



Pedro y el lobo en los mercados

Estrategia 3T 2023

3 de julio de 2023

Asesoramiento y Análisis | asesoramiento@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Índice

1. **Estrategia 3T 2023: Pedro y el lobo** [\(ir\)](#)
2. **Evolución de las principales clases de activos** [\(ir\)](#)
3. **Perspectivas Económicas** [\(ir\)](#)
 - a. El crecimiento sorprendió al alza por la fortaleza de los servicios
 - b. La inflación general está cayendo, pero la subyacente todavía se mantiene elevada
 - c. Factores que han contribuido a la fortaleza del mercado laboral
 - d. Los Bancos Centrales muy cerca del techo en tipos
 - e. Otras medidas que se suman a los efectos de las subidas de tipos
4. **Renta Variable** [\(ir\)](#)
5. **Renta Fija** [\(ir\)](#)
6. **Divisas y Materias Primas** [\(ir\)](#)
7. **Posicionamiento** [\(ir\)](#)

Estrategia 3T 2023: Pedro y el lobo

La actividad económica se ha mostrado algo **más resiliente de lo que esperábamos durante el primer semestre**, hasta llegar a una situación en la que son muchos los que piensan que, a pesar de la rapidez y virulencia de las subidas de tipos, el aterrizaje suave de la economía es el escenario principal. La situación de los mercados nos recuerda cada vez más al cuento de Pedro y el Lobo, en el que el pastor bromeó tantas veces con sus vecinos sobre la amenaza del lobo, que cuando finalmente llegó, nadie tuvo en cuenta su aviso y éste dio buena cuenta de las ovejas.

Esperábamos una recesión suave y eso es exactamente lo que estamos teniendo en Europa, una vez se ha diluido el efecto positivo de dos golpes de suerte con los que nos encontramos durante el invierno: un clima suave que favoreció la fuerte caída del precio del gas y la reapertura adelantada de la economía China.

En EEUU, esperábamos algo parecido y no ha ocurrido hasta ahora. El primer trimestre se saldó con un crecimiento del PIB del 2% anualizado. Como venimos diciendo hace varios trimestres, la buena salud del mercado laboral y por extensión, del consumidor, acotan mucho el posible impacto negativo del peor escenario, pero ya existen síntomas de desaceleración en el mercado inmobiliario, impulso de crédito y ciertos nichos de consumo.

Una vez más, **los bancos centrales han vuelto a ser protagonistas** del trimestre, aunque esta vez seguidos muy de cerca por la inteligencia artificial. Finalmente, vimos la pausa de la Reserva Federal, que mantuvo sus tipos de interés estables en el 5,25% en su reunión de junio tras 10 subidas consecutivas. Consecuencia del reciente repunte de inflación y crecimiento, tanto los miembros de la FED como el mercado, cuentan con una o dos subidas adicionales. No son descartables, pero el camino de los tipos desde el 0% hasta el 5,25% está hecho y centrarnos “sólo” en lo que pueda quedar desde aquí, es permitir que los árboles nos tapen el bosque. Ahora la pregunta es cuándo empezarán las bajadas y no creemos que vayamos a ver nada de relevancia en ese sentido hasta 2024.

Cinco meses después, las bolsas cierran el primer semestre en niveles muy cercanos a los del cierre del mes de enero 2023. La fortaleza inicial se explicó por un posicionamiento extremadamente pesimista consecuencia del *annus horribilis* 2022. Primero se borró el pánico, más adelante siguieron las compras por el miedo a perderse las subidas, y ahora, hemos alcanzado niveles de complacencia peligrosos, según apuntan diferentes indicadores.

No podemos terminar sin pasar por la **inteligencia artificial**, que se ha puesto en boca de todos tras la proliferación de **Chat GPT** y los resultados de **Nvidia**, que pusieron de manifiesto su enorme potencial en las cuentas de algunas compañías. Como todo gran avance tecnológico disruptivo, amenaza a ciertos sectores y puestos de trabajo, pero su adopción es imparable y tiene el potencial de solucionar uno de los mayores retos a los que nos enfrentamos en las economías desarrolladas: la productividad. Esta adopción será mucho más rápida de la ocurrida con tecnologías anteriores, dada la rápida expansión en número de usuarios y la rapidez con la que se está reduciendo el coste de implementación. No obstante, desde el punto de vista bursátil, todo tiene un precio y no pagaríamos por una acción 25 veces ventas.

Por todo lo anterior, mantenemos un **posicionamiento de cautela**, preferimos renta fija que renta variable, preparados para cuando llegue el lobo, y después aprovecharemos las oportunidades que nos de un nuevo ciclo en el que tipos de interés a la baja y mejora de competitividad serán viento de cola para los activos de riesgo.

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2023

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI World <i>(divisa cubierta)</i>	210	5,36%	6,14%	12,98%	-19,20%	21,55%
MSCI World Growth	4.290	6,09%	10,13%	26,49%	-29,75%	20,45%
MSCI World Value	3.179	5,76%	2,21%	2,45%	-8,77%	19,32%
Europa	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
EuroStoxx50	4.399	4,29%	1,95%	15,96%	-11,74%	20,99%
Stoxx 600	462	2,25%	0,89%	8,72%	-12,90%	22,25%
Ibex35	9.593	6,00%	3,90%	16,57%	-5,56%	7,93%
FTSE100	7.532	1,15%	-1,31%	1,07%	0,91%	14,30%
MSCI Europe Growth	190	1,58%	1,78%	13,13%	-18,86%	26,48%
MSCI Europe Value	118	2,95%	0,05%	4,89%	-4,73%	18,00%
Estados Unidos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
S&P500	4.450	6,47%	8,30%	15,91%	-19,44%	26,89%
Nasdaq Composite	13.788	6,59%	12,81%	31,73%	-33,10%	21,39%
Dow Jones	34.408	4,56%	3,41%	3,80%	-8,78%	18,73%
Russell 1000	2.437	6,62%	8,15%	15,72%	-20,41%	24,76%
Russell 2000	1.889	7,95%	4,79%	7,24%	-21,56%	13,70%
MSCI USA Growth	8.587	7,07%	13,27%	32,08%	-31,85%	25,14%
MSCI USA Value	3.112	5,91%	2,45%	0,87%	-8,66%	24,61%
Asia	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Nikkei 225	33.189	7,45%	18,36%	27,19%	-9,37%	4,91%
MSCI ASIA EX JAPAN	631	2,17%	-2,16%	1,84%	-21,54%	-6,36%
SHANGHAI COMPOSITE	3.202	-0,08%	-2,16%	3,65%	-15,13%	4,80%
Emergentes	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
MSCI Emerging Markets Local Currency	59.844	2,88%	0,72%	4,11%	-17,95%	-2,29%
MSCI EM USD	989	3,23%	-0,08%	3,46%	-22,37%	-4,59%
MSCI EM EUR	439	1,43%	0,48%	2,61%	-14,85%	4,86%
Sectorial <small>(MSCI World)</small>	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Energía	243	5,26%	-1,77%	-6,39%	46,34%	36,90%
Materiales	322	6,94%	-0,65%	4,10%	-9,44%	16,31%
Industria	352	8,62%	7,11%	13,79%	-10,88%	19,02%
Consumo Discrecional	371	10,22%	10,85%	28,34%	-32,38%	20,04%
Consumo Estable	283	2,37%	-0,39%	2,06%	-4,90%	13,27%
Salud	345	2,68%	2,16%	-0,27%	-4,73%	20,37%
Financiero	137	5,76%	4,09%	1,44%	-9,32%	27,63%
Tecnología	534	6,11%	14,81%	38,64%	-30,61%	30,42%
Utilities	156	1,42%	-1,64%	-2,22%	-4,57%	9,48%

