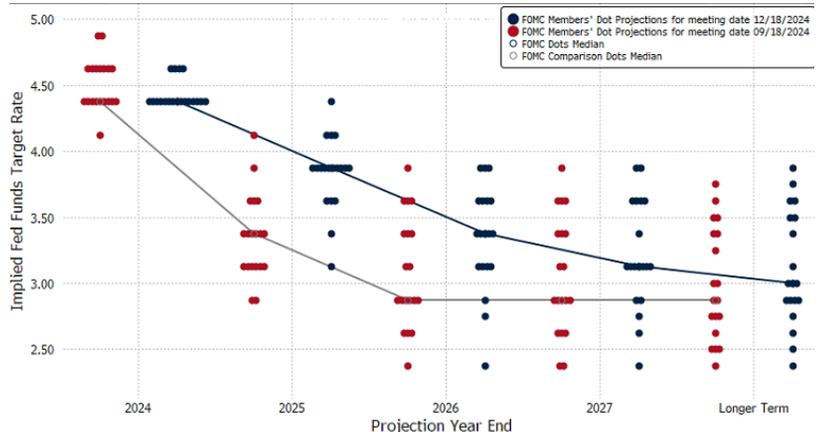
La Fed reduce sus previsiones de bajadas de tipos en su última reunión

En la reunión de diciembre los miembros de la Fed redujeron sus previsiones de recortes de tipos para 2025.

La mediana de **las proyecciones para finales de 2025 aumentó 50 puntos básicos** con respecto a hace tres meses, hasta el 3,875%, con lo que prevé solo sólo 2 recortes de 25 pb, frente a los 4 recortes de 25 pb, que habían previsto en septiembre. Además, **las proyecciones de tipos a más largo plazo más allá de 2027 también aumentaron una décima hasta el 3,0%**. Todo ello es un reflejo de las recientes revisiones al alza del crecimiento y de resistencia de la inflación.

Fed: diagrama de puntos (dotplot)

Fuente: Bloomberg



Renta Variable

Año espectacular para los bolsas en general y para las grandes compañías norteamericanas en particular. De nuevo el S&P500 (+24%) y el Nasdaq (+30%) han estado a la cabeza de las rentabilidades gracias a la fortaleza de las compañías norteamericanas en el crecimiento de sus beneficios, un escenario macroeconómico fuerte y la victoria de Trump que empujó al mercado en los dos últimos meses de mercado gracias a sus políticas de desregulación y pro mercado. Mientras, el Stoxx600 (+5%) y Asia (+7,5%), cierran el año también en positivo pero muy por debajo del mercado norteamericano, lastrados por problemas geopolíticos y macroeconómicos.

2024, el año de la Inteligencia Artificial y las grandes compañías en EEUU

La composición del S&P 500 refleja el peso creciente de las empresas vinculadas a la Inteligencia Artificial. Mientras que cada una de las denominadas “siete magníficas” está orientada a una temática distinta de la IA, a día de hoy representan aproximadamente el 35% de la capitalización bursátil del S&P 500, generando el 70% de la rentabilidad del índice desde principios de 2023.

Unos **fundamentales mucho más sólidos**, comparados con la burbuja tecnológica de 2000 **sugieren cierta estabilidad**, aunque **no estarán exentas de volatilidad** ante posibles decepciones en el crecimiento futuro. Por ejemplo, Nvidia, con una subida del 145% en expectativas de beneficios, explica gran parte de su rentabilidad del 200%, frente a Cisco en 2000, cuya cotización se multiplicó por 8 mientras sus resultados solo lo hicieron por 2. A diferencia de lo que sucedió durante la burbuja de las puntocom, cuando las expectativas superaban la realidad, hoy la realidad va más ligada con las expectativas.

