



Mientras que el consumidor no se consume

Estrategia 1T 2024

2 de enero de 2024

Asesoramiento y Análisis | asesoramiento@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Índice

1. Estrategia 1T 2024: Mientras que el consumidor no se consuma [\(ir\)](#)
2. Evolución de las principales clases de activos [\(ir\)](#)
3. 2023, el año fin del dinero fácil [\(ir\)](#)
4. Perspectivas Económicas [\(ir\)](#)
 - a. Adiós 2023, hola 2024 ¿Y ahora qué?
 - b. Las previsiones apuntan a un menor crecimiento de la economía
 - c. Aunque la productividad podría repuntar por el efecto de la IA
5. Renta Variable [\(ir\)](#)
6. Renta Fija [\(ir\)](#)
7. Divisas y Materias Primas [\(ir\)](#)
8. Posicionamiento [\(ir\)](#)

Estrategia 1T 2024: Mientras que el consumidor no se consuma

El ejercicio 2023 ha resultado tremendamente diferente según el prisma desde el que lo juzguemos, excelente para los mercados financieros, resiliente en términos económicos y muy duro desde el punto de vista geopolítico.

Las bolsas globales, con grandes divergencias sectoriales y geográficas, han avanzado un 20% en 2023, con el índice Nasdaq en EEUU revalorizándose más de un 40% y el Hang Seng de Hong Kong registrando pérdidas superiores al 15% en el mismo periodo. En renta fija, la matemática de los bonos se hizo buena. Después del nefasto 2022, 2023 resultó muy positivo también para las inversiones en renta fija, con el índice agregado Pan Europeo avanzando más de un 7,5% después del retroceso del -19% de 2022.

La economía, soportada fundamentalmente por un consumidor estadounidense que parece inmune al fuerte proceso de subidas de tipos de interés, mostró mayor resiliencia de lo que la mayoría esperábamos. La desaceleración esperada se ha pospuesto y el mundo crecerá algo más de un 3% en 2023, si bien es cierto que las economías avanzadas no alcanzarán el 1,5% de crecimiento de PIB.

Titulamos nuestro informe de estrategia para el primer trimestre de 2024, “Mientras el consumidor no se consuma”. Eso es lo que durará el ciclo actual. Y los ciclos siempre han existido y siempre existirán. Tenemos algunas señales incipientes que señalan hacia una desaceleración en los próximos trimestres, pero no será grave mientras el mercado laboral se mantenga razonablemente fuerte.

La desaceleración económica sí será significativa en 2024. El mundo pasará de crecer ligeramente por encima del 3% en 2023, a no alcanzar el 2,5%. Las economías desarrolladas se estancarán en tasas de crecimiento cercanas al 0,5%, sin crecimiento alguno en Europa.

En términos geopolíticos, el año fue muy duro. A la prolongación de la guerra en Ucrania, se sumó el inicio del conflicto en la franja de Gaza, todo ello con un incremento de la tensión entre China y EEUU que está dando paso a un incremento de las restricciones comerciales y una reordenación de la globalización.

La fuerte caída de la inflación, que comenzó el año en el +6,5% y lo termina, con el dato de noviembre, en el 3,1% en EEUU ha marcado la pauta de los mercados, se han movido al son de las expectativas de bajadas de tipos de interés.

En ese sentido, si bien somos constructivos en el largo plazo, pensamos que tras las fuertes subidas de los meses de noviembre y diciembre, las bolsas están excesivamente complacientes. Nos están dando un mensaje contradictorio al que nos dan los bonos y ese, junto con unas expectativas muy altas para los beneficios, nos llevan a una posición de ligera cautela. Las subidas bursátiles se han apoyado en una caída de los tipos de interés, que sería sin duda positiva para las bolsas, pero, por un lado, podría no ser tan rápida y tan intensa como se espera y por otro, no debemos olvidar la razón por la que caerían, que no es sólo inflación más cerca del objetivo, sino menor crecimiento.

