



# Construcción de Carteras

## Estrategia 3T 2025

# Posicionamiento

Tras la victoria de Trump el pasado mes de noviembre, se preveía un comienzo de año convulso y la verdad es que así ha sido. El nuevo presidente de Estados Unidos se ha ido moviendo en la frontera entre la amenaza y la negociación con las principales economías con las que su país mantiene relaciones comerciales. Podría parecer que lo está haciendo de manera impulsiva y sin unos objetivos definidos, pero nuestro escenario base se centra en que su firme actitud busca corregir los recurrentes desequilibrios a los que Estados Unidos se ha ido enfrentando en materia comercial y fiscal y que considera responsables de la fortaleza del dólar y de los elevados tipos de interés, dos consecuencias con las que no comulga. Lograrlo sería un buen escenario para la economía americana, aunque es difícil alcanzarlo sin ceder parte de su excepcionalismo. Eso sí, mientras se construyen esos cimientos razonablemente sólidos, viviremos una desaceleración económica que conllevará cierta volatilidad y movimientos de corrección en el mercado por el sentimiento negativo de consumidores e inversores. Esa desaceleración puede verse compensada por economías como Europa y China, que utilizarán la política fiscal como principal herramienta para incrementar su crecimiento, lo que consideramos algo positivo al mejorar la amplitud geográfica en la aportación al crecimiento global.

Centrándonos en las diferentes clases de activos, mantenemos nuestro relativo optimismo en los activos de riesgo, con una exposición neutral en renta variable y sobreponderando la renta fija respecto a la liquidez.

En renta fija gubernamental seguimos positivos en duración. Debemos aprovechar la positivización de la curva europea y el incremento de los tipos a lo largo de la misma para incrementar exposición, con preferencia sobre los

tramos intermedios. En renta fija corporativa estaremos defensivos mientras los diferenciales de crédito se mantengan en estos bajos diferenciales, optando por aquellos que disfrutaban del

grado de inversión sobre los de alta rentabilidad. 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, nos mantenemos optimistas. Las bajas probabilidades que concedemos al escenario recesivo, la reversión de las valoraciones de los índices a su media histórica, provocando a nivel geográfico diferenciales más ajustados y razonables, y una mejora de la amplitud que ha llegado para quedarse, son razones suficientes.

En Estados Unidos, la relajación que hemos vivido en las valoraciones puede generar un soporte al mercado hasta que comiencen a cristalizar las medidas tomadas por Trump para su economía y se inicien las relativas a materia regulatoria y de política fiscal, que deberían tener un impacto expansivo en el crecimiento económico y apoyar mayores aumentos en beneficios empresariales. Nos inclinamos por las pequeñas y medianas compañías o sectores como financiero o tecnología más allá de las 7 magníficas.

Europa nos sigue pareciendo interesante. A pesar de haber corregido gran parte del desajuste en valoración respecto Estados Unidos y que es posible que gran parte de su futura mejoría esté puesta ya en precio, creemos que hay valor en sectores concretos como defensa, infraestructuras o inmobiliario o en ciertos segmentos de inversión como las pequeñas y medianas compañías, que se han quedado rezagadas frente a las grandes.

Finalmente, queremos incidir en que bajo la presidencia de Trump tendremos un dólar fuerte, si bien durante este proceso inicial podemos seguir viendo cierta depreciación, que si llegara a niveles de 1,12 aprovecharíamos para posicionarnos de una forma más agresiva.



## Asset Allocation

- Neutrales en renta variable, con una inversión del 90% del máximo riesgo
- Sobreponderados en renta fija respecto la liquidez



## Posicionamiento Geográfico

- Positivos en Estados Unidos
- Neutrales en Europa
- Negativos en mercados emergentes



## Estilos de Inversión

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

# Posicionamiento

Durante el vertiginoso trimestre pasado, los mercados financieros acusaron riesgos a la baja en materias como la guerra comercial, conflictos bélicos, tensiones inflacionistas y política monetaria. A pesar de la debacle inicial, el efecto neto ha sido positivo, soportado por unos datos económicos que apuntan a una resiliencia del crecimiento global y a una progresiva estabilización de los tipos de interés. En Estados Unidos, por ejemplo, el trimestre finaliza en máximos históricos gracias al dinamismo del sector tecnológico, mientras que en Europa los avances fueron más contenidos, afectados por una recuperación económica más débil acompañada de una apreciación de su divisa.