Rentabilidad S&P500 vs 7 magníficas

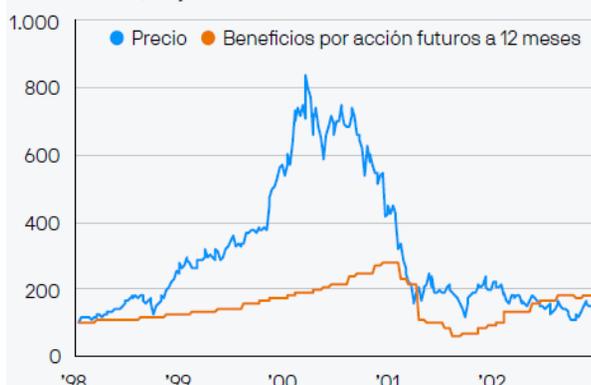
Fuente: Elaboración propia



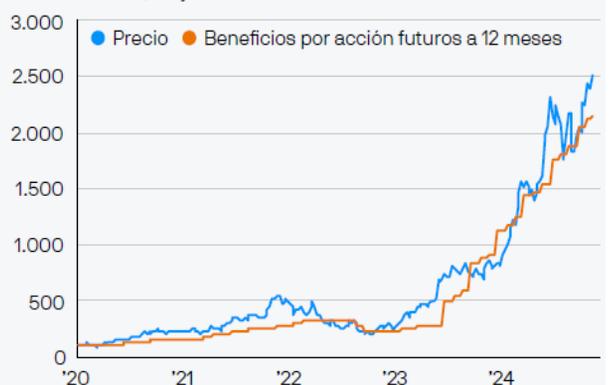
Cotización y expectativas de beneficios de Cisco (izq) y Nvidia (der)

Fuente: J.P. Morgan Asset Management

Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 1998



Nivel del índice, reajustado a 100 en enero de 2020



Hasta el día de hoy **las grandes beneficiadas por la Inteligencia Artificial sólo han sido** las compañías más ligadas a **hardware, servicios de nube, centros de datos y desarrolladores de IA**, mientras que a medida de que se vaya integrando en el resto de compañías, la productividad que aporta la IA puede impulsar el crecimiento de los beneficios del resto. Pero, ¿cuál es la cadena de valor de la IA?

Cadena de valor de la Inteligencia Artificial

Fuente: J.P. Morgan Asset Management

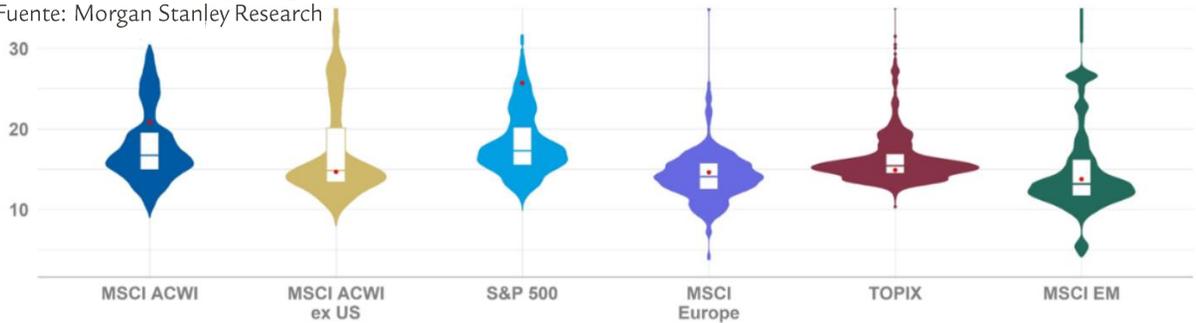


Estados Unidos: vértigo en valoraciones, crecimientos espectaculares

Estados Unidos sigue siendo nuestra principal apuesta en renta variable a nivel geográfico. El **S&P 500** sigue cotizando a unas **valoraciones que dan cierto vértigo**, pero es **la única bolsa que crece a niveles del +14%** en

PER 12 meses fwd y rango histórico

Fuente: Morgan Stanley Research

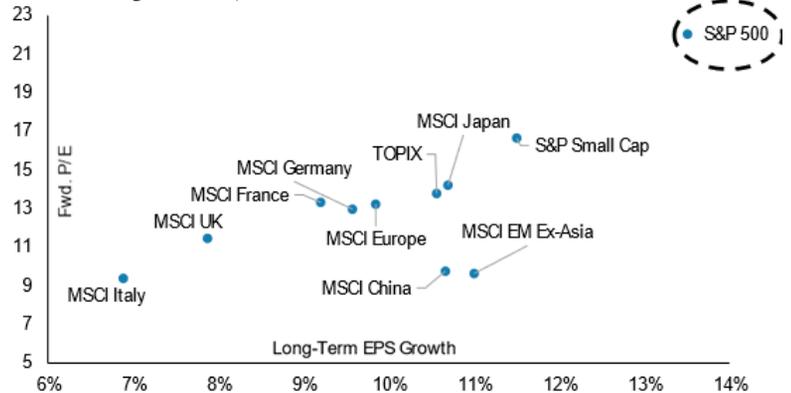


beneficios, y la **calidad, estabilidad y crecimiento de este tipo de compañías, hay que pagarlos.**

Las valoraciones pueden seguir siendo elevadas durante largos periodos de tiempo cuando el crecimiento de los beneficios es superior a la media y el ciclo de tipos de interés es a la baja. Si además añadimos el impulso que dará la victoria de Donald Trump al crecimiento de los beneficios gracias a las bajadas de impuestos y el proceso de desregulación, nos encontramos con un escenario muy favorable a las compañías norteamericanas.