Comenzamos por tanto el año 2024 optimistas en renta fija y con gran visibilidad en el activo. No esperamos recortes de los tipos de interés tan fuertes como los que espera el mercado y a pesar de ello, encontramos oportunidades de inversión que estamos convencidos, serán la base de la rentabilidad de las carteras en los próximos años.

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2023

RENTA VARIABLE

| Global | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
|--------------------------------------|--------|-----------|--------|--------|---------|--------|
| MSCI World (divisa cubierta) | 221 | 3,95% | 9,04% | 18,98% | -19,20% | 21,55% |
| MSCI World Growth | 4.611 | 4,40% | 13,20% | 35,95% | -29,75% | 20,45% |
| MSCI World Value | 3.372 | 5,24% | 8,75% | 8,67% | -8,77% | 19,32% |
| Europa | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
| EuroStoxx50 | 4.522 | 3,18% | 8,31% | 19,19% | -11,74% | 20,99% |
| Stoxx 600 | 479 | 3,77% | 6,40% | 12,74% | -12,90% | 22,25% |
| Ibex35 | 10.102 | 0,44% | 7,15% | 22,76% | -5,56% | 7,93% |
| FTSE100 | 7.733 | 3,75% | 1,65% | 3,78% | 0,91% | 14,30% |
| MSCI Europe Growth | 192 | 3,91% | 8,13% | 14,45% | -18,86% | 26,48% |
| MSCI Europe Value | 125 | 3,37% | 4,12% | 11,08% | -4,73% | 18,00% |
| Estados Unidos | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
| S&P500 | 4.770 | 4,42% | 11,24% | 24,23% | -19,44% | 26,89% |
| Nasdaq Composite | 15.011 | 5,52% | 13,56% | 43,42% | -33,10% | 21,39% |
| Dow Jones | 37.690 | 4,84% | 12,48% | 13,70% | -8,78% | 18,73% |
| Russell 1000 | 2.622 | 4,81% | 11,52% | 24,51% | -20,41% | 24,76% |
| Russell 2000 | 2.027 | 12,05% | 13,56% | 15,09% | -21,56% | 13,70% |
| MSCI USA Growth | 9.380 | 3,93% | 13,36% | 44,29% | -31,85% | 25,14% |
| MSCI USA Value | 3.284 | 5,41% | 9,16% | 6,45% | -8,66% | 24,61% |
| Asia | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
| Nikkei 225 | 33.464 | -0,07% | 5,04% | 28,24% | -9,37% | 4,91% |
| MSCI ASIA EX JAPAN | 642 | 3,35% | 6,12% | 3,60% | -21,54% | -6,36% |
| SHANGHAI COMPOSITE | 2.975 | -1,81% | -4,36% | -3,70% | -15,13% | 4,80% |
| Emergentes | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
| MSCI Emerging Markets Local Currency | 61.542 | 2,95% | 5,17% | 7,07% | -17,95% | -2,29% |
| MSCI EM USD | 1.024 | 3,71% | 7,45% | 7,04% | -22,37% | -4,59% |
| MSCI EM EUR | 454 | 2,63% | 3,38% | 6,11% | -14,85% | 4,86% |
| Sectorial (MSCI World) | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
| Energía | 254 | -0,93% | -6,16% | -1,97% | 46,34% | 36,90% |
| Materiales | 340 | 5,31% | 9,25% | 10,21% | -9,44% | 16,31% |
| Industria | 374 | 6,26% | 11,12% | 20,93% | -10,88% | 19,02% |
| Consumo Discrecional | 385 | 4,43% | 9,36% | 33,39% | -32,38% | 20,04% |
| Consumo Estable | 273 | 1,53% | 2,59% | -1,37% | -4,90% | 13,27% |
| Salud | 351 | 3,66% | 3,96% | 1,39% | -4,73% | 20,37% |
| Financiero | 151 | 4,86% | 10,69% | 12,10% | -9,32% | 27,63% |
| Tecnología | 586 | 3,93% | 16,77% | 52,27% | -30,61% | 30,42% |
| Utilities | 154 | 2,18% | 8,23% | -3,56% | -4,57% | 9,48% |

