



Asset Allocation 1T 2023  
“Positivos pero  
pacientes”

31 de diciembre 2022

## ÍNDICE

1. Introducción
2. Visión estratégica a 12 meses: relativamente positivos
3. Posicionamiento actual: Tácticamente defensivos. Entonces, ¿cuándo incrementamos riesgo?
  - 3.1 Renta variable
  - 3.2 Renta fija
  - 3.3 Divisas
  - 3.4 Gestión alternativa
  - 3.5 Inversión alternativa
4. Conclusión

### 1. INTRODUCCIÓN

El año 2023 vendrá marcado por los efectos provocados por la política monetaria restrictiva llevada a cabo por los Bancos Centrales durante los últimos 12 meses para controlar la elevada inflación. Las consecuencias principales, **recesión económica e incremento del desempleo**, ayudarán a reducir el incremento de los precios a unos niveles más confortables para los Bancos Centrales. El escenario descrito nos invita a dividir el año en dos períodos diferenciados que deberían venir marcados primero por la prudencia y el optimismo después.

#### Primer período de prudencia

Habrà recesión, pero no depresión. Comenzaremos a digerir las consecuencias del ajuste monetario de los Bancos Centrales, lo que se traducirá en cierta inestabilidad hasta que se vislumbre una normalización en ciertos aspectos económicos y en los mercados. El principal riesgo, al que adjudicamos una baja probabilidad, sería que la inflación y los tipos de interés se disparasen y llegáramos a una depresión. Entre los factores más relevantes a monitorizar podemos mencionar:

- Confirmación de la tendencia bajista de la inflación.
- Reducción razonable de las expectativas de los resultados empresariales.
- Estabilización de las caídas de los principales indicadores económicos adelantados.
- Incremento del desempleo suficiente para reducir la inflación pero que no apoye la depresión.

#### Segundo período de optimismo

A medida que se vaya produciendo la normalización de ciertos factores como los ya mencionados, podríamos ir girándonos desde la prudencia hacia el optimismo. Algunos eventos que podrían ayudarnos a confirmar que el mercado ha puesto en precio los riesgos económicos y de mercado serían:

- Final del ajuste en valoración. Vigilaremos la revisión a la baja de las previsiones de beneficios y el incremento del coste del capital.
- Muestras contundentes que la inflación se ha estabilizado en valores razonables.
- Estabilización de los tipos de interés de referencia de la Reserva Federal.
- Tipos de interés a largo plazo estables y razonables.

Nuestro objetivo es **trasladar como posicionaríamos las carteras en función de la visión descrita y teniendo en cuenta los diferentes horizontes temporales de los inversores**. Para ello **vamos a compartir nuestra visión a 12 meses** sobre las principales clases de activos para tener claro dónde se encuentra el norte, es decir nuestra referencia, y **posteriormente describiremos el posicionamiento que tendríamos actualmente, pudiendo tener un componente más táctico**, aunque siempre cierto alineamiento con la visión estratégica. Si mantenemos esta coherencia entre los plazos, podremos posicionarnos de una **manera defensiva en las carteras e ir girándolas hacia una mayor agresividad según se fueran produciendo los objetivos o hitos esperados**, siendo nuestra idea ir informando a medida que supusieran cambios en la exposición o en el posicionamiento de las carteras independientemente de los informes periódicos que mandamos.

## 2. VISIÓN ESTRATÉGICA A 12 MESES: RELATIVAMENTE POSITIVOS

El mercado se encuentra en pleno ajuste de las valoraciones de los activos de riesgo ante la incertidumbre que están provocando factores como la elevada inflación, la desaceleración económica, las políticas restrictivas de los Bancos Centrales, el conflicto bélico y la crisis energética. Es posible que aún no esté puesto en precio todo el escenario descrito y sus consecuencias económicas, pero también es cierto que el mercado tiende a tener movimientos exagerados y verticales que muchas veces impiden ser certero en el momento de entrada o salida de los activos de riesgo, por lo que consideramos que debemos posicionar las carteras a un horizonte temporal razonable que pueda aislarse de los datos o noticias de corto plazo y que pueden provocar estar fuera del mercado en el momento en que hubiera un cambio de tendencia. Para nosotros ese horizonte temporal está en torno a 12 meses.