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 30/06/2023

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	4,90%	49	87	47	369	61
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	4,16%	40	58	15	274	90
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	3,84%	19	37	-4	236	60
Tipos 2 años Alemania (pb)	3,20%	48	51	43	338	8
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,55%	27	24	-3	301	28
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,39%	11	10	-18	275	39
Tipos 2 años España (pb)	3,49%	47	58	57	354	1
Tipos 5 años España (pb)	3,25%	28	31	9	332	24
Tipos 10 años España (pb)	3,39%	5	8	-28	310	52
Tipos 2 años Italia (pb)	3,90%	46	72	59	306	35
Tipos 5 años Italia (pb)	3,75%	20	15	-28	326	49
Tipos 10 años Italia (pb)	4,07%	-1	-3	-64	328	62
Gobiernos Europa 3-5 años	206	-0,98%	-0,44%	1,00%	-9,95%	-1,19%
Gobiernos USA 3-5 años	358	-1,17%	-1,35%	0,92%	-7,99%	-2,04%

Crédito

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Diferencial Investment Grade Europa	74	-8	-11	-17	43	0
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	228	-0,62%	0,22%	1,74%	-11,09%	-0,18%
Diferencial High Yield Europa	400	-34	-36	-74	231	-1
Crédito High Yield Europa 3-5 años	621	0,44%	1,73%	4,94%	-11,08%	3,92%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	275	-0,37%	-0,17%	1,99%	-7,82%	-0,78%
Crédito High Yield USA 3-5 años	435	1,67%	1,60%	4,68%	-6,95%	6,10%
Subordinados financieros	269	-0,16%	0,90%	2,14%	-12,52%	0,45%
AT1	146	1,49%	4,45%	0,87%	-13,62%	5,48%
Gobiernos Emergentes Local Currency	139	0,11%	-1,37%	1,69%	-8,44%	-1,59%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Oro	1.919,35	-2,21%	-2,54%	5,23%	-0,28%	-3,64%
Brent	74,90	3,08%	-6,11%	-12,82%	10,45%	50,15%
Metales Preciosos	215,89	-2,80%	-4,37%	0,46%	-1,90%	-6,15%
Metales Industriales	141,35	0,71%	-11,65%	-14,51%	-4,37%	30,28%

DIVISAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2022	2021
Euro / Dólar	1,0909	2,06%	0,65%	1,91%	-5,85%	-6,93%
Euro / Libra	0,8593	0,01%	-2,25%	-2,94%	5,23%	-5,86%
Euro / Yen	157,4400	5,70%	9,27%	12,13%	7,27%	3,74%

[\(volver al índice\)](#)

Perspectivas económicas

El crecimiento sorprendió al alza por la fortaleza de los servicios

Las previsiones para 2023 se han revisado ligeramente al alza

Las previsiones de los analistas para 2023 se han revisado ligeramente al alza debido fundamentalmente a la fortaleza de la economía estadounidense, que se ha comportado mejor de lo previsto en el 1T de 2023, y la bajada de los precios de la energía. No obstante, las previsiones para 2024 se están revisando a la baja lastradas por los efectos más a largo plazo de las subidas de tipos. Se espera que estas subidas que ya se están empezando a manifestar en el endurecimiento de las condiciones crediticias, limiten el crecimiento de la demanda durante algún tiempo.

Estas previsiones están en línea con las de la Fed y el BCE. El primero ha revisado 6 décimas al alza su previsión para la economía de EEUU en 2023 hasta el 1%. El BCE por su parte, espera que la economía de la zona Euro recupere el crecimiento en el 2T 2023 y apenas la ha revisado una décima a la baja hasta el 0,9%.

Datos de crecimiento estimados

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

PIB (datos estimados)	2023 (Marzo)	2023 (Junio)	2024 (Marzo)	2024 (Junio)
Global	▲ 2,4	2,6	▼ 2,9	2,7
Economías Avanzadas	▲ 0,8	1	▼ 1,3	1,1
Economías Emergentes	▲ 4,2	4,3	▼ 4,4	4,2
EE.UU.	▲ 0,9	1,2	▼ 1,2	0,7
Zona Euro	▲ 0,5	0,7	▲ 1,2	1,4
Alemania	▼ 0	-0,2	▼ 1,1	1,1
Francia	▲ 0,5	0,6	▼ 1	1
Italia	▲ 0,5	1,1	▼ 0,9	0,9
España	▲ 1,3	1,9	▼ 1,5	1,5
Reino Unido	▲ -0,5	0,2	▼ 0,9	0,9
Japón	▲ 1,1	1,2	▼ 1,1	1,1
Canadá	▲ 0,7	1	▼ 1,5	1
China	▲ 5,3	5,5	▼ 5	4,9
India	▲ 6,9	7	▼ 6	6
Rusia	▲ -2,5	-0,3	▼ 1,5	1,2
Brasil	▲ 0,8	2,1	▼ 1,7	1,5

Mejor comportamiento relativo del sector servicios

El comportamiento mejor de lo esperado ha venido de la mano de la fortaleza del sector servicios, si bien este ya ha comenzado a desacelerarse en los últimos meses

Este mejor comportamiento de lo esperado de la economía ha venido de la mano del sector servicios. La divergencia entre el PMI manufacturero y el de servicios, se ha reducido en junio tras incrementarse en mayo hasta los niveles más elevados desde 2009.

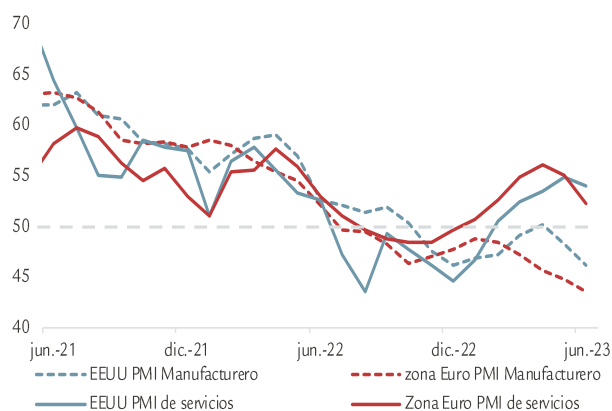
Mientras que el manufacturero apunta a contracción, el de servicios lidera el crecimiento. Este se sitúa por encima de 50, en niveles consistentes con crecimiento, y pese a que se ha desacelerado en los últimos meses. Además, dado su tamaño relativo, los servicios representan en torno al 60% del gasto de los hogares, frente a cerca del 20 % de los bienes, la recuperación de los servicios ha compensado la recesión de la fabricación de bienes.

La especificidad de la situación ha dado paso a lo que algunos denominan ya como una recesión progresiva. Primero se contrajeron las manufacturas, más afectadas por el incremento de los tipos por su mayor sensibilidad al aumento de los costes de financiación y ahora estaríamos empezando a ver los efectos en el sector servicios con las primeras caídas en los indicadores adelantados.

[\(volver al índice\)](#)

EEUU & zona Euro: PMI Manufacturero y de servicios

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



La inflación general está cayendo, pero la subyacente todavía se mantiene elevada

La inflación está cediendo terreno y las presiones iniciales se normalizan

Los precios de la energía han seguido bajando, aliviando en cierta medida la presión sobre la inflación con la general retrocediendo con fuerza. No obstante, la persistencia de la inflación subyacente se mantiene debido a las presiones en los precios de los servicios.

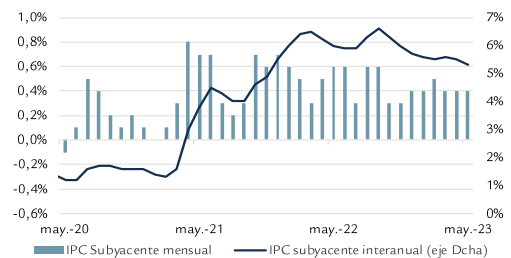
1. La inflación subyacente se mantiene elevada

Si bien la inflación general ha cedido terreno, se mantienen las presiones en la inflación subyacente a ambos lados del Atlántico.

Así, en EEUU, el IPC subyacente avanzó un 0,4% intermensual en mayo, un incremento que es casi el doble de los niveles objetivo de la Fed. En la zona Euro el dato preliminar de junio se aceleró ligeramente hasta niveles del 0,3% con lo que la tasa interanual subió hasta niveles del 5,4%.