(volver al índice)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 31/12/2023

RENTA FIJA

| Tipos | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
|-----------------------------------|--------|-----------|--------|-------|--------|--------|
| Tipos 2 años Estados Unidos (pb) | 4,25% | -43 | -79 | -18 | 369 | 61 |
| Tipos 5 años Estados Unidos (pb) | 3,85% | -42 | -76 | -16 | 274 | 90 |
| Tipos 10 años Estados Unidos (pb) | 3,88% | -45 | -69 | 0 | 236 | 60 |
| Tipos 2 años Alemania (pb) | 2,40% | -41 | -80 | -36 | 338 | 8 |
| Tipos 5 años Alemania (pb) | 1,95% | -43 | -83 | -63 | 301 | 28 |
| Tipos 10 años Alemania (pb) | 2,02% | -42 | -82 | -55 | 275 | 39 |
| Tipos 2 años España (pb) | 2,97% | -33 | -64 | 4 | 354 | 1 |
| Tipos 5 años España (pb) | 2,62% | -48 | -87 | -54 | 332 | 24 |
| Tipos 10 años España (pb) | 2,99% | -48 | -94 | -67 | 310 | 52 |
| Tipos 2 años Italia (pb) | 2,99% | -45 | -103 | -33 | 306 | 35 |
| Tipos 5 años Italia (pb) | 3,07% | -56 | -114 | -97 | 326 | 49 |
| Tipos 10 años Italia (pb) | 3,70% | -53 | -108 | -102 | 328 | 62 |
| Gobiernos Europa 3-5 años | 215 | 2,11% | 4,41% | 5,39% | -9,95% | -1,19% |
| Gobiernos USA 3-5 años | 371 | 2,14% | 4,15% | 4,46% | -7,99% | -2,04% |

Crédito

| | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
|--|--------|-----------|--------|--------|---------|--------|
| Diferencial Investment Grade Europa | 58 | -10 | -21 | -32 | 43 | 0 |
| Crédito Investment Grade Europa 3-5 años | 241 | 2,44% | 4,91% | 7,77% | -11,09% | -0,18% |
| Diferencial High Yield Europa | 310 | -63 | -117 | -164 | 231 | -1 |
| Crédito High Yield Europa 3-5 años | 671 | 3,30% | 6,28% | 13,44% | -11,08% | 3,92% |
| Crédito Investment Grade USA 3-5 años | 289 | 2,52% | 5,35% | 7,05% | -7,82% | -0,78% |
| Crédito High Yield USA 3-5 años | 467 | 3,65% | 6,56% | 12,37% | -6,95% | 6,10% |
| Subordinados financieros | 289 | 2,95% | 6,18% | 9,60% | -12,52% | 0,45% |
| AT1 | 163 | 4,75% | 10,57% | 12,99% | -13,62% | 5,48% |
| Gobiernos Emergentes Local Currency | 146 | 2,81% | 6,96% | 6,91% | -8,44% | -1,59% |

MATERIAS PRIMAS

| | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
|----------------------|--------|-----------|---------|---------|--------|--------|
| Oro | 2.063 | 1,30% | 11,60% | 13,10% | -0,28% | -3,64% |
| Brent | 77,04 | -6,99% | -19,17% | -10,32% | 10,45% | 50,15% |
| Metales Preciosos | 223,75 | -0,87% | 8,95% | 4,11% | -1,90% | -6,15% |
| Metales Industriales | 142,65 | 3,58% | -1,19% | -13,72% | -4,37% | 30,28% |