A ese plazo, **entendemos que es un buen momento para construir una cartera equilibrada con activos tradicionales.** El ciclo económico habrá finalizado o estará cerca de ello, estará impulsado por bajadas de tipos de interés que apoyen el crecimiento económico, las compañías habrán sido capaces de capear bien la recesión al estar relativamente saneadas y el consumidor habrá aguantado razonablemente gracias a su nivel de ahorro.

En este escenario, **consideramos que la renta fija tiene más valor que la renta variable.** Aunque creamos que muchos factores de riesgo están descontados en el precio de la renta variable, el potencial que ofrece a doce meses a los niveles actuales no es tan elevado como para compensar su riesgo respecto a **la renta fija, que consideramos que es una oportunidad clara.** Los tipos de interés de los bonos gubernamentales están cerca del tope que alcanzarán y los precios de los bonos corporativos están descontando un escenario de impago muy superior al histórico y al que creemos que habrá.

**Resumiendo, si estuviéramos gestionando con una visión estratégica una cartera de perfil equilibrado, con un índice que invirtiera un 40% en renta variable, 50% en renta fija y 10% en mercados monetarios, estaríamos al 40% en renta variable y al 60% en renta fija y dentro de la renta fija sobre ponderaríamos los bonos corporativos.**

TIPO DE ACTIVO	PERSPECTIVA A 12 MESES
RENTA VARIABLE	↔
RENTA FIJA	
<i>Gobiernos</i>	↑
<i>Corporativos grado inversión</i>	↑
<i>Corporativos alta rentabilidad</i>	↑

↑ ALCISTA

↔ NEUTRAL

↓ BAJISTA

## 3. POSICIONAMIENTO ACTUAL: TACTICAMENTE DEFENSIVO. ENTONCES, ¿CUÁNDO INCREMENTAMOS RIESGO?

Aunque consideramos que la visión de mercado debe ser como mínimo a 12 meses, entendemos que las carteras pueden tener posicionamientos tácticos que no estén reñidos radicalmente con los de esa referencia temporal, que como hemos visto es relativamente positiva.

Para aquellos inversores más exigentes con los movimientos de mercado **partimos con una exposición a activos de riesgo por debajo de nuestro índice de referencia y con un posicionamiento defensivo tanto a nivel sectorial como en estilos de inversión** con el objetivo de ir rotándola hacia mayor riesgo a medida que se vayan cumpliendo ciertos hitos. Concretamente, si estuviéramos **gestionando una cartera con un perfil equilibrado y que tuviera un índice de referencia con un 40% en renta variable, estaríamos invertidos actualmente a niveles del 30%.**

**A nivel cualitativo** haremos un seguimiento de las variables mencionadas en nuestra introducción para ir girando hacia una cartera más agresiva y ligada al ciclo, que de manera muy resumida sería **el punto en que se equilibren el crecimiento económico y los tipos de interés.**

**A nivel cuantitativo**, los puntos en los que entraríamos tienen un componente de valoración y sentimiento de mercado que son complicados de predecir, pero vamos a intentar dar unas pautas en los principales índices de las diferentes clases de activos:

- **S&P 500 (USA)**

**La horquilla 3200-3500** dará soporte al mercado por diferentes motivos

- Valoraciones razonables. Con las estimaciones de beneficios y tipos de interés actuales estaríamos en una horquilla de PER entre 13 y 15 que se situaría por debajo de la media histórica.
- El nivel previo a la crisis del COVID y la inyección monetaria posterior era 3.400, punto sobre el que puede pivotar el suelo de mercado.
- El sentimiento del mercado, valorado mediante nuestro análisis técnico, se sitúa en la horquilla 3.200 y 3.500. **En nuestra opinión el 3.500 es ya un punto de incremento del riesgo más que razonable**