EEUU: IPC Subyacente mensual e interanual

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



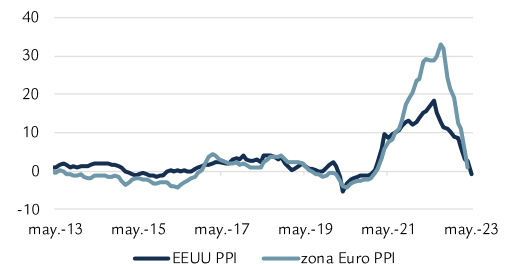
2. Los precios de producción ya han cedido hasta niveles previos a la pandemia

Los precios del productor se han desacelerado con fuerza gracias a la mejora en las cadenas de suministro y el retroceso en los precios de las materias primas.

Este índice es un indicador macroeconómico que mide la evolución de precios percibidos por el sector productivo independientemente de su canal de comercialización. El IPP, tanto en EEUU como en la zona Euro, ha recuperado niveles mínimos previos a la pandemia.

EEUU & Zona Euro: precios de producción (dato interanual)

Fuente: Bloomberg



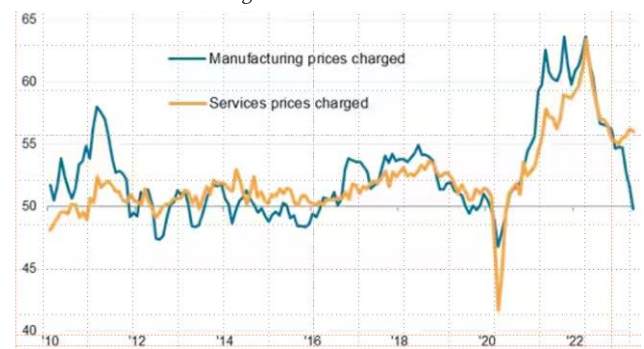
3. La presión viene por los precios de los servicios

La inflación que persiste son las subidas de los precios de los servicios. Esta es una categoría amplia, que incluye compras que suelen requerir mucha mano de obra, como la atención médica, la educación etc. Esos precios tienden a subir cuando suben los salarios, tanto porque los empresarios intentan cubrir sus mayores costes, como porque los consumidores que ganan más tienen capacidad para pagar más.

No obstante, creemos que la progresiva retirada de las medidas fiscales para apoyar a hogares y empresas aliviarán las presiones inflacionistas.

PMI Global índices de inflación manufacturero vs de servicios

Fuente: S&P Global Intelligence



[\(volver al índice\)](#)

Factores que han contribuido a la fortaleza del mercado laboral

El buen desempeño de la creación de empleo está sosteniendo la demanda que tarda en caer. Algunos factores específicos de este ciclo ayudan a explicar este retraso.

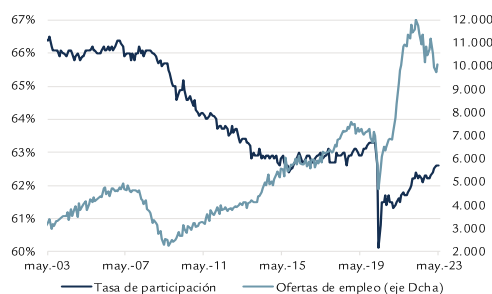
La rigidez de los mercados laborales y el elevado crecimiento salarial han impedido una desaceleración más acusada en las economías avanzadas a principios de 2023. Si bien en EEUU las peticiones semanales de desempleo se han incrementado en los últimos meses y vemos algunas señales de desaceleración, los niveles de paro se mantienen en mínimos a ambos lados del Atlántico. Entre los factores que han contribuido a esta fortaleza destacan las ofertas de empleo y las tasas de vacantes de empleo, históricamente elevadas, que deberían ceder a medida que los mercados laborales se ralenticen en las economías avanzadas.

1. La oferta de empleo tarda en contraerse

En EEUU, la rigidez de los mercados laborales está relacionada en parte con una ralentización de la oferta de mano de obra, con un descenso de las tasas de participación en la población activa, que se mantiene por debajo de los niveles pre pandemia y, un descenso de las horas trabajadas por los ocupados. Esto se manifiesta también en el fuerte incremento de las ofertas de empleo que se han disparado y se mantienen en niveles elevados.

EEUU: ofertas de empleo y tasa de participación

Fuente: Fed de Saint Louis

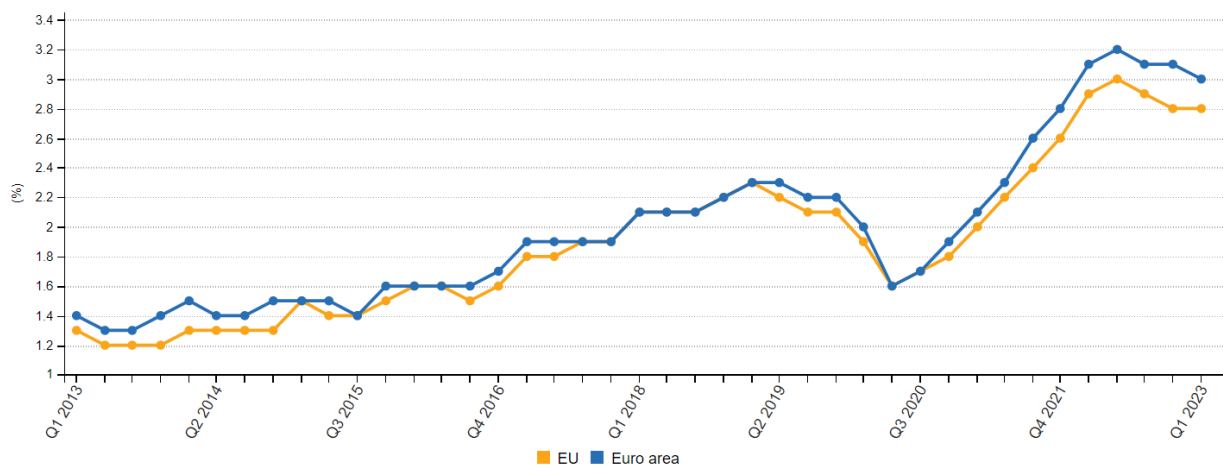


2. La tasa de vacantes de empleo se mantiene elevada

La tasa de vacantes de empleo en la zona Euro, es decir el número de vacantes sobre el total del empleo, apenas se ha reducido unas décimas desde su máximo del 3,2% en el 2T de 2022 pese al endurecimiento de las condiciones de financiación. El BCE esperaba que la reducción de las vacantes actuara como un colchón para evitar la destrucción de empleos y que contrarrestara la presión salarial que ejercían los convenios colectivos y las subidas del SMI aprobadas en los distintos países, lo que ayudaría a frenar los precios. Pero después de casi un año de subidas de tipos no se están moderando, ni tampoco la falta de mano de obra. Además los datos sorprenden más si en lugar de compararlo con el total de empleos cubiertos y por cubrir, lo hacemos con el número de personas que buscan trabajo. Y es que Alemania y Países Bajos tenían en el primer trimestre más vacantes que parados.

Zona Euro: Tasa de vacantes de empleo en la zona Euro y la UE

Fuente: Eurostat



[\(volver al índice\)](#)

Los Bancos Centrales muy cerca del techo en tipos

Los efectos de las medidas de política monetaria funcionan con retrasos largos y variables. En este ciclo de subidas de tipos estos efectos se están haciendo esperar.

Si bien los efectos sobre los precios de los activos y la contracción del crédito empiezan a ser evidentes, la inflación todavía se mantiene en niveles elevados. Los Bancos Centrales en sus reuniones de junio elevaron las previsiones de inflación para este año y el siguiente, y endurecieron el tono respecto a posibles futuras subidas, aunque el techo en tipos ya está cercano. Esto se suma a las reducciones de balance en vigor.