DIVISAS

| | Precio | Diciembre | 3Meses | YTD | 2022 | 2021 |
|--------------|----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| Euro / Dólar | 1,1039 | 1,39% | 4,41% | 3,12% | -5,85% | -6,93% |
| Euro / Libra | 0,8669 | 0,51% | 0,03% | -2,08% | 5,23% | -5,86% |
| Euro / Yen | 155,7200 | -3,50% | -1,41% | 10,90% | 7,27% | 3,74% |

[\(volver al índice\)](#)

2023, el año fin del dinero fácil

2023 ha sido el año en el que los mercados estuvieron pendientes de la inflación y de los bancos centrales, con estos últimos terminando con un periodo de más de 10 años de dinero fácil. El 2023 daba comienzo con un ojo puesto en la inflación, disparada en 2022 con motivo del shock de oferta generado por el COVID y la crisis energética tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Pese a las fortísimas subidas de tipos el 2022, en los primeros meses del año se mantenían niveles de precios todavía muy elevados y una continuación de las políticas monetarias restrictivas iniciadas el año anterior. A medida que los precios fueron dando señales de desaceleración, los bancos centrales fueron frenando el ritmo de las subidas de tipos para terminar el año anunciando el esperado techo en tipos y viendo en el horizonte las primeras bajadas de tipos para 2024. No obstante, este ciclo de ajuste está siendo distinto de anteriores y los efectos de las rapidísimas subidas de tipos han tardado más de lo esperado en transmitirse a la economía, comportándose mejor de lo esperado gracias a las distorsiones producidas por el COVID y la reapertura.

Entre los hechos más destacados en 2023:



[\(volver al índice\)](#)

Perspectivas económicas

Adiós 2023, hola 2024: La clave será la inflación

En este principio de año, la clave no cambiará, los mercados seguirán pendientes de la evolución de la inflación y de las decisiones de los bancos centrales. No obstante, mientras que en 2023 estábamos atentos a la tendencia de los precios y hasta dónde subirían los tipos los bancos centrales, en 2024 la atención se centrará en la velocidad con la que se desacelerará la inflación y cuándo comenzarán a bajar tipos.

Por otro lado, la situación geopolítica sigue muy inestable. Los conflictos que hasta ahora han tenido un impacto muy limitado en los mercados, podrían cobrar mayor importancia el año que viene. De solventarse, podrían dar un renovado impulso a la economía, pero también corren el riesgo de extenderse o recrudecerse.

Pendientes de ir monitorizando la magnitud y la velocidad de los movimientos en 2024, esperamos un menor crecimiento a medida que los efectos de las fortísimas subidas de tipos se vayan materializando. Esta desaceleración de la demanda, debería dar paso a nuevas caídas de la inflación subyacente que proporcionarían el respaldo suficiente a los bancos centrales para flexibilizar su política monetaria.

Los bancos centrales dan el primer paso, el techo en tipos es un hecho

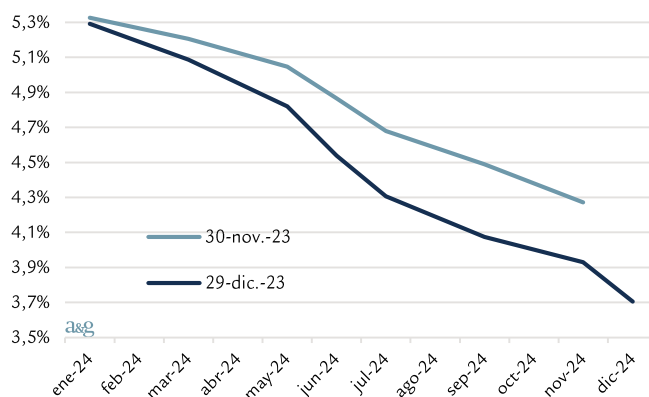
Tanto la Fed como el BCE han finalizado el año 2023 con un claro mensaje de que los tipos podrían haber tocado techo. Si bien mantienen el objetivo del 2% de inflación a medio plazo, reconocieron la desaceleración de la inflación y coinciden en mantener un enfoque dependiente de los datos dada la rapidez del ciclo de subidas y el hecho de que todavía no se han visto todos los efectos de las mismas.