PER 12 meses fwd vs Crecimiento beneficios de largo plazo

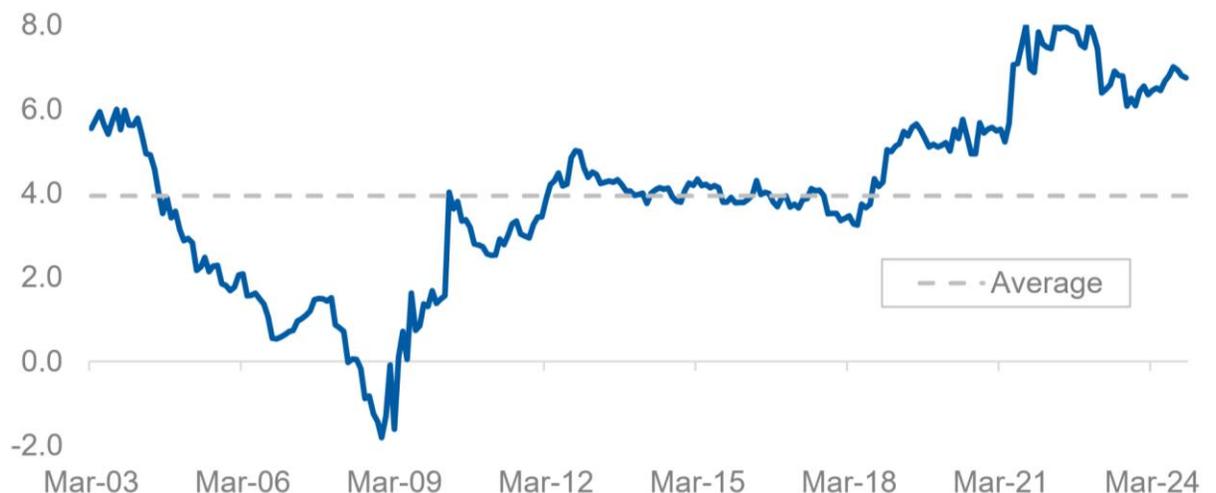
Fuente: Morgan Stanley Research



Los **fundamentales macroeconómicos y corporativos seguirán dando ventaja a EE. UU.** frente al resto del mundo, ya que lidera las estimaciones de crecimiento real del PIB en economías desarrolladas para 2025, y el diferencial de ROE (retorno sobre el capital) entre acciones estadounidenses y el resto está en el percentil 90 histórico. Con los datos actuales, **las compañías estadounidenses deberían tener un mejor comportamiento, mientras Europa y China enfrentan un crecimiento más reducido** con menores exportaciones y un riesgo geopolítico que continúa al alza.

Retorno sobre el capital (ROE) compañías EE. UU. vs Resto del Mundo

Fuente: Goldman Sachs Research



Desregulación y valoraciones atractivas favorecen a las S&M Caps en EEUU

La **victoria de Donald Trump** en las elecciones presidenciales de EE. UU. han **impulsado las perspectivas para las empresas de pequeña y mediana capitalización**, gracias a un marco de políticas promercado, con bajada de impuestos corporativos y una mayor desregulación. Estas iniciativas no solo mejorarán los márgenes de las empresas, sino que también generan un entorno más favorable para la inversión y la expansión empresarial.

Las **pequeñas y medianas compañías estadounidenses (S&P 600) cotizan a valoraciones atractivas**, 18 veces beneficios, con respecto al S&P500 que ya alcanza niveles de PER a 12 meses de 24 veces beneficios.

PER 12 meses S&P 600 vs MSCI US

Fuente: JP Morgan Research



Desde el punto de vista de los **resultados empresariales**, se espera que unos **fuerte crecimientos de beneficios esperados 12% en 2024 y más del 30% anual en 2025 y 2026**, superando el promedio de largo plazo del 13%. Aunque estas estimaciones son optimistas, creemos que las políticas promercado del nuevo gobierno las hacen razonables.