1. La Fed y el BCE revisaron al alza sus proyecciones de inflación subyacente y de tipos

La Fed hizo una pausa y revisó al alza sus previsiones de crecimiento e inflación subyacente hasta el 1% y el 3,9%. Esta última, tres décimas por encima de la prevista en marzo y casi el doble de su objetivo de inflación del 2%.

Además, las nuevas proyecciones de tipos de interés indican que más de la mitad de sus miembros están a favor de un aumento adicional de 50 puntos básicos este año, y 3 prevén incluso más subidas. Esto situaría los costes de endeudamiento en torno al 5,6%, muy por encima de lo esperado.

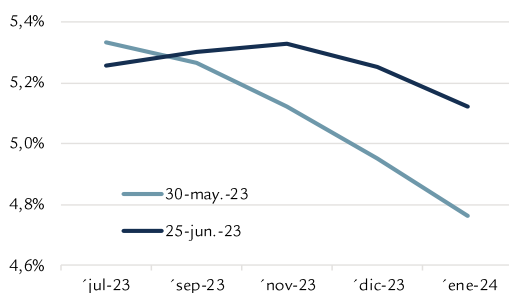
En la zona Euro, el tono fue más duro, el BCE incrementó los tipos 25 pb y anunció una nueva subida para el mes de julio debido a la persistencia de la inflación subyacente que prevén que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. Destacó la revisión al alza de las previsiones para la inflación subyacente 2023 y 2024 hasta el 5,1% y 3% respectivamente, mientras que el crecimiento se revisó una décima a la baja hasta el 0,9% en 2023.

2. Los mercados no descuentan bajadas de tipos

Los mercados han revisado al alza sus previsiones de tipos para 2023. Los futuros de la Fed apenas descuentan bajadas en 2023, pero sí en 2024, y los del BCE se han incrementado. No obstante, tras el fortísimo incremento de los tipos, las posibles subidas adicionales son marginales.

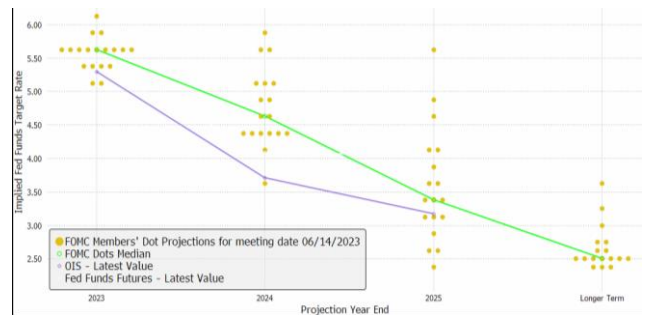
Cambio en los futuros de los tipos de la Fed

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



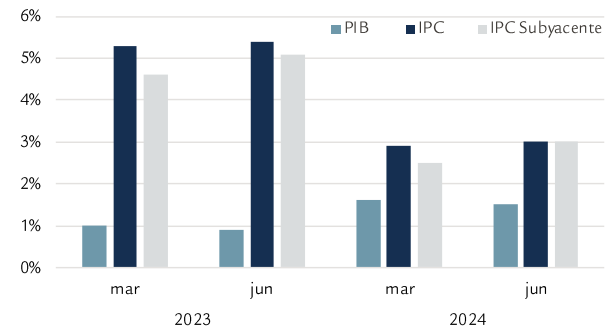
EEUU: Dot Plot

Fuente: Bloomberg



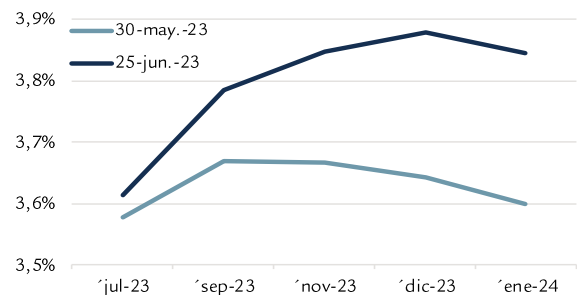
Zona Euro: previsiones del BCE

Fuente: Bloomberg



Cambio en los futuros de los tipos del BCE

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Otras medidas que se suman a los efectos de las subidas de tipos

Las fuertes medidas de política fiscal introducidas con el fin de paliar los efectos de la pandemia y posteriormente la crisis energética se están reduciendo, si bien la política fiscal sigue siendo expansiva tanto en EEUU con el Inflation Reduction Act como en la zona Euro con el Next Generation EU.

En EEUU, las ayudas por el Covid dieron paso a un fuerte incremento de los ahorros que ha contribuido a mantener los niveles de demanda y por lo tanto el crecimiento de la economía por encima de los niveles esperados. Aunque estos efectos ya se han disipado, al menos en gran parte, entre las medidas tomadas todavía está vigente la congelación de la deuda federal por préstamos estudiantiles.

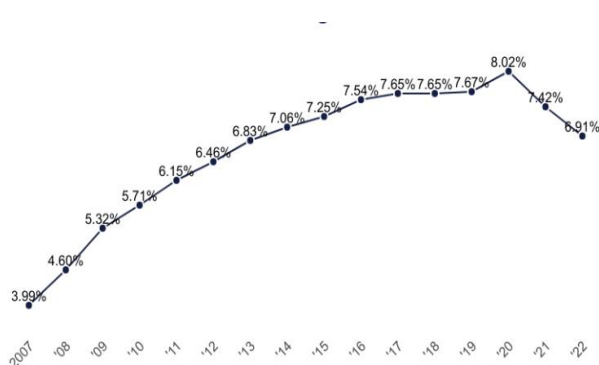
1. Finaliza la congelación de la deuda por préstamos estudiantiles

Esta medida introducida entre el segundo y el tercer trimestre financiero de 2020 afectó a unos 35 millones de prestatarios por un importe total de \$1,6 miles de millones, es decir, casi un 7% del PIB. El acuerdo sobre el límite de la deuda recién alcanzado exige que la pausa en los pagos de los préstamos estudiantiles se levante a más tardar el 30 de agosto.

Si bien todavía está pendiente que los tribunales aprueben o no la propuesta de Biden de condonar hasta 20.000 dólares en deuda estudiantil, en cualquier caso el fin de la pausa va a limitar el gasto de millones de familias.

Deuda de préstamos a estudiantes en porcentaje del PIB

Fuente: US Federal Reserve & US Department of Education



2. La contracción de la liquidez. En EEUU a la reducción del balance de la Fed se suman las fuertes emisiones de deuda soberana.

Antes de la aprobación del techo de la deuda, el tesoro de EEUU redujo su liquidez hasta niveles mínimos por debajo de 23 bln\$ el 1 de junio. Por ello, tras el acuerdo, se espera que las emisiones de deuda se disparen los próximos meses con el fin de incrementar de nuevo el saldo de tesorería.

En el mes de junio ya hemos visto un fuerte incremento en el tamaño de las subastas de letras y se espera que continúe. Este aumento de las emisiones dificultará las condiciones de crédito. De hecho el efecto se calcula que podría ser equivalente a una subida de tipos 25 pb. En concreto, el fuerte incremento de las emisiones puede tener repercusiones en los tipos a corto plazo que podrían incrementarse y en la liquidez. Esta se puede contraer dado que los bancos tendrán que competir con las emisiones para captar o mantener los depósitos.

EEUU: Saldo de tesorería

Fuente: Bloomberg



[\(volver al índice\)](#)

Renta Variable

Euforia en los índices de sentimiento, ¿señal de correcciones en el corto plazo?