La Fed sorprendió a los mercados en su última reunión del año con un mensaje mucho más suave de lo esperado. Además de mantener los tipos, tal y como el mercado esperaba y como venía haciendo durante las últimas reuniones, reconoció que los miembros de la Fed están muy enfocados en no cometer el error de recortar de los tipos demasiado tarde y que el debate sobre cuándo comenzarán las bajadas de tipos ya había comenzado. Esto abrió la puerta a bajadas de tipos en 2024 mientras que los mercados incrementaron con fuerza las expectativas de recortes de los tipos de interés y los futuros de los tipos de la Fed llegaron a descontar 150 pb de reducciones para 2024, es decir, el doble de lo que traslada el mapa de previsiones de tipos de los miembros de la Fed, DOTS por sus siglas en inglés.

El BCE también dejó sin cambios los tipos pero dio un mensaje más continuista. En línea con lo esperado, reiteró su enfoque dependiente de los datos y que esperará a los datos salariales del primer trimestre antes de empezar a ajustar los tipos a la baja. No obstante, unos datos de inflación y de crecimiento más débiles de lo esperado dieron paso a que los mercados incrementasen las expectativas de bajadas de tipos.

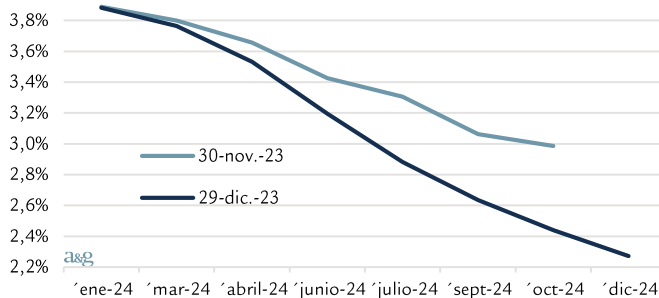
Cambio en los futuros de los tipos de la Fed

Fuente: elaboración propia



Cambio en los futuros de los tipos del BCE

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

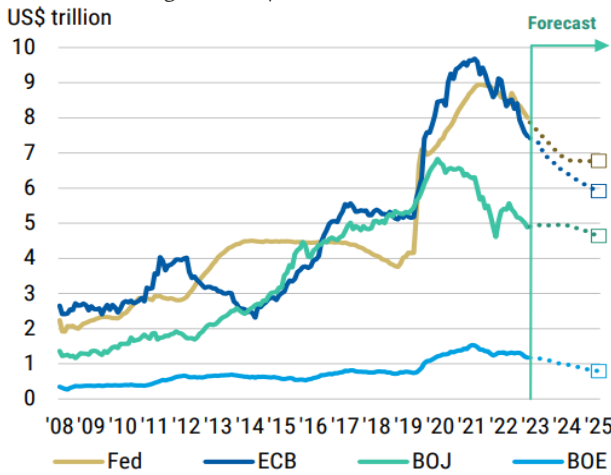
Los balances de los bancos centrales se han reducido y se espera que se sigan reduciendo en 2024 y 2025 en línea con las previsiones los balances de la Fed, el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Sin embargo, en conjunto, el tamaño de los balances de estos bancos centrales del G4 debería mantenerse por encima de su nivel anterior a la pandemia a finales de 2009 hasta finales de 2024 y 2025.

En la zona Euro, el BCE en su última reunión anunció que acelerará el ritmo de la reducción de su balance ya que comenzará a dejar de reinvertir la mitad de los vencimientos del programa PEPP (programa de compras de activos por la pandemia) a partir de la segunda mitad de 2024, y la totalidad en 2025. Esta reducción gradual se sumará a la que ya se está llevando a cabo para el otro programa de compra de activos (APP por sus siglas en inglés).

