



Construcción de Carteras

Estrategia 4T 2025

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Soluciones de Inversión | solucionesdeinversion@ayg.es

Posicionamiento

Durante el vertiginoso trimestre pasado, los mercados financieros evidenciaron riesgos al alza en materias como la guerra comercial, los conflictos bélicos, tensiones inflacionistas y política monetaria. A pesar de la debacle inicial a raíz del famoso “día de la liberación”, el efecto neto en la rentabilidad fue 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, seguimos viendo máximos históricos casi a diario gracias al dinamismo del sector tecnológico, mientras que en Europa los avances posteriores a la corrección de abril están siendo más contenidos, afectados por una recuperación económica más débil y una apreciación de su divisa.

Si nos enfocamos en las principales clases de activos, nuestro posicionamiento en renta variable sigue siendo moderadamente positivo, aunque los riesgos no hayan desaparecido totalmente y las valoraciones sean exigentes. Los fundamentales corporativos han mostrado seguir siendo sólidos, publicándose buenos resultados y estimaciones futuras durante el primer semestre y los posibles recortes de tipos por parte de la Reserva Federal favorecen unas valoraciones más atractivas. 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, aunque Europa nos resulta cada vez más atractiva, mantenemos la sobreponderación en Estados Unidos. Su economía continua mostrándose más adaptable, con un crecimiento más robusto, mayor productividad, capacidad de mejora en rentabilidad y un mercado laboral sólido. El liderazgo tecnológico de las compañías norteamericanas ofrece una ventaja competitiva sostenida, mientras que en Europa, el crecimiento sigue siendo más débil y el entorno político y regulatorio genera mayor incertidumbre.

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, un creciente interés por su sector tecnológico y cierta debilidad del dólar.

En renta fija corporativa, nos mantenemos defensivos, con 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 invita 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 continúa siendo desafiante, pero también ofrece 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 la 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, liderazgo global en innovación y una política monetaria en transición hacia tipos de interés más bajos. La economía estadounidense está evitando la recesión gracias a un consumo sólido y un mercado laboral que se ha mantenido robusto y que será apoyado por su Banco Central, lo que ha sostenido unos buenos 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 balances sólidos y márgenes operativos elevados. A esto se suman los beneficios de la depreciación del dólar y la profundidad de los mercados financieros estadounidenses. Frente a un entorno global más incierto, la renta variable estadounidense sigue ofreciendo 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 experimentando una mejora significativa respecto a los últimos años. Su economía ha mostrado signos claros de recuperación, con menor inflación, estabilización en los precios de la energía y una política monetaria del BCE más acomodaticia, lo que ha generado un aumento de la confianza tanto empresarial como 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 que puede ser aún mayor si Alemania comienza a involucrarse definitivamente. Sin embargo, persisten desafíos estructurales, entre ellos un bajo crecimiento estructural, la fragmentación política, una alta propensión al ahorro que se intenta corregir a través del SIU, y una menor exposición a sectores de alto crecimiento como tecnología e inteligencia artificial, donde EE.UU. mantiene el liderazgo. Aunque la renta variable europea tuvo un comportamiento relativo superior en la primera parte del año, no ha podido mantenerse tras el denominado día de la liberación y ese mejor comportamiento relativo no parece fácil que sea sostenible. Por ello, se justifica una postura neutral, donde hay oportunidades selectivas, pero el contexto macro y político limitan un posicionamiento claramente positivo.

Neutrales en Emergentes

Nos centramos en la región asiática, por su potencial económico y peso en los mercados. El pasado mes de junio, mejoramos nuestra perspectiva 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 post 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 actual indica que Asia, especialmente mercados clave como China, Corea del Sur y Taiwán, está superando obstáculos de índole estructural, lo que permite adoptar una visión más equilibrada hacia la renta variable asiática.

Neutrales en crecimiento respecto a valor

Mantenemos una postura neutral ante la relativa incertidumbre del ciclo económico y las valoraciones actuales. Las compañías de crecimiento, especialmente en tecnología e innovación, mantienen un potencial atractivo impulsado por avances significativos en inteligencia artificial y digitalización, pero presentan múltiples elevados y mayor sensibilidad a unos tipos de interés que no terminan de ceder en sus plazos largos. 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. Creemos que hay más oportunidades aprovechando la diversificación entre innovación y estabilidad sectorial que posicionándonos en un estilo de inversión concreto.

Positivos en pequeñas y medianas compañías respecto a grandes

Nuestra tesis se basa en sus valoraciones atractivas, su mayor potencial de crecimiento, su flexibilidad y una mayor exposición al tramo corto que al largo de la curva de tipos de interés, que un entorno de positivización de la misma puede beneficiarles. Suelen ser más ágiles para adaptarse a cambios económicos y aprovechar nichos de mercados emergentes, lo que les permite crecer más rápido que las grandes compañías. Su mayor exposición doméstica y posibilidad de movimientos corporativos consideramos que también son factores a tener en cuenta. Aunque tienen mayor riesgo, su exposición a sectores cíclicos y de innovación puede generar rendimientos superiores.

Neutrales en sectores defensivos respecto cílicos

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, si bien 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

Neutrales en duración

En un entorno positivización de las curvas de tipos, es tentador optar por los plazos más largos al ofrecer mayores rentabilidades. Creemos que esa es la opción adecuada siempre y cuando optemos por el tramo inferior a los 5 años respecto períodos más cortos, pero no más allá. Entendemos que los períodos más largos pueden encontrar dificultades en su demanda los próximos meses, por lo que esperaríamos a ver señales más claras o tipos más altos para entrar en ellos. Los elevados déficits estructurales están provocando cierta insensibilidad de los tramos largos de las curvas a la flexibilización de la política monetaria. Por ahora nos sentimos cómodos manteniéndonos en el tramo medio de la curva europea, si bien es cierto que niveles por encima del 4,50% del bono americano a 10 años, pueden ser razonables para incrementar posición en Estados Unidos.

Positivos en gobiernos respecto a crédito

A pesar de encontrarnos en un buen entorno para los bonos privados, con 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 dado que ya se observan fuertes repuntes en los diferenciales de crédito de los eslabones más débiles, y esperamos que esta presión se transmita progresivamente a las calificaciones más bajas. A estos niveles de diferenciales, 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, indicadores sólidos de solvencia, mejoras de los ratings crediticios y el respaldo de los reguladores. Por estas razones, ambas clases son dos de nuestras posiciones principales en el mercado de renta fija.

Divisas

Neutrales en euro/dólar

Estaríamos neutrales con el par euro/dólar, al existir actualmente factores contrapuestos que generan incertidumbre en ambas divisas. A pesar que estamos en plena etapa de desdolarización por parte de determinadas economías, 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 ha mantenido una política monetaria relativamente restrictiva para controlar la inflación, apoyando en cierta medida al dólar y aunque ahora nos enfrentamos a cierta flexibilización por parte de su Banco Central, creemos que el mercado es demasiado optimista en sus estimaciones. 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 y nuestro escepticismo sobre un fin radical del excepcionalismo americano, 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.



Infraponderar Neutral Sobreponderar

Cambio Clase de Activos

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