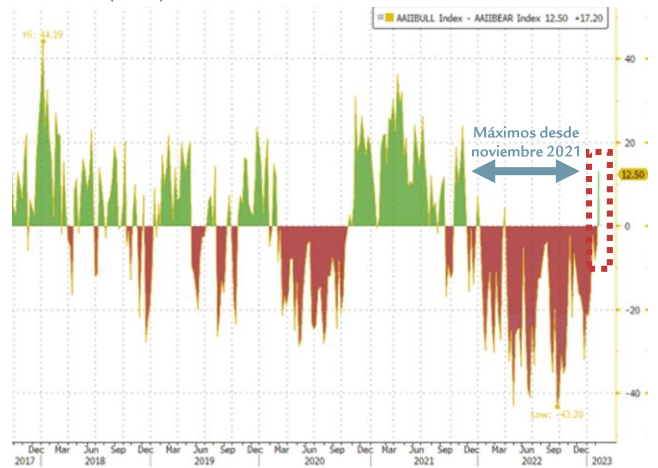
Las fuertes subidas de los índices de los últimos meses han llevado a los mercados a niveles de sobrecompra extrema no vistos en índices como el Nasdaq desde el rebote de las bolsas en 2020. El VIX, el índice de volatilidad, ya está en mínimos de 4 años y las primas de riesgo en renta variable han seguido cayendo alcanzando niveles no vistos en 16 años.

- 1. La encuesta de sentimiento realizada por la Asociación Americana de Inversores Particulares alcanza sus niveles más altos desde noviembre de 2021.** Este indicador de sentimiento lo analizamos como una lectura de hacia dónde va la liquidez. El mercado se mueve por liquidez, y cuando todo el mundo está comprado y se alcanzan valores altos de optimismo, es cuando ya no queda nadie para comprar más. Entonces el mercado se ajusta mediante correcciones hasta que se vuelve a equilibrar.
- 2. El ratio Put-Call americano sigue en mínimos de los últimos 14 meses.** Este ratio se analiza como un **indicador de sentimiento contrario**, por lo que cuando la mayoría de los inversores tienen expectativas alcistas del mercado, el volumen de opciones call negociadas es muy alto, y por tanto mayor al de las opciones put negociadas, por lo que el valor de este ratio sería menor que 1. Si por el contrario, la mayoría de los inversores tuviesen expectativas bajistas y el número de opciones put negociadas fuesen superiores al de las opciones call, el ratio sería superior a 1.
- 3. El índice de Morgan Stanley, MS Global Risk Demand, ha seguido subiendo hasta el +2.2 dentro de niveles de extrema complacencia.** Durante el último año, cuando el índice ha alcanzado niveles inferiores a -2 ha supuesto una fuerte señal de compra para los activos de riesgo, mientras que por encima de +2, ha marcado un techo claro en el mercado.

En definitiva, casi la totalidad de los indicadores de sentimiento ya marcan unos niveles exagerados de complacencia viendo cerca una corrección de corto plazo.

AAII Bull-Bear Index

Fuente: Bloomberg, American Association of Individual Investors (AAII)



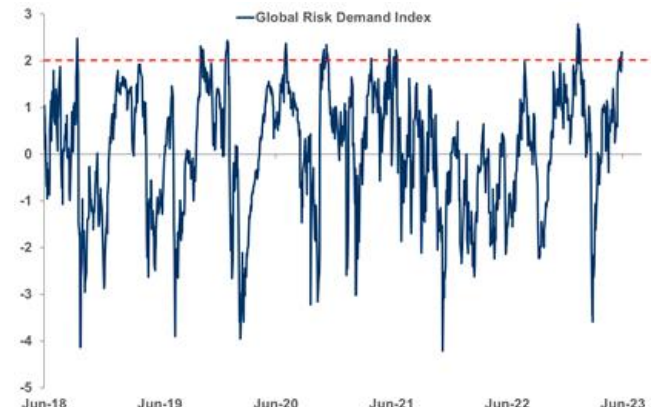
US Put-Call Ratio invertido vs S&P500

Fuente: MS Research



MS Global Risk Demand

Fuente: MS Research



[\(volver al índice\)](#)

La fiebre de la Inteligencia Artificial impulsa los mercados

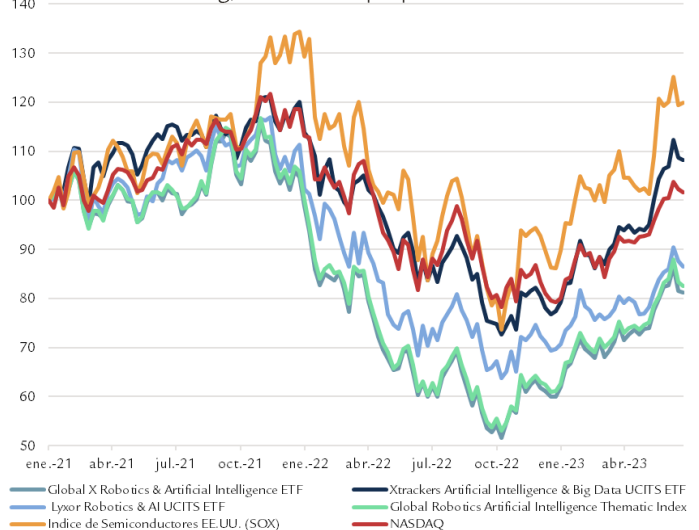
La euforia en torno a la Inteligencia Artificial ha impulsado este año el **Nasdaq un +30%**, al **índice de semiconductores (SOX) un +43%** y al **índice Global Robotics Artificial Intelligence Thematic, que recoge esta temática, un +38%**. El mercado parece apostar por la industria del chip como uno de los claros ganadores en el desarrollo de la IA.

Los mayores beneficiarios son los fabricantes de chips específicos (GPUs) donde encontramos compañías como Nvidia y AMD. Por la parte de materiales, cabe destacar que el silicio es imprescindible para los chips y el principal productor mundial es China, con una producción dieciocho veces mayor que la de Estados Unidos.

Las **principales compañías con mayor número de patentes** en IA son Tencent, Baidu, IBM, Samsung, Microsoft, Alphabet, Sony, Meta, Intel y Adobe entre otras. El ecosistema en torno a la IA es muy amplio ya que incluye su desarrollo, la infraestructura necesaria y las diferentes aplicaciones, pero actualmente la euforia estaría centrada en la IA generativa, capaz de crear contenido como texto o imágenes entre otras cosas.

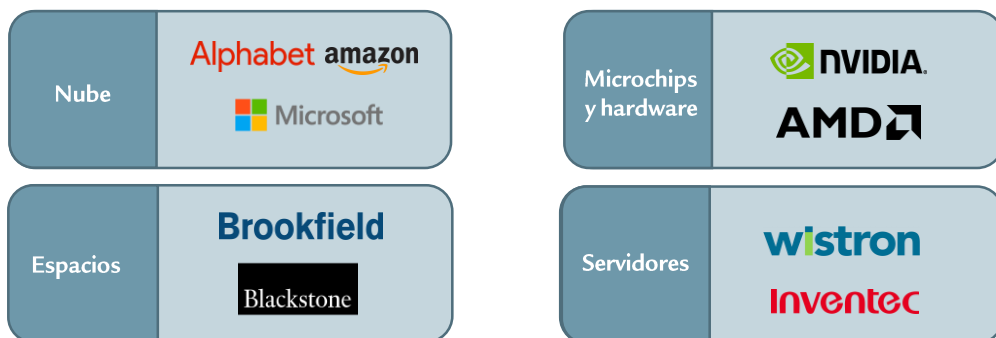
Evolución índices IA vs NASDAQ vs SOX

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Si analizamos la **cadena de suministro y la infraestructura necesaria**, aparte del software específico, implicaría:

- El uso cada vez más extendido de la **nube**, lideradas por Amazon, Alphabet, Microsoft que invertirán 120.000 millones de dólares en 2023, un +56% más con respecto a 2022.
- **Espacio necesario** para servidores-nube. Se prevé que el espacio dedicado a servidores se duplique en 5 años y el espacio físico disponible para centros de datos estaba en mínimos a finales de 2022, lo que beneficiará también a empresas de real estate como Blackstone y Brookfield.
- **Hardware-Microprocesadores**, con la americana Nvidia a la cabeza.
- **Servidores**, las taiwanesas Wistron e Inventec, entre otras.