Una de las características del PEPP es su flexibilidad para poder modificar los pesos de las compras de deuda de los diferentes países y por lo tanto contribuir a estabilizar los diferenciales de la deuda periférica europea. No obstante, el anuncio anticipado de esa reducción, junto con el hecho de que sea gradual permite al BCE mantener un grado significativo de flexibilidad.

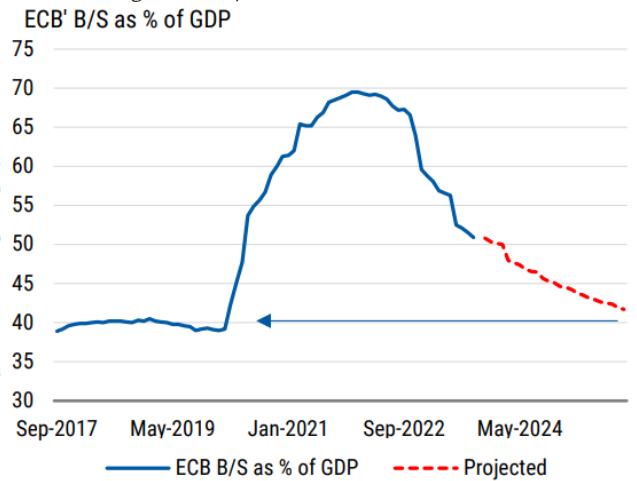
Fed, BCE, BoE y BoJ: Balances

Fuente: Morgan Stanley



Balance del BCE proyectado a 2025

Fuente: Morgan Stanley



Una menor demanda contribuiría a la desaceleración de la inflación subyacente

La inflación general cayó con fuerza en 2023 impulsada por el desbloqueo de los cuellos de botella de las cadenas de suministro y las bajadas de los precios de la energía y las materias primas. En 2024 esperamos que la actual tendencia desinflacionista se prolongue favorecida por la limitada inflación energética y la ralentización de la inflación alimentaria. No obstante, el ritmo de desaceleración debería moderarse dado que ya no tiene el impulso que le proporcionó el efecto base por la caída de los precios de la energía en 2023.

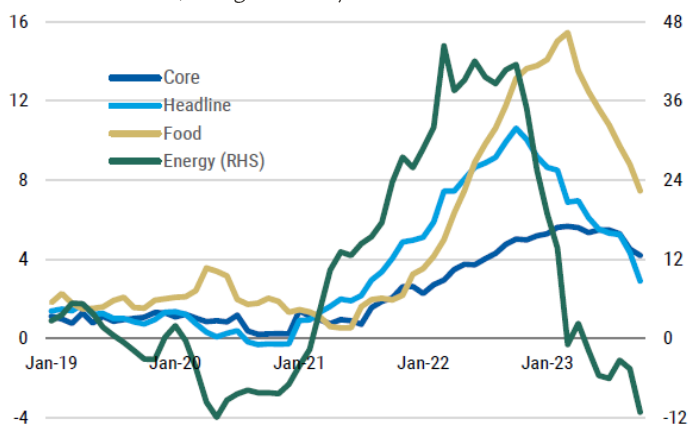
Por otro lado, los precios de los alimentos deberían seguir cayendo en línea con los precios de las materias primas.

Con respecto a los componentes menos volátiles de la inflación, es decir, la inflación subyacente, deberían mantener la tendencia a la baja con el debilitamiento de la demanda.

Los precios de los servicios todavía se mantienen elevados y si bien el ritmo de desaceleración es menor que el de bienes, ya han iniciado una clara tendencia a la baja.