Si nos enfocamos en las principales clases de activos, nuestro posicionamiento es moderadamente positivo en renta variable, a pesar que los riesgos no hayan desaparecido totalmente y las valoraciones sigan siendo exigentes, ya que los fundamentales corporativos siguen siendo sólidos. Los buenos resultados obtenidos en el primer trimestre, las perspectivas para final de año de los mismos y la expectativa de posibles recortes de tipos por parte de la Reserva Federal favorecen unas valoraciones más atractivas de los activos de riesgo. En cuanto a la renta fija, mantenemos nuestra preferencia frente al mercado monetario. Aunque los activos monetarios aún ofrecen rentabilidades relativamente atractivas en el corto plazo, creemos que la oportunidad de optar por rendimientos más elevados con duraciones intermedias es más interesante desde una perspectiva estratégica.

Profundizando en nuestro posicionamiento en renta variable, aunque Europa cada vez nos parece más interesante, mantenemos la sobreponderación en Estados Unidos. Su economía ha mostrado y demostrado mayor capacidad de adaptación, un crecimiento más robusto, capacidad de mejora en rentabilidad y eficiencia y un mercado laboral sólido. Además, el liderazgo tecnológico de las compañías norteamericanas ofrece una ventaja competitiva sostenida, en contraste con Europa, donde el crecimiento es más débil y el entorno político y regulatorio genera incertidumbre

adicional. Por otra parte, mejora nuestro sentimiento sobre los mercados emergentes, apoyados por la estabilización del crecimiento en China, la recuperación de las exportaciones en Asia, valoraciones atractivas y un creciente interés por su sector tecnológico.

En renta fija corporativa, nos mantenemos defensivos, manteniendo nuestra preferencia por activos conservadores frente a los de alta rentabilidad. Las primas de riesgo han disminuido significativamente, lo que reduce su atractivo en relación con los riesgos asumidos. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos pensando que tienen mayor liquidez y valor aquellos subordinados de compañías sólidas, con buena calidad de balance, buena calificación crediticia y generación de caja predecible y sostenible.

Finalmente, nuestra visión sobre el dólar estadounidense es neutral. Tras un periodo prolongado de fortaleza, en parte debido al excepcionalísimo americano y a la política monetaria restrictiva de la Fed, el margen de apreciación parece haberse reducido. Sin embargo, su severa corrección y nuestra convicción que seguirá siendo una divisa refugio en momentos de aversión al riesgo, nos invitan a considerarlo un activo atractivo a medio plazo. Su evolución dependerá en gran medida de los flujos de capital hacia activos de riesgo y de la divergencia de políticas monetarias a ambos lados del Atlántico. Esta neutralidad también favorece la diversificación geográfica en las carteras, especialmente en activos denominados en divisa local de mercados emergentes.

En resumen, el entorno de inversión sigue presentando desafíos, pero también oportunidades claras. Apostamos por una combinación de renta variable selectiva y renta fija conservadora, con una estrategia flexible y diversificada, capaz de adaptarse a los movimientos del ciclo económico y a la evolución de los mercados globales.



## Asset Allocation

- Neutrales en renta variable, con una inversión del 90% del máximo riesgo
- Sobreponderados en renta fija respecto a liquidez



## Posicionamiento Geográfico

- Positivos en Estados Unidos
- Neutrales en Europa
- Neutrales en mercados emergentes