- **EUROSTOXX 50 (EUROPA)**

No está tan claro, pero si nos centramos en su correlación con Estados Unidos podemos extrapolar el razonamiento empleado para su índice. Teniendo **en cuenta que las valoraciones actuales nos indican que en relativo está más barato**, creemos que los mínimos de la **horquilla de entrada estarían en 3.250, aunque recomendamos comenzar a incrementar posiciones a partir de 3.500.**

- **BONO USA A 10 AÑOS**

Creemos que se han visto los máximos del mercado en el 4.30% y que **cualquier entrada en torno al 4% es más que razonable**. Si un inversor en dólares a 12 meses compra el bono americano a 10 años al 4%, solo perdería dinero si los tipos se fueran por encima del 4.30%, algo que no contemplamos con una inflación y crecimiento a la baja.

- **BONO ALEMAN A 10 AÑOS**

Los máximos actuales del 2.50% creemos que va ser complicado romperlos y de hacerlo no deberían ir más allá del 3%, por lo que entendemos que no es mal momento para ir tomando posiciones. Debemos tener en cuenta que el punto de equilibrio a 12 meses entrando a estos niveles se encuentra en un bono al 2.75% dentro de un año, algo que no contemplamos con una inflación y crecimiento a la baja.

- **DIFERENCIAL DE CRÉDITO CON GRADO DE INVERSIÓN A 5 AÑOS**

A los niveles actuales de tipos, las rentabilidades absolutas de los bonos con grado de inversión dependen más de los tipos gubernamentales que del diferencial de crédito en sí mismo. A esto debemos añadir que el diferencial de crédito se encuentra a unos niveles en los que se descuentan impagos muy superiores a los creemos que se producirán, por lo que **el punto de entrada ya ha llegado**. Aquellos inversores más exigentes con el momento, podrían esperar a niveles de 110 del ITRAXX MAIN, que seguramente irían acompañados de la subida del activo libre de riesgo a 5 años hasta el 2.70%, quedándose rentabilidades absolutas en el entorno del 3.80%.

- **DIFERENCIAL DE CRÉDITO DE ALTA RENTABILIDAD A 5 AÑOS**

Creemos que con el diferencial XOVER (Crossover) por encima del 470 estamos en buenos niveles para aquellos inversores que estén pensando en sentarse sobre las posiciones y no quieren arriesgarse a entrar en los mínimos. Para los más exigentes, consideramos que niveles de 525, que irían acompañado por una subida en el activo libre de riesgo, es un nivel más que atractivo, ya que hablamos de rentabilidades absolutas del 7%.

	ACTUAL	HORQUILA DE ENTRADA
S&P 500	3.850	3.200-3.500
EUROSTOXX	3.850	3.250-3.500
BONO USA 10 AÑOS	3,85%	4,00-4,30%
BONO ALEMAN 10 AÑOS	2,45%	2,50%-3,00%
DIFERENCIAL GRADO DE INVERSIÓN	92	90-110
DIFERENCIAL ALTO RENDIMIENTO	475	475-525

### 3.1 RENDA VARIABLE

- **Exposición**

- **75% sobre nuestro índice de referencia.** Por ejemplo, en una cartera de perfil equilibrado cuyo índice de referencia tuviera una exposición a renta variable del 40% nos posicionaríamos actualmente con un 30%.

- **Posicionamiento geográfico**

- **Neutrales en Europa respecto a Estados Unidos**

Preferimos la economía americana como tal a largo plazo, pero las valoraciones actuales y los sesgos de los índices europeos hacia compañías defensivas y con un componente más de valor que de crecimiento nos hacen neutralizarnos en este momento. Más adelante creemos que la fortaleza, el carácter dinámico, la independencia energética y la mayor exposición a sectores innovadores de la economía americana acabarán provocando que a lo largo del año sobre ponderemos Estados Unidos.