Los **retos para esta tecnología** son el fuerte músculo financiero que exigen las inversiones y la fuerte regulación a la que se verá sometida. En nuestra opinión, el sector tiene un **gran potencial a medio plazo, pero a corto plazo la euforia ha encarecido esta temática**.

[\(volver al índice\)](#)

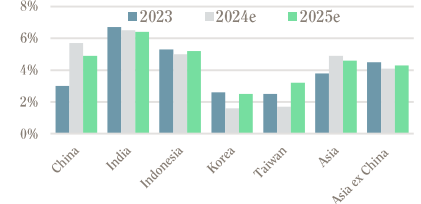
Asia no es sólo China

Muchas veces cuando hablamos sobre Asia, centramos nuestro discurso en China sin tener en cuenta que el peso en los índices es de un 34% y países como **India, Corea del Sur o Taiwán**, pesan ya más de la mitad del índice. Es importante matizar que China a pesar de ser una potencia económica destacada, existe un **gran abanico de oportunidades de inversión** en la región más allá del país. Por ello, pese a la volatilidad y crecimiento algo más débil de lo esperado en China, la región asiática sigue siendo atractiva, contando **con unas perspectivas macroeconómicas sólidas y un alto margen de maniobra en política monetaria**.

- En Asia excluyendo a China, después de la fortaleza inicial en servicios, el **gasto en bienes se está sumando a la recuperación**. En el caso de China, dado que la plena reapertura se materializó a principios de este año, la recuperación del consumo también seguirá el mismo perfil que el resto de la región, aunque con un retraso de unos meses. Por otro lado, los niveles de inversión y demanda externa están recuperándose, avanzando hacia una recuperación más equilibrada, **con la mayoría de los componentes del PIB reforzándose**.
- La inflación se acerca al objetivo en la región a medida que los precios internacionales de productos básicos han ido revirtiendo, otorgando flexibilidad en política monetaria a la región. **Casi todos los bancos centrales de Asia han pausado sus ciclos de aumento de tasas y parece que la desinflación abrirá espacio para recortes de tasas**. Esperamos que los bancos centrales asiáticos puedan recortar las tasas incluso antes que la Reserva Federal y los primeros en actuar podrían hacerlo tan pronto como en el cuarto trimestre de 2023.

Perspectivas de crecimiento

Fuente: MS Research



India	India ofrece perspectivas atractivas de crecimiento impulsado por la demanda interna y un entorno empresarial diversificado. Con una población joven y en aumento de ingresos, se espera un crecimiento sostenido del consumo a largo plazo. Además, India se proyecta como un líder en mercados de consumo, fabricación y energías renovables.
Indonesia	Las reformas en Indonesia atraen inversores, aprovechando el offshoring y su posición como segundo mayor productor de cobalto y níquel. Los tipos de interés son más altos debido a la falta de impacto inflacionario. La divisa del país, IDR, ha tenido un rendimiento destacado impulsado por la depreciación del dólar.
Corea	Las valoraciones son atractivas y crecimiento estable. El nuevo presidente, Yoon Suk-Yeol, podría implementar políticas favorables al mercado. Se están realizando mejoras en los gobiernos corporativos y se enfoca en la transformación verde de la economía. En general, Corea es considerado el país más seguro debido a su sólida macroeconomía y buenos indicadores económicos.
Taiwán	En Taiwán, las valoraciones se han vuelto atractivas gracias a la inminente depresión del ciclo de los semiconductores -el punto en el que el riesgo alcista es mayor-, por lo que presenta una oportunidad de inversión.

Valoraciones atractivas

Los activos asiáticos cotizan en múltiplos atractivos, muy por debajo de sus medias históricas. En términos de Price to Book Value, **las valoraciones llevan tiempo contraídas** y actualmente se encuentran en niveles cercanos a una desviación estándar por debajo de su media a largo plazo, lo cual ha sido históricamente un punto de entrada atractivo.

Evolución Price to Book ratio MSCI ASIA Ex – Japón

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Renta Fija

El carry de la Renta Fija compensa escenarios extremos

Seguimos considerando que estamos ante una gran oportunidad de inversión en renta fija, independientemente de cuales sean las decisiones en política monetaria. Pese a que creemos que el techo en tipos está cerca de alcanzarse, tanto si se producen **subidas adicionales**, gracias al **efecto del “carry”**, como si los **tipos se mantienen estables**, o si **bajan desde los niveles actuales**, donde el **precio de nuestros bonos se verá beneficiado**, consideramos que el escenario es muy favorable para la clase de activo.

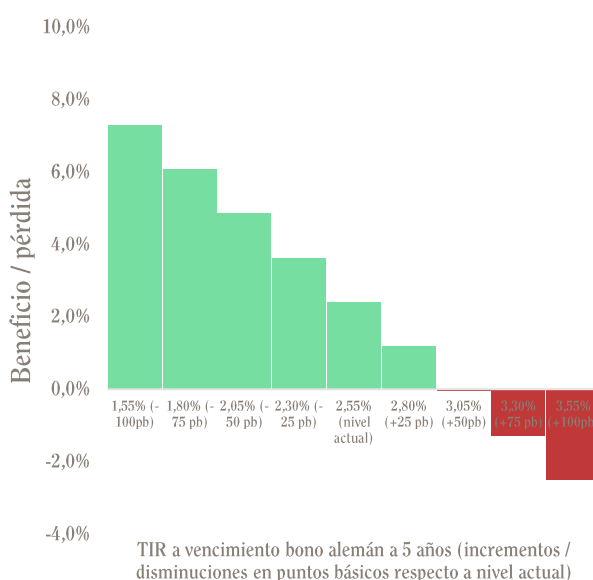
Para cuantificar el efecto del “carry”, pongamos un ejemplo con datos reales considerando que como inversor **adquiero un bono soberano alemán con duración modificada de 4.9, cupón anual del 2.4% y TIR a vencimiento del 2.55%**.

- Si los **tipos de interés de mercado**, en este caso el bono alemán a 5 años, **suben 25 puntos básicos**, la **penalización en precio**, manteniendo los demás factores constantes, **será de -1,22%**, por lo que esta rentabilidad negativa en precios estará cubierta por el flujo recurrente de cupón o “carry”, **generando un 1,18% neto positivo** resultante en el periodo.
- La **subida de tipos** debería de **ser superior a los 48 puntos básicos en el año**, para que en este ejemplo **el cupón no amortiguara la caída en precios**.

Siguiendo el ejemplo previo, a continuación podemos observar como el impacto de posibles subidas en el bono alemán a 5 años, es **asimétrico en los niveles actuales**, donde **una caída de 50 puntos básicos generaría un beneficio del 4.85%**, de las ganancias derivadas de los ingresos (cupones) y la revalorización, mientras que **subidas de hasta 50 puntos básicos (escenario que no consideramos)**, tan solo generarían una **pérdida latente del -0.05%**.

Escenarios posibles ante movimientos en tipos en Alemania a 5 años

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



CoCos: Apertura del mercado primario, ¿fin de la crisis en AT1?

Fuerte recuperación en la deuda subordinada financiera tras la crisis en el mercado de CoCos (AT1s) después de lo ocurrido con Credit Suisse y la banca regional americana, apoyados en:

- Los **resultados de las entidades bancarias del 1T23 mostraron fortaleza** batiendo ampliamente las expectativas poniendo de manifiesto las buenas métricas de solvencia, fuerte generación de margen de intereses y reducido riesgo de crédito.
- **Mejoras en los ratings crediticios**. El sector financiero europeo sigue disfrutando de unas subidas de rating que cuadruplican a las rebajas en el año.
- **Reapertura del mercado primario en AT1s**: BBVA y Bank of Cyprus reabren el mercado de primarios siendo los primeros en emitir deuda AT1 tras las crisis de la banca regional americana provocando un fuerte repunte de los CoCos en general alcanzando niveles anteriores a lo ocurrido con Silicon Valley Bank.
- **Respaldo de los reguladores europeos al mercado de AT1**, con la filtración de las conversaciones de la EBA con inversores para un posible cambio en las características en los pagos de los cupones de los CoCos, lo que reforzaría la prelación preferente de los AT1 frente los accionistas.