## Estilos de Inversión

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

## Renta Variable

### Positivos en Estados Unidos

A pesar de sus valoraciones exigentes, nuestra perspectiva positiva se basa en aspectos como su resiliencia económica, su liderazgo global en innovación y una política monetaria en transición hacia menores tipos. La economía estadounidense ha evitado una recesión gracias a un consumo sólido y un mercado laboral robusto, lo que ha sostenido unos beneficios corporativos con crecimientos cercanos al doble dígito. Además, sectores como inteligencia artificial, tecnología y energías limpias lideran el crecimiento global, impulsados por empresas con sólidos balances y márgenes operativos elevados. La expectativa de recortes de tipos por parte de la Reserva Federal mejoran aún más las valoraciones y el apetito por activos de riesgo. A esto se suman los beneficios de la depreciación del dólar y la profundidad de los mercados financieros. Frente a un entorno global más incierto, la renta variable estadounidense ofrece una combinación atractiva de crecimiento, solidez y potencial de rentabilidad, especialmente en sectores tecnológicos y compañías de mediana capitalización.

### Neutrales en Europa

Es una realidad que Europa está viviendo una mejora significativa respecto a años anteriores. Su economía ha mostrado signos de recuperación, con menor inflación, estabilización en los precios de la energía y una política monetaria del BCE más acomodaticia lo que ha mejorado la confianza empresarial y la del consumidor. Además, sectores rezagados como eléctricas, inmobiliario, industriales y consumo cíclico han comenzado a recuperarse, apoyados por valoraciones con cierto descuento respecto a otras economías desarrolladas, dividendos estables y cierto empuje fiscal, especialmente por parte de Alemania. Sin embargo, persisten retos como el bajo crecimiento estructural, la fragmentación política, una alta propensión al ahorro, y una menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE.UU. domina. Aunque la renta variable europea ha tenido un comportamiento relativo superior en lo que va de año, su continuidad en el tiempo no parece fácil. Por ello, se justifica una postura neutral: hay oportunidades selectivas, pero el contexto macro y político limitan un posicionamiento claramente positivo.

### Neutrales en Emergentes

Nos centramos en la parte asiática, por su potencial económico y peso en los mercados, donde hemos mejorado nuestra visión de negativa a neutral, basándonos en señales claras de recuperación, estabilización y cierto descuento en sus valoraciones respecto a los mercados desarrollados. Después de años de desaceleración, especialmente en China, la reapertura económica tras las restricciones de la pandemia ha impulsado el consumo interno y la inversión. Además, las políticas gubernamentales han comenzado a flexibilizarse, con estímulos centrados en fomentar el consumo privado, reactivar sectores clave y promover la innovación tecnológica. La mejora en las relaciones comerciales y la diversificación de las cadenas de suministro también apoyan el crecimiento. Aunque persisten riesgos como las tensiones geopolíticas y los desafíos regulatorios, la combinación de valoraciones atractivas y un crecimiento más estable justifica un posicionamiento neutral. En conjunto, el panorama indica que Asia, especialmente mercados clave como China, Corea del Sur y Taiwán, están superando obstáculos de índole estructural, lo que permite adoptar una visión menos pesimista y más equilibrada hacia la renta variable asiática.

### Neutrales en crecimiento respecto a valor

Nuestra neutralidad responde a cierta incertidumbre en el ciclo económico y en las valoraciones. Las compañías de crecimiento, especialmente en tecnología e innovación, mantienen un potencial atractivo gracias a avances en inteligencia artificial y digitalización, pero presentan múltiplos elevados y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que no terminan de ceder. Por otro lado, las compañías de valor, con fuerte presencia en sectores tradicionales como energía, finanzas e industria, ofrecen estabilidad, flujos de caja sólidos y dividendos atractivos, beneficiándose de una posible recuperación económica y subidas de precios de materias primas. Sin embargo, su crecimiento puede ser más limitado en un entorno de desaceleración global. Por ello, una visión neutral permite equilibrar riesgos y oportunidades, aprovechando la diversificación entre innovación y estabilidad en diferentes sectores y estilos de inversión.

## Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto a grandes

Nuestra tesis se basa en sus valoraciones atractivas, su mayor potencial de crecimiento y flexibilidad. Suelen ser más ágiles para adaptarse a cambios económicos y aprovechar nichos de mercado emergentes, lo que les permite crecer más rápido que las grandes corporaciones establecidas. Están valoradas de forma más atractiva tras periodos de volatilidad, ofreciendo oportunidades de revalorización significativas. También se benefician de la recuperación económica y posibles recortes en tipos de interés, que facilitan su acceso a financiación. Aunque tienen mayor riesgo, su exposición a sectores cíclicos y de innovación puede generar rendimientos superiores en un entorno favorable. .