Políticas como el CHIPS Act y el Infrastructure Investment and Jobs Act, respaldadas por un gobierno favorable al crecimiento empresarial, están catalizando esta transición hacia la relocalización. El auge en el gasto tecnológico, particularmente en infraestructura para centros de datos vinculados a la inteligencia artificial,

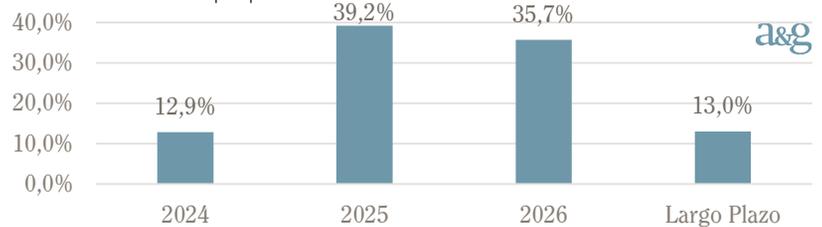
también está impulsando ingresos en empresas menos conocidas dentro de sectores como hardware, software, materiales e incluso servicios públicos. Este gasto, fomentado por un entorno político que apoya la innovación y la competitividad tecnológica, representa otro catalizador clave.

Además, la **actividad de M&A podría acelerarse en este entorno de mayor visibilidad económica y política**, ya que las empresas estratégicas aprovechan las oportunidades creadas por la desregulación y los incentivos fiscales para innovar o ganar participación de mercado.

En conclusión, las pequeñas y medianas compañías estadounidenses están bien posicionadas para beneficiarse de un marco político favorable, la normalización de valoraciones, el crecimiento de beneficios y tendencias estructurales como la relocalización y la reactivación de M&A, configurando un escenario que las favorece a medio plazo.

Crecimiento en beneficios S&P 600 (consenso de mercado)

Fuente: Elaboración propia



Incertidumbre al alza en Europa y Emergentes

Una **combinación de revisiones a la baja persistentes del crecimiento y los beneficios de las compañías**, el auge de la **incertidumbre política** en Francia y Alemania y las **decepciones en el crecimiento de China han sido un lastre para Europa**, y no parece que esto cambie rápidamente. La tendencia de revisiones negativas de beneficios por parte de las compañías europeas se espera que se extienda durante el próximo año, impulsada en parte por la continua debilidad en los índices PMI, cuyo último dato continúa en territorio de contracción, en 48.

La tendencia de revisiones negativas de beneficios por parte de las compañías europeas se espera que se extienda durante el próximo año, impulsada en parte por la continua debilidad en los índices PMI, cuyo último dato continúa en territorio de contracción, en 48.

Crecimiento en beneficios S&P 600 (consenso de mercado)

Fuente: Elaboración propia



Además, los problemas políticos en Francia y Alemania, el exceso de regulación que hunde el avance de sectores como el agrícola o el de la automoción, y una gran dependencia energética y exportadora, son factores que están debilitando el crecimiento potencial de nuestro continente. No obstante, las valoraciones de buena parte de las acciones europeas ofrecen grandes descuentos en comparación con muchas acciones estadounidenses y existen **oportunidades en sectores como las Utilities, Salud o Real Estate cotizado**, más sensibles a un ciclo de bajadas de tipos que en Europa no parece que vaya a ralentizarse como en Estados Unidos.

En cuanto a los **países emergentes**, con China a la cabeza, **siguen cotizando con descuentos** relevantes en valoraciones, pero **aún se enfrentan a riesgos geopolíticos**, un **escenario incierto en cuanto a los aranceles** y **problemas de largo plazo con el sector inmobiliario**. Si bien puede haber valor a largo plazo en las acciones chinas, **no existe un catalizador claro para materializarlo a corto plazo**.

Renta Fija

El año 2024, aunque las bajadas de tipos de interés no han sido tan agresivas como inicialmente esperaba el mercado, ha resultado muy positivo para la renta fija en todos sus segmentos. El “carry” ha sido clave para amortiguar los movimientos en tipos de interés. En el ámbito del crédito, los diferenciales, pese a que siguen cotizando una complacencia excesiva, siguen respaldados por unos sólidos factores técnicos, lo que ha permitido que se mantengan estables a pesar de que las valoraciones puedan parecer, a priori, algo exigentes.

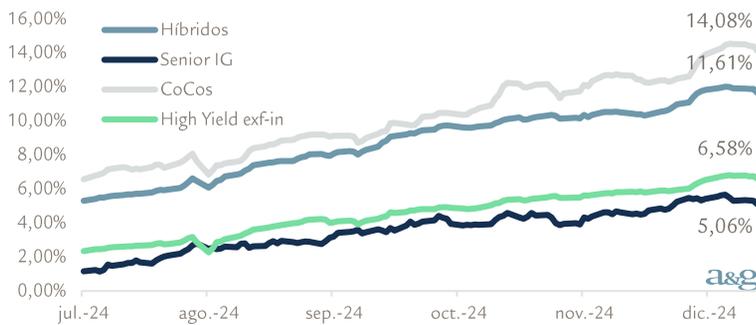
De cara a 2025, nos encontramos en dos ciclos totalmente diferentes, con el BCE en pleno ciclo de bajadas de tipos y una Fed que aguantará con unos tipos más altos por más tiempo. En este escenario, pasamos a infra ponderar la liquidez a favor de la renta fija, dado que consideramos que seguirá siendo una de las grandes beneficiadas, al contrario de la liquidez, que será remunerada a un tipo de interés cada vez más bajo a medida que se efectúen las bajadas.