Inflación Eurozona

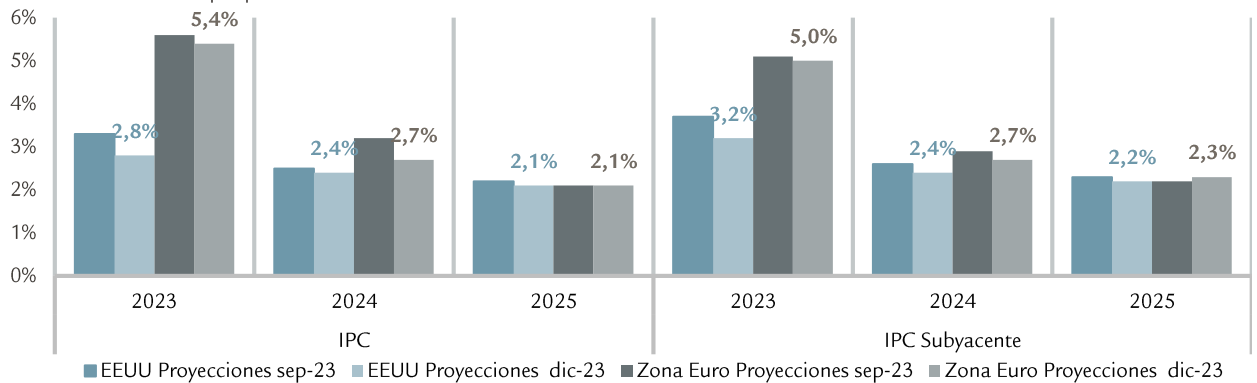
Fuente: Eurostat, Morgan Stanley



Todo ello está reflejado en las previsiones de inflación tanto del BCE como de la Fed que se han revisado a la baja en sus reuniones de diciembre, pero que sitúan tanto la inflación general como la subyacente, todavía en niveles superiores al 2% a finales de 2024.

Proyecciones de IPC de la Fed y BCE

Fuente: elaboración propia



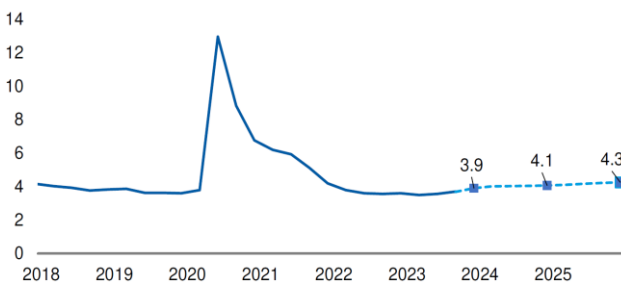
Mientras, la fortaleza del mercado laboral podría ralentizarse

La fortaleza del mercado laboral en 2023 con las tasas de paro tanto en EEUU como en la zona Euro en niveles mínimos ha dado soporte al crecimiento, impulsando al alza la inflación subyacente y en concreto la de servicios. Aunque el proceso de recuperación de los salarios podría continuar, creemos que el ritmo de subidas seguirá desacelerándose en línea con la caída de los precios. Además, con unas perspectivas de crecimiento débiles y una inflación a la baja, el mercado laboral debería enfriarse lo suficiente como para permitir que los salarios mantengan la tendencia de desaceleración y garantizar que los bancos centrales alcancen sus objetivos de inflación en 2025.

En EEUU, en concreto, la principal contribución a la inflación de servicios ha venido de la mano del componente de alquileres. Este es un indicador que agrega varios índices y que debería seguir cayendo en línea con los indicadores de precios de los alquileres y del sector inmobiliario que muestran señales claras de desaceleración.