## Neutrales en sectores defensivos respecto cíclicos

Nuestra idea es reflejar un equilibrio entre estabilidad y oportunidad de crecimiento. Las compañías defensivas, como salud, servicios públicos y consumo básico, ofrecen ingresos estables y resistencia en entornos económicos inciertos o de desaceleración, protegiendo el capital ante volatilidad. Por otro lado, las compañías cíclicas, vinculadas a sectores como industria, consumo discrecional y energía, pueden beneficiarse de una recuperación económica y aumento de la demanda, ofreciendo potencial de crecimiento y mayores rentabilidades en fases de expansión. Sin embargo, están más expuestas a riesgos macroeconómicos y fluctuaciones de mercado. Dado que el panorama económico muestra señales mixtas entre estabilidad y posibilidad de crecimiento moderado, una visión neutral permite diversificar riesgos y aprovechar las oportunidades de ambos estilos de inversión según evolucione el ciclo económico

## Renta Fija

### Positivos en duración

En un entorno de tipos relativamente altos como el actual, los bonos de mayor duración tienden a ofrecer mayores rendimientos debido a la positivización de la curva. Además, si la política monetaria se relaja y las tasas de interés comienzan a reducirse, los bonos con mayor duración deberían experimentar una apreciación significativa en su precio, generando plusvalías a los tenedores. Con la expectativa de que los tipos de interés, en muchos mercados están cerca de máximos, la renta fija a largo plazo gana atractivo, ya que los rendimientos actuales pueden ser superiores a los que se esperen en el futuro cercano. La positivización de la curva europea junto con el incremento de los tipos a lo largo de la misma suponen una oportunidad interesante para la inversión en bonos europeos. Creemos que el efecto en tipos de la expansión fiscal alemana será limitado y que nos mantendremos en la senda bajista de unos tipos que seguirán por encima de la inflación. Los plazos medios y largos de la curva serán los que más se benefician en este contexto. Por ahora nos sentimos cómodos manteniéndonos en renta fija europea, si bien es cierto que niveles cercanos del 5% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición y duración en Estados Unidos.

### Positivos en gobiernos respecto a crédito

A pesar de encontrarnos en un buen entorno para los bonos privados, con unos tipos a la baja, beneficios empresariales estables y compañías bien financiadas que deben limitar los aumentos en las tasas de morosidad, creemos que los diferenciales de crédito están a unos niveles demasiado estrechos en un momento que los bonos gubernamentales ofrecen rentabilidades razonables. Esperaríamos incremento de los diferenciales para tomar posiciones.

## 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

### Neutrales en dólar

Estaríamos neutrales con el par euro/dólar al existir actualmente factores contrapuestos que generan incertidumbre en ambas divisas. Por un lado, la eurozona se enfrenta a un crecimiento económico moderado, lo que limita el potencial de apreciación de su divisa. Por otro lado, la economía de Estados Unidos muestra señales mixtas: aunque hay indicios de cierta desaceleración, la Reserva Federal mantiene una política monetaria relativamente restrictiva para controlar la inflación, apoyando al dólar. Además, las tensiones geopolíticas y los datos económicos fluctuantes contribuyen a la indecisión del mercado. En este contexto, no hay una dirección clara para el euro/dólar, lo que justifica una postura neutral mientras se esperan señales más definidas que impulsen una tendencia clara en alguna dirección en cualquiera de las dos divisas. Los niveles actuales, cercanos a la media histórica del par, unido a que el dólar pueda volver a ser un activo alcista en momentos de riesgo, actuando una vez más como moneda refugio, nos invitan a tener cierta inclinación a ir acumulando dólares pensando en el medio plazo.

## 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. Vemos oportunidades en macrotendencias mundiales como la transición energética o en el inmobiliario Español por el fuerte desajuste entre la oferta y la demanda dentro del sector residencial. 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, 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                         |  |  |  |
| =         | 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       |  |  |  |



[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