2024, un año espectacular para el crédito subordinado

Los **CoCos e híbridos corporativos han liderado las subidas** con rentabilidades del orden del +14%, y +11% respectivamente, muy por encima de la deuda High Yield, que ha quedado por detrás en comportamiento. Este buen comportamiento de la deuda subordinada también se ha transmitido a la deuda senior, que ha ido estrechando su diferencial frente a la deuda corporativa hasta neutralizarse, dejando de pagar esa prima que veníamos observando desde febrero de 2022, y donde cada vez deberemos ser más selectivos.

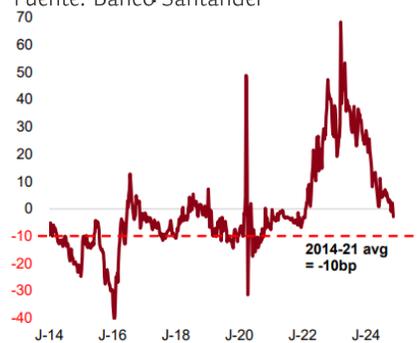
Evolución YTD por tipología de deuda en Europa

Fuente: Elaboración propia



Evolución spread Senior Fin vs NonFin

Fuente: Banco Santander

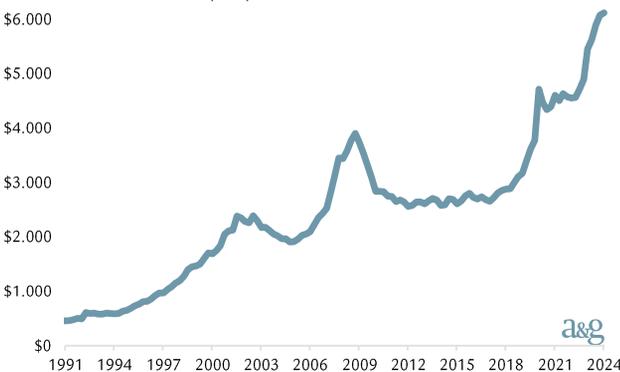


Un tono positivo que esperamos que se mantenga en el corto plazo...

En el corto plazo, **esperamos que el crédito siga viviendo un momento dulce** con unos diferenciales al contado que deberían permanezcan estables. No podemos olvidar, que **pese a unas valoraciones muy ajustadas**, un escenario de datos macroeconómicos que no muestra debilidad, acompañados de bajadas de tipos por parte de los bancos centrales, son el escenario perfecto para el crédito. Además, los **factores técnicos continúan siendo positivos**, impulsados por una fuerte demanda de rentabilidades totales, evidenciada en la sobredemanda del mercado primario, entradas constantes en fondos de crédito y el potencial de rotación desde fondos monetarios, que aún siguen en máximos, hacia renta fija.

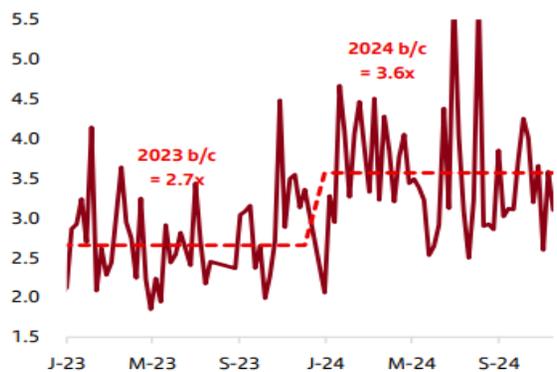
Evolución volumen en fondos monetarios

Fuente: Elaboración propia



Evolución niveles sobredemanda o “bid-to-cover”