[\(volver al índice\)](#)

Seguimos viendo **valor en CoCos** a medida que el mercado primario y las amortizaciones a la call van volviendo a la normalidad. Los buenos resultados de la banca con buenos datos de solvencia, las mejoras de los ratings crediticios, el respaldo de los reguladores y la reapertura del mercado de AT1s son muy buenas señales para el activo.

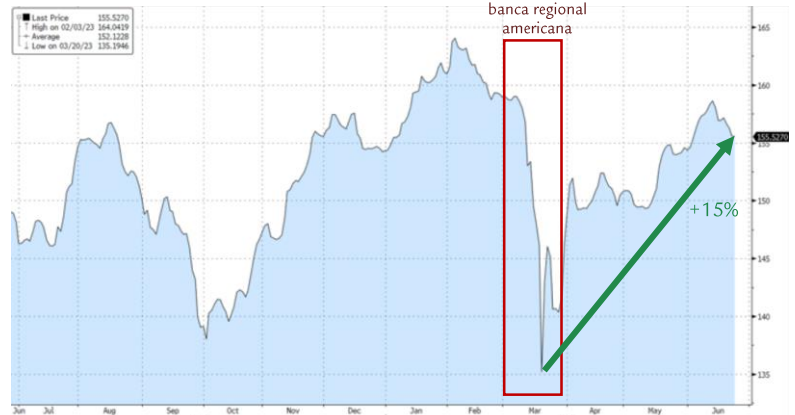
Los defaults alcanzan máximos de diciembre de 2020 en High Yield

Moody's publicó su informe mensual donde anunció un nuevo incremento en los defaults. Durante los últimos meses las tasas de defaults han tendido al alza con 16 nuevos impagos en mayo, igualando la cifra de marzo que supuso un récord mensual desde diciembre de 2020. De este modo, el

saldo en los primeros meses del año asciende a 62 defaults, con Estados Unidos a la cabeza con 42, más del doble de los 16 del mismo periodo de 2022, seguido por Europa con 11, Latinoamérica 7 y Asia-Pacífico 2. Por sector, se sitúan a la cabeza Business Services, Healthcare, Retail, Telecoms y Hotel, Gaming & Leisure. De este modo, la tasa de default HY a nivel global de Moody's aumentó hasta el 4,2%, un nivel todavía ligeramente por encima de su promedio histórico del 4,1%. Sin embargo, la agencia espera que la tasa de default aumente hasta el 4,6% a finales de este año y hasta el 5% en abril de 2024 para después descender hasta el 4,2% a finales de 2024, ante el actual contexto de tipos de interés al alza y menor crecimiento económico, así como el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación.

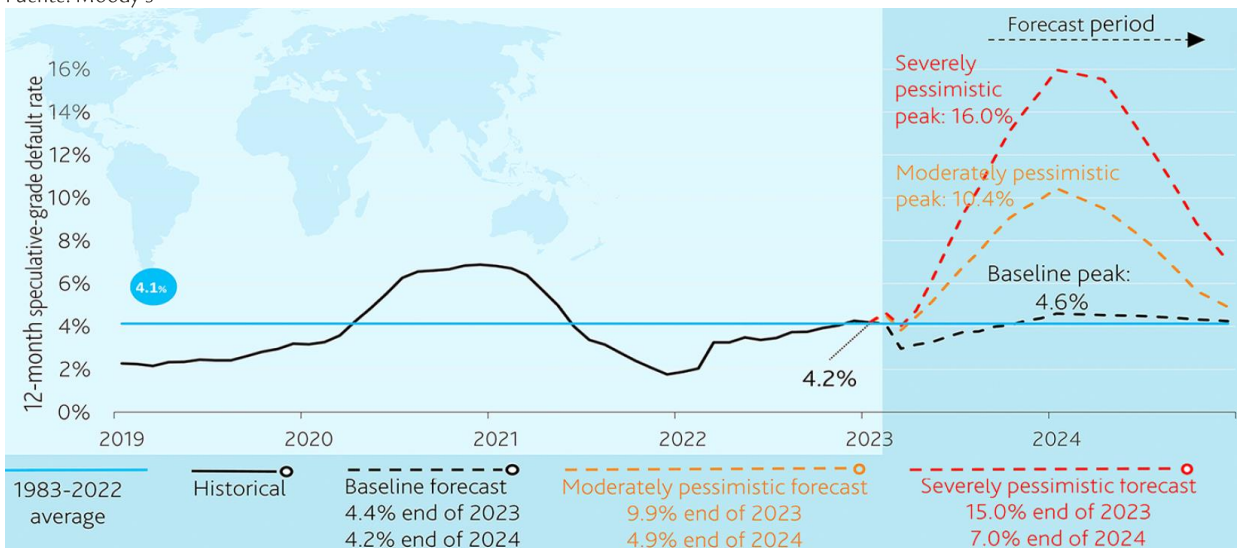
Comportamiento AT1s

Fuente: Bloomberg, Iboxx CoCo Index



Las perspectivas en quiebras tienden al alza para 2023 y 2024

Fuente: Moody's



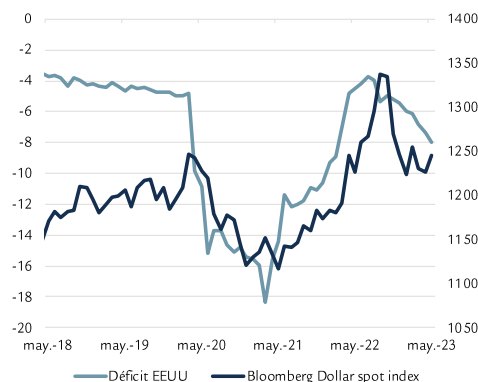
[\(volver al índice\)](#)

Divisas

En 2023 el eurodólar se ha mantenido en un canal lateral y creemos que seguirá oscilando en torno a esos mismos niveles durante el resto del año. La reciente apreciación del euro frente al dólar en el mes de junio, impulsado por las mayores expectativas de subidas de tipos en la zona Euro debería ir cediendo en línea con los indicadores adelantados algo peores de lo esperado y tras dos trimestres de crecimiento negativo. No obstante, tampoco esperamos una apreciación del **dólar** que creemos **se verá perjudicado por el incremento del déficit público**, que se encuentra en máximos, y del coste de los intereses de la deuda. A todo ello se suma el hecho de que la Fed está más adelantada en el ciclo de subidas y por lo tanto más cerca del final de las mismas. Por todo ello **mantenemos nuestra posición neutral en el dólar**.

Dólar Spot index vs Deficit Público de EEUU

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



Materias Primas

Oro

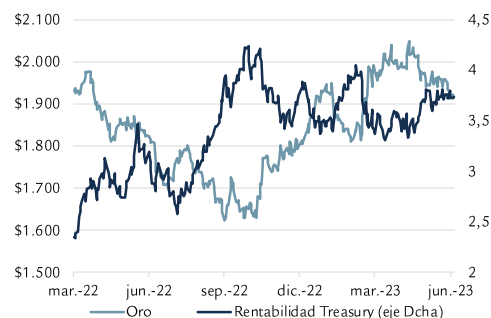
La política monetaria de los Bancos Centrales y la **debilidad del dólar** siguen apoyando **unas perspectivas positivas para el oro**. Las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal parece que están llegando a su fin con el mercado descontando un ciclo de recortes, en contraste con otros bancos centrales como el BCE, lo que podría debilitar el dólar reforzando las perspectivas positivas del oro.

Otro de los condicionantes que muestran señales positivas para la cotización del oro son las compras por parte de los **Bancos Centrales**, que continúan **augmentando sus reservas de oro** de manera significativa, con récord en 2022 y en el primer trimestre de 2023 indicando confianza en su valor a largo plazo.