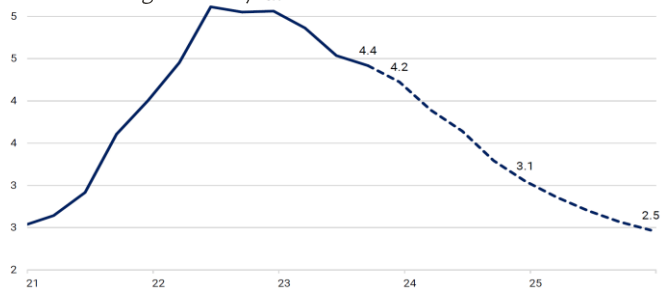
Expectativas Tasa de desempleo EEUU

Fuente: Morgan Stanley



Índice de crecimiento en salarios

Fuente: Morgan Stanley



[\(volver al índice\)](#)

Las previsiones apuntan a un menor crecimiento de la economía

Para 2024 esperamos que la economía se desacelere a medida que las condiciones de financiación vayan afectando a la demanda. El crecimiento en 2023 sorprendió al alza y la temida recesión no se materializó gracias a una serie de factores coyunturales que han permitido retrasar los efectos de las subidas de tipos y que quedan reflejados en la fortaleza del mercado laboral. En EEUU el crecimiento para 2023 se estima en torno al 2,4% con una tasa de desempleo de sólo el 3,9%, pese a la rapidez y velocidad de las subidas de tipos más agresivas de los últimos 40 años. La zona Euro esquivó la recesión aunque el crecimiento se ha ido revisando a la baja en 2023 hasta situarse en el entorno del 0,5%, pero si nos centramos en Alemania, se estima un crecimiento negativo del -0,2%, lo que podría terminar influyendo en el resto de economías de la zona Euro.

En 2024 se estima que el crecimiento se modere en las economías desarrolladas para comenzar a recuperarse en 2025. En las economías emergentes, sin embargo el crecimiento se acelerará impulsado por países como India.

Previsiones de crecimiento

Fuente: Bloomberg

| PIB | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Global | 2,9% | 2,6% | 3,0% |
| Economías Desarrolladas | 1,7% | 1,1% | 1,7% |
| Economías Emergentes | 3,9% | 4,1% | 4,1% |
| EEUU | 2,4% | 1,2% | 1,7% |
| Zona Euro | 0,5% | 0,6% | 1,4% |
| Alemania | -0,2% | 0,3% | 1,2% |
| Francia | 0,8% | 0,8% | 1,3% |
| Italia | 0,7% | 0,4% | 1,1% |
| España | 2,4% | 1,3% | 1,8% |
| Reino Unido | 0,5% | 0,4% | 1,2% |
| Japón | 1,9% | 0,8% | 1,0% |
| Canadá | 1,1% | 0,5% | 1,9% |
| China | 5,2% | 4,5% | 4,3% |
| India | 7,0% | 6,6% | 6,2% |
| Rusia | 2,6% | 1,4% | 1,1% |
| Brasil | 3,0% | 1,6% | 2,0% |

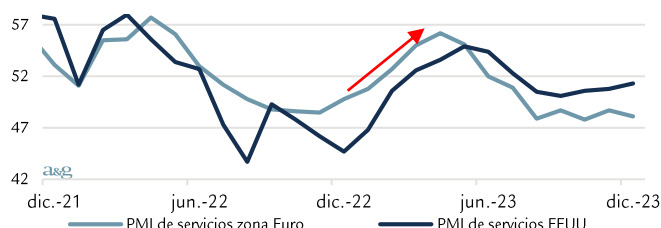
Los factores que apoyaron el crecimiento en 2023 se han diluido

a. Las distorsiones provocadas por la vuelta a la normalidad tras el COVID

Por un lado, el sector servicios sorprendió repuntando con fuerza en la primera mitad del año 2023, no obstante esta tendencia se ha revertido y los indicadores adelantados apuntan a niveles consistentes con contracción en la zona Euro y crecimiento moderado en EEUU. Además, los elevados niveles de ahorro acumulados durante la pandemia, que contribuyeron a sostener el consumo en 2023 se han agotado.

EEUU & zona Euro: PMIs de servicios

Fuente: elaboración propia