Fuente: Banco Santander

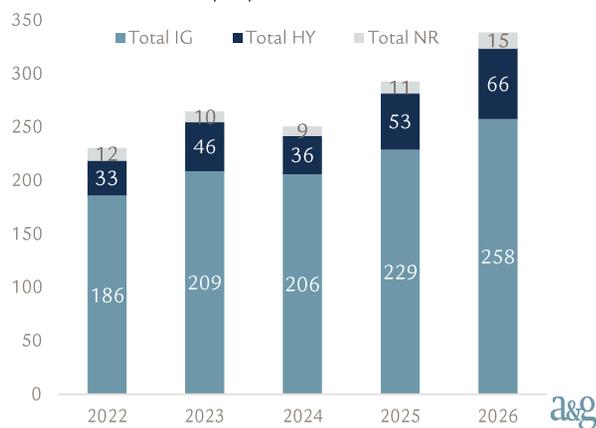


... pero con menor visibilidad para el medio plazo

No obstante, para el **segundo semestre prevemos un entorno para el crédito, marcado por una menor visibilidad**. Factores como las medidas de Trump, cuya implementación sigue siendo incierta, y la posibilidad de que la Fed adopte una postura más restrictiva, podrían aumentar la volatilidad en diferenciales y tipos de interés. A esto se suma el elevado volumen de vencimientos de emisiones post-Covid, concentrados hacia finales de 2025 y 2026, lo que incrementará la oferta de deuda en el mercado. Si este aumento coincide con unas menores expectativas de bajadas de tipos por parte del mercado, la demanda y flujos de entrada en renta fija podrían enfriarse, llevando a los emisores a tener que pagar primas más amplias de colocación en mercado primario y, en consecuencia, pudiendo ensanchar los diferenciales de crédito al contado. No obstante, **no esperamos ampliaciones de gran cuantía, que de producirse, aprovecharíamos para tomar posiciones**.

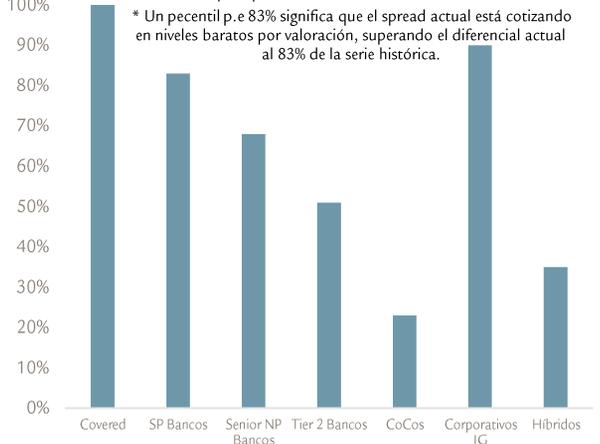
Vencimientos por tipo de deuda (MM€)

Fuente: Elaboración propia



Percentiles (%) por tipología de deuda

Fuente: Elaboración propia



Adiós a las Letras del Tesoro y Monetarios, en 2025 el valor estará en el tramo medio de la curva

En cualquier caso e independientemente de cuantas bajadas se hagan finalmente efectivas en el año 2025, lo que tenemos claro y es más relevante, es la dirección, y esta sigue siendo de bajadas de tipos de interés. Por tanto, **mientras continúen las bajadas por parte de los bancos centrales, es momento de abandonar la liquidez y tomar duración progresivamente**, aprovechando los repuntes en rentabilidades del camino. Los tramos cortos, como las letras del tesoro, cuentan con un elevado riesgo de reinversión en un entorno de bajadas de tipos de interés, ya que, al vencer, las nuevas inversiones se realizan progresivamente a tipos más bajos. Además, **quedarse en liquidez o corto plazo, implica un coste de oportunidad por no capturar las ganancias de precio derivadas de las bajadas de tipos**. Por el contrario, los tramos medios ofrecen un equilibrio óptimo de protección ante posibles repuntes por el “carry” y por el otro lado, potencial de revalorización ante las bajadas y cobertura del riesgo de reinversión.



Divisas

Dólar, economía fuerte, divisa fuerte

El euro/dólar registró fuertes movimientos durante 2024 alcanzando máximos en 1,12€/€ durante el mes de agosto para tocar mínimos ya en diciembre, en niveles del 1,03€/€. El gran comportamiento del dólar en este último trimestre viene gracias a la fortaleza de la economía estadounidense, con unas previsiones de crecimiento al alza y unos tipos de interés que bajaran menos de lo esperado en un primer momento por el mercado y que aumenta las divergencias con las bajadas de tipos en Europa.

En este entorno de diferenciales de crecimiento y tipos a favor de Estados Unidos, nos posicionamos a favor del dólar y aprovecharíamos posibles caídas del dólar para incrementar exposición. Las medidas anunciadas por Trump suponen un impulso al crecimiento de EEUU y podrían conllevar el riesgo de un nuevo repunte de la inflación y menores recortes de tipos, siendo la zona Euro una de las más afectadas por esas medidas.