- **Positivos en Asia**

Mantenemos el posicionamiento en Asia fortalecido por la mayor flexibilidad ante el COVID de China y su apuesta por el crecimiento económico en un momento en el que disponen de mayores herramientas para conseguir sus objetivos que las economías desarrolladas. Pensamos que se encuentran en un ciclo económico más avanzado que las economías desarrolladas.

- **Estilos de inversión**

- **Neutrales en valor respecto crecimiento**

Nuestra visión a medio plazo es positiva con las compañías ligadas a crecimiento, pero consideramos que el entorno de tipos actual y la recesión son elementos más que suficientes para neutralizar la posición y esperar a una normalización de los tipos para sobre ponderarlo.

- **Positivos en grandes compañías respecto pequeñas**

Nuestro posicionamiento defensivo invita a preferir las compañías de gran capitalización frente a las pequeñas y medianas mientras los tipos no se estabilicen.

- **Negativos en cíclicas respecto defensivas**

Su mayor vinculación al crecimiento económico y al alza de los tipos de interés siguen siendo motivos más que suficientes para apostar por valores defensivos respecto a los que están ligados al ciclo económico y esperar a la normalización de ambas variables para ir girando la posición.

- **Sectores**

- **Positivos**

Petróleo, energías renovables, farmacéuticas, financiero y lujo.

- **Negativos**

Consumo discrecional, construcción, distribución, bienes de capital.

### 3.2 RENTA FIJA

- **DURACIÓN**

- **Neutrales en duración**

- Esperamos la relajación de la inflación y el cambio de sesgo en los Bancos Centrales para ponernos positivos. Nuestros objetivos están en la horquilla del 2.50%-3.00% para el Bono Alemán y del 4.00%-4.50% para el bono americano.

- **RELATIVOS**

- **Neutrales en los países periféricos respecto a Alemania**

- Entendemos que las rentabilidades absolutas actuales comienzan a ser atractivas y deben compensar posibles momentos de incremento del diferencial. En principio las subidas de las rentabilidades del bono alemán vendrán acompañadas del incremento del diferencial y las caídas provocarán cierto estrechamiento, por lo que deberíamos aprovechar los movimientos alcistas de los tipos para incrementar riesgo en los mercados periféricos.

- **Positivos en grado de inversión respecto a gobiernos**

- Los niveles de ITRAXX y Swap se encuentran en las bandas altas del rango y la rentabilidad absoluta dependerá más del movimiento de los bonos gubernamentales que del diferencial en sí, por lo que debemos ir captando la prima con la que los bonos corporativos están cotizando.

- **Positivos en grado de inversión respecto a alta rentabilidad**

- Los niveles actuales todavía no compensan la asunción de riesgo adicional, sobre todo teniendo en cuenta su correlación con la renta variable. Según se vayan incrementando los diferenciales y los movimientos en tipos iremos girando las carteras a un riesgo mayor.

- **Neutrales en bonos emergentes en divisa local respecto divisa fuerte**

- Los bonos emergentes pierden valor relativo a medida que los países desarrollados incrementan sus rentabilidades. Sin embargo, movimientos bajistas del dólar benefician de manera importante a aquellos bonos emitidos en divisa local gracias al tipo de cambio y a los que emiten en divisa fuerte porque disminuyen su deuda. Al tener una perspectiva a corto plazo neutral con el dólar no estamos tomando posiciones aún, pero rotaríamos a una perspectiva positiva a medida que consideremos que el dólar pueda debilitarse, algo que pensamos que debería ocurrir antes que después.

- **Positivos en subordinados financieros**

- Una situación de balance extremadamente buena, tasas de morosidad menores que las descontadas por el mercado, diferenciales históricamente altos y un control regulatorio muy tranquilizador para el bonista son los elementos sobre los que se soporta nuestra predilección por este tipo de activos.