La incertidumbre geopolítica y económica podría impulsar la demanda de oro tanto entre los inversores como entre los bancos centrales. La intensificación de la rivalidad entre EEUU y China, junto con las tensiones derivadas de la invasión de Ucrania por Rusia, hacen más probables nuevos estallidos. Además, **el rendimiento relativo del oro** frente al S&P 500 **mejora significativamente durante las recesiones** estadounidenses, según los datos desde la década de 1980. Aunque los últimos datos económicos de EEUU han sido resistentes, la inflación persistentemente alta aumenta el riesgo de que la Fed se exceda en el endurecimiento de los tipos, especialmente si los bancos regionales siguen recortando los préstamos para garantizar la liquidez tras las recientes salidas de depósitos.

Cotización del oro y Rentabilidad 10Y USA

Fuente: Bloomberg, elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento

Nuestro escenario económico sigue siendo que el incremento de las restricciones crediticias lastrará el crecimiento económico, provocando un incremento del desempleo que permitirá una relajación de la inflación y la estabilización de los tipos de interés. En este contexto, **nuestro posicionamiento para el tercer trimestre será similar al que hemos mantenido a lo largo del año, donde ya priorizábamos el riesgo en renta fija sobre el de renta variable.**

Empezaremos por la renta fija y concretamente con la **deuda gubernamental de los países desarrollados**. A pesar que los tipos se encuentran aún por debajo de la inflación, entendemos que se han alcanzado unos niveles razonables para unas economías que se encuentran cerca de un período recesivo, por lo que debemos incrementar duración. Para aquellos inversores que puedan asumir mayor volatilidad y tengan una filosofía de mantener la inversión a vencimiento, nos inclinaremos por bonos periféricos, cuyo diferencial de rentabilidad nos parece atractivo para su bajo riesgo de impago. Hablamos de rentabilidades del 3.50% a 5 años, niveles adecuados para aquel ahorrador que quiera batir la inflación durante ese período.

Asset Allocation



- Continuamos viendo **más valor en la Renta Fija que en la Renta Variable**. Las valoraciones continúan siendo elevadas en Renta Variable mientras que en la Renta Fija, el carry compensa subidas en las rentabilidades.



Posicionamiento Geográfico

- Neutrales en Europa respecto a Estados Unidos
- Positivos en Asia



Estilos de Inversión

- Positivos en crecimiento respecto valor
- Positivos en grandes compañías respecto pequeñas
- Negativos en cíclicas respecto defensivas

En renta fija corporativa, nos inclinamos por aquella de calidad que se encuentre dentro del grado de inversión. La recesión económica provocará un incremento de compañías con flujos de caja netos negativos en un período de menor acceso a la financiación y a precios más altos. Puede parecer un mal escenario, pero no hay que olvidar que existen compañías con mucha caja o capacidad de generarla que ofrecen rentabilidades del 4% a 5 años. **Una oportunidad para el ahorrador. En bonos de alta rentabilidad**, que son los bonos de mayor riesgo, **evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia**, que deberían sufrir más en un entorno recesivo. En ese **mismo nivel de rentabilidades** y a pesar de su subordinación, **preferimos híbridos corporativos** de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión.

Otra de **nuestras convicciones son los subordinados financieros de la Unión Europea**. Se trata de un activo que se ha visto especialmente afectado por la crisis de Credit Suisse, pero los reguladores de la eurozona han sido claros con su interpretación de las reglas del juego y estamos convencidos que las dudas se irán disipando. Estamos hablando de un sector altamente regulado, bien capitalizado, con altos ratios de solvencia y liquidez, donde el mayor riesgo es el alargamiento de la vida de las emisiones más allá de su primera opción de compra.

Respecto a la renta variable, desde A&G seguimos pensando que a pesar que algunos factores de riesgo están descontados en el precio, el escenario económico descrito debe invitarnos a ser **cautos en la exposición hasta que se vayan disipando dudas sobre el crecimiento económico**, la prima de riesgo refleje un escenario más realista, los niveles de los índices se encuentren más asequibles y se descuenta un escenario más realista de los resultados empresariales. A pesar de su revisión a la baja de un 5% en los últimos 12 meses, se está descontando un crecimiento de los mismos del 10% en los próximos dos años, lo que consideramos excesivo ya que la caída media en períodos recesivos ha sido de un 10%. Estamos hablando de una posible caída de los índices del entorno del 15%, por lo que a medida que estas señales se fueran produciendo, iríamos incrementando riesgo, bien aumentando exposición, bien rotando la cartera a un escenario más cíclico desde el defensivo inicial.

[\(volver al índice\)](#)

Renta Variable

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 la región asiática con perspectivas macroeconómicas sólidas y un alto margen de maniobra en política monetaria con económicas con un alto potencial de crecimiento con países como Corea del Sur, Taiwán, China o India entre otros. **Pensamos que se encuentran en un punto diferente del ciclo y la reapertura tendrá consecuencias positivas para sus economías con la reactivación del consumo y el turismo.**

Positivos en crecimiento respecto valor

Tras ver nuestro **objetivo de techo en tipos muy cerca de alcanzarse, pasamos a estar positivos en compañías ligadas a crecimiento** pero con un sesgo en **compañías de calidad y gran capitalización**

Positivos en grandes compañías respecto pequeñas

Nuestro posicionamiento defensivo invita a preferir las compañías de gran capitalización frente a las pequeñas y medianas. **Nuestro objetivo es incrementar peso en pequeñas compañías a medida que los tipos 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.

Renta Fija

Ligeramente positivos en duración

Tras incrementar duración durante los primeros meses del año, volvemos a marcar objetivos para seguir incrementando en 2,50%-3,00% del bono Alemán y en el 4.00% para el bono americano.

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 y gobiernos

Tanto las rentabilidades de gobiernos como las grado de inversión 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 **vemos oportunidades en ambas clases de activos.**

[\(volver al índice\)](#)

Positivos en híbridos y AT1s respecto a High Yield

A estos niveles evitaríamos las compañías con peor calificación crediticia, que deberían sufrir más en un entorno recesivo. En ese mismo nivel de rentabilidades y a pesar de su subordinación, preferimos híbridos corporativos de aquellas compañías sólidas, con buena calidad de balance y que gozan del grado de inversión y AT1s a medida que el mercado primario y las amortizaciones a la call van volviendo a la normalidad. Los buenos resultados de la banca con buenos datos de solvencia, las mejoras de los ratings crediticios, el respaldo de los reguladores y la reapertura del mercado de AT1s son muy buenas señales para el activo.

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.

Divisas

Neutrales en el dólar contra el Euro

No esperamos una apreciación del dólar que puede verse perjudicado por el incremento del déficit público, que se encuentra en máximos, y del coste de los intereses de la deuda. A todo ello se suma el hecho de que la Fed está más adelantada en el ciclo de subidas y por lo tanto más cerca del final de las mismas. Por todo ello mantenemos nuestra posición neutral en el dólar.

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.

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.












































































Inversión Alternativa

Neutrales

Continuamos encontrando buenas oportunidades de inversión en los mercados privados, donde después de las fuertes subidas de tipos, tendremos que ser aún más selectivos. Nos ofrecen acceso a temas de inversión tan atractivos como la transición energética y una adecuada selección de gestores, ha aportado sistemáticamente rentabilidades muy superiores al mercado, a pesar de que se enfrentan a un entorno algo más complicado que el de los últimos 10 años.

[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento

		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			
=	Cíclicos / Defensivos			
=	Asia / Resto Emergentes			
=	Renta Fija			
=	Duración			
	Relativos			
=	Gobiernos / Grado de Inversión			
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad			
	Convicciones Renta Fija			
=	Subordinados financieros			
=	Híbridos Corporativos			
=	Bonos Emergentes			
	Divisas			
=	USD			
=	Divisas Asiáticas			
=	Gestión Alternativa			
=	Inversión Alternativa			

[\(volver al índice\)](#)



www.ayg.es

El presente documento contiene exclusivamente información relativa a cifras y hechos del mercado. La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros, no contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero u otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Queda prohibida su transmisión a terceros, copia o reproducción sin el consentimiento previo y expreso de A&G