Cotización Euro / Dólar

Fuente: MarketScreener



Materias Primas

La fortaleza del dólar podría frenar el rally del oro

Mantenemos nuestra postura alcista en el oro como cobertura ante las tensiones geopolíticas y temores de renovadas presiones inflacionistas en Estados Unidos por los aranceles propuestos a todas las importaciones. Sin embargo, encontrándonos en un escenario de tipos más largos por más tiempo en Estados Unidos y con un dólar más fuerte vemos una potencial ralentización en el rally que hemos tenido durante 2024.

Cotización oro (eje izq \$/onza) vs dólar (eje der)

Fuente: Elaboración propia



Posicionamiento

Nuestro escenario base se centra en que con el nuevo mandato de Trump podemos asistir a una prolongación del ciclo económico gracias a un nuevo impulso al crecimiento estadounidense, manteniéndose la inflación y los tipos de interés a la baja en un primer momento, aunque posteriormente podríamos ver cierto repunte de ambos. En la zona Euro, la debilidad económica actual, unida a unas previsiones de menor crecimiento e inflación, deberían traducirse en bajadas de tipos más pronunciadas.

Centrándonos en las diferentes clases de activos de las carteras, creemos que sigue el viento de cola para los activos de riesgo. Mantenemos la neutralidad en la renta variable y pasamos a sobreponderar la renta fija respecto la liquidez. Como ya sabéis, para nosotros estar neutrales en renta variable es tener una exposición relativamente alta ya que se trata del 90% del máximo de nuestro perfil de inversión. Continuamos con nuestras estrategias relativas, con mayor convicción, si cabe, tras la victoria de Trump, como Estados Unidos sobre Europa o pequeñas y medianas compañías sobre grandes, mientras que hemos neutralizado la preferencia de crecimiento sobre valor.

En renta fija, aunque hemos ido reduciendo agresividad tanto en duración como en renta fija corporativa, mantenemos cierta sobreponderación, con preferencia por el tramo medio de la curva. La deuda privada, a pesar de no estar 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 los bonos subordinados de compañías sólidas, con buena calidad de balance, generación de caja predecible y cuyo emisor disfrute de una buena calificación crediticia.

En renta variable, seguimos creyendo que estamos en un entorno adecuado para el mercado de acciones. Geográficamente, a pesar de la diferencia de rentabilidades y de valoraciones de los últimos años seguimos prefiriendo Estados Unidos frente a Europa, alimentada por su fuerte crecimiento en beneficios. Dentro del mercado americano, vemos oportunidades en tecnología, consumo estable, compañías que puedan verse beneficiadas por cierta relajación regulatoria, como puede ser el sector financiero y las pequeñas y medianas compañías, que además se beneficiarían de unos tipos a la baja y, a priori, son más inmunes a los cambios arancelarios además de cotizar a unas valoraciones más atractivas. En la zona Euro, pese a tener menor exposición y convicción, vemos valor en sectores que se beneficiarán de los recortes de tipos como el inmobiliario y las Utilities u otros defensivos como salud o defensa. En los mercados emergentes creemos que los riesgos son muy elevados y vemos menos oportunidades.

Asset Allocation



- Vemos valor tanto en la Renta Fija como en la Renta Variable. La Renta Variable se beneficia de un entorno de riesgo favorable a pesar de unas valoraciones que dan cierto vértigo, mientras que la renta fija del efecto del carry y de las bajadas en los tipos oficiales.

Posicionamiento Geográfico



- Positivos en Estados Unidos respecto a Europa
- Negativos en emergentes

Estilos de Inversión



- Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto grandes
- Neutrales en cíclicas respecto a defensivas y growth con respecto a value

Renta Variable

Positivos en Estados Unidos respecto a Europa

A nivel macroeconómico, la inercia existente y la política económica de Trump generará un **mayor crecimiento económico en Estados Unidos que en Europa**. Aterrizándolo a nivel microeconómico, una regulación más flexible y una política fiscal expansiva centrada en las sociedades incrementará el beneficio por acción de las compañías. En **Europa**, a los problemas estructurales que padece, debemos añadir unas **políticas arancelarias americanas que tendrán un impacto directo y a través de terceros**, lo que afectará directamente a su ya **escaso crecimiento**. Estados Unidos y Europa **se diferenciarán cada vez más en crecimiento, regulación y política fiscal**, siendo difícil encontrar un catalizador que pueda revertir la situación. La parte positiva para Europa serían sus menores valoraciones, una política monetaria más laxa y unos índices que se verían menos afectados por las subidas de tipos americanas por su carácter más ligado a valor que a crecimiento.