### 3.3 DIVISAS

- **DÓLAR**

- **Neutrales contra el Euro**

- Estamos cerca de comenzar una tendencia bajista del dólar que favorecerá a todos los activos denominados en otras divisas. Sin embargo, en el corto plazo, mientras no se solucione la crisis energética y el conflicto bélico nos cuesta ver un euro alcista respecto al billete verde. Debemos esperar a ver esas señales.

- **Positivos en divisas asiáticas**

- La diferencia del ciclo económico entre ambas áreas limitará el diferencial de tipos de interés a los niveles actuales, siendo favorecidas las divisas asiáticas por su anticipación en el ciclo económico.

### 3.4 GESTIÓN ALTERNATIVA

#### ○ **Negativos**

Entendemos la gestión alternativa como aquella que, utilizando activos líquidos tradicionales, su resultado no depende de la direccionalidad del mercado. Actualmente, consideramos que los niveles de renta fija comienzan a tener una rentabilidad suficientemente atractiva como para volver a una gestión más tradicional enfocada a los activos que disponen de una estimación relativamente cierta de sus flujos de caja.

### 3.5 INVERSIÓN ALTERNATIVA

#### ○ **Positivos**

Entendiendo la inversión alternativa como aquella que invierte en mercados privados, menos tradicionales o líquidos.

Sus principales diferencias respecto a la inversión tradicional son:

- ✓ Inversión en economía real.
- ✓ Descorrelación.
- ✓ Illiquidez.
- ✓ Menor volatilidad al valorar por fundamentales y no por precio de mercado.
- ✓ Mayor involucración del equipo gestor.

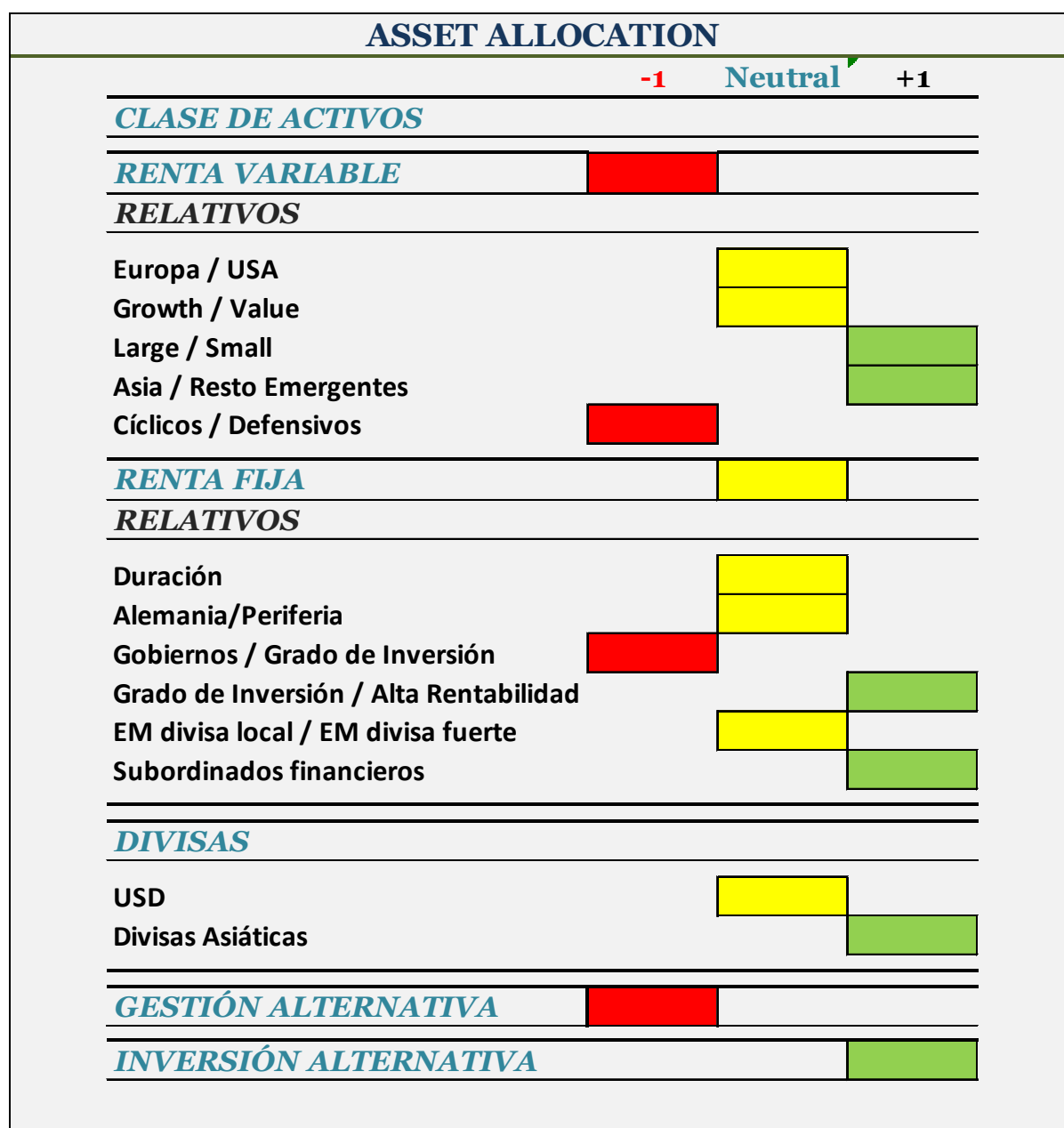
Mientras que las principales ventajas que aportan a una cartera serían:

- ✓ Diversificación.
- ✓ Acceso a activos de la economía real como inmobiliario, deuda privada o infraestructuras entre otros.
- ✓ Protección contra la inflación, al estar muchos proyectos soportados por contratos a largo plazo ligados a la inflación.
- ✓ Acceso a mega tendencias que tardan más en llegar a los mercados cotizados, como, por ejemplo:
  - **Transición energética** que aborda la independencia energética junto con la descarbonización y el objetivo “Net Zero”.
  - **Infraestructuras digitales** que se centra en que el “boom” del consumo y almacenamiento de datos móviles de la sociedad requerirán inversión en infraestructuras digitales.

## 4. CONCLUSIÓN

Los bancos centrales continuarán siendo protagonistas durante la primera mitad del año, luchando contra una inflación que ha sido más alta y ha durado más de lo que esperaban. El escenario ideal sería que la inflación continuara retrocediendo, para acercarse a los niveles objetivo de los bancos centrales, con un impacto negativo pero limitado en la economía. Tenemos señales de que este puede ser el camino, pero creemos que es pronto para olvidarnos de los riesgos: una inflación que no se ajuste y obligue a los bancos centrales a ser más agresivos o un impacto mucho mayor de las restricciones monetarias que implicaría fuertes revisiones a la baja en las estimaciones. Los próximos meses continuará la volatilidad hasta que ganemos visibilidad sobre el final del ajuste monetario.

Creemos que faltan ajustes en las estimaciones de beneficios y que es pronto para ver las primeras bajadas de tipos de interés, pero después de la fuerte caída en los principales activos de riesgo en 2022, estamos en niveles relativamente atractivos para cotizar el próximo ciclo. Este es sobre todo el caso de la renta fija, que tras años fuera del radar, volverá a tomar protagonismo en las carteras, al ofrecer una rentabilidad muy interesante para su volatilidad. En el caso de la renta variable, si bien creemos que muchos factores de riesgo están descontados en el precio, el potencial que ofrece a doce meses a los niveles actuales no es tan elevado como para compensar su riesgo. Para los inversores exigentes, esperaríamos precios algo más bajos para aumentar riesgos, tal como describimos en el informe.



<b>LEYENDA</b>	
	<i>Infraponderar</i>
	<i>Neutral</i>
	<i>Sobreponderar</i>



# AVISO LEGAL

---

- I. *El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado.*
- II. *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.*
- III. *Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G.*





[ayg.es](http://ayg.es)