Negativos en Emergentes

La irrupción de Trump generará, muy a su pesar, dólar fuerte y tipos de interés a largo plazo relativamente elevados. Si a ello añadimos una política arancelaria que busca la mejora de la competitividad respecto otros países, creemos que el escenario no es especialmente halagüeño para las economías emergentes que ligen su superávit comercial al precio de sus productos. Creemos que Asia puede seguir contribuyendo al crecimiento a largo plazo, pero en el corto plazo las medidas anunciadas suponen un freno al crecimiento y un foco de volatilidad. **Estimamos que inversores más conservadores pueden ligar su posición a Japón como alternativa a las economías emergentes asiáticas.**

Neutrales en crecimiento respecto valor

Aunque las expectativas económicas americanas invitan a mantener **preferencia por aquellas compañías ligadas a crecimiento con un sesgo a calidad, también vemos oportunidades en compañías de valor** que se han quedado rezagadas en los últimos meses y que se pueden beneficiar de las nuevas medidas. Unos tipos de interés mayores a largo plazo en Estados Unidos tampoco ayudan a las compañías de alto crecimiento.

Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto grandes

El efecto Trump permite que mantengamos, con mayor convicción si cabe, nuestra posición en pequeñas y medianas compañías respecto las grandes. A sus valoraciones atractivas hay que añadir que serán especialmente beneficiadas por el **ciclo de bajada de tipos, al tener una estructura de deuda más ligada a tipos variables que fijos, menor regulación, cierta flexibilidad para la concentración empresarial y un incremento en los aranceles**. El riesgo estaría en que los tipos a largo no suban en exceso o que la FED no cumpla con las expectativas.

Neutrales en sectores defensivos respecto cíclicos

Gran parte de las medidas que propone Donald Trump ponen en valor el ciclo, apoyándose en el crecimiento económico. El único elemento que nos frena a ser más agresivos en el cambio es la posible subida de los tipos a largo plazo.

Renta Fija

Positivos en duración

Los tipos de intervención han iniciado el ciclo de bajadas, siendo diferente la intensidad en Estados Unidos que en Europa. La dirección es de bajadas y esto es lo que tiene que importar. Los últimos repuntes en rentabilidades nos dan un buen punto de entrada para tomar duración en Europa en el tramo de 4-5 años de la curva. En Estados Unidos, pese al respiro tras el nombramiento del nuevo secretario del tesoro Scott Bessent, esperamos cierta lateralidad y mayor volatilidad en los tramos largos, por lo que permanecemos más cautos hasta que se despejen algunas dudas sobre la implementación real de las medidas que están sobre la mesa. Creemos que las curvas aún tienen margen de seguir ganando pendiente, lo que crea presión adicional sobre los tramos más largos. Estaremos atentos, pero por ahora nos sentimos cómodos manteniéndonos en Europa, si bien es cierto que niveles del 5% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición y duración en Estados Unidos.

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 los aumentos en las tasas de morosidad.

Positivos en híbridos y AT1s respecto a High Yield

Aunque el viento de cola es positivo, evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia a estos niveles. Ya estamos viendo fuertes repuntes en diferenciales de crédito de los eslabones más débiles que esperamos que se transmitan progresivamente a las calificaciones más bajas. A ese 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

Positivos en dólar frente a Euro

En este entorno de diferenciales de crecimiento y tipos a favor de Estados Unidos, nos posicionamos a favor del dólar y aprovecharíamos posibles caídas del dólar para incrementar exposición. Las medidas anunciadas por Trump suponen un impulso al crecimiento de EEUU y podrían conllevar el riesgo de un nuevo repunte de la inflación y menores recortes de tipos, siendo la zona Euro una de las más afectadas por esas medidas.

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 sentido, vemos oportunidades en macro tendencias mundiales como la transición energética (reducción de emisiones, crecimiento de la demanda energética...). Por otro lado, en España existe un fuerte desajuste entre la oferta y la demanda dentro del sector residencial que hace que sigamos viendo oportunidades en el sector inmobiliario.

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.



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar **Neutral** **Sobreponderar**



Cambio Clase de Activos

=	Renta Variable	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
▲	Renta Fija	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
▼	Liquidez	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renta Variable				
=	Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Emergentes	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Relativos				
=	Europa / USA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Desarrollados / Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Growth / Value	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Large / Small and Mid Caps	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Cíclicos / Defensivos	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Asia / Resto Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Renta Fija				
=	Duración	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Relativos				
=	Gobiernos / Crédito	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Divisas				
=	USD	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Inversiones en Mercados Privados	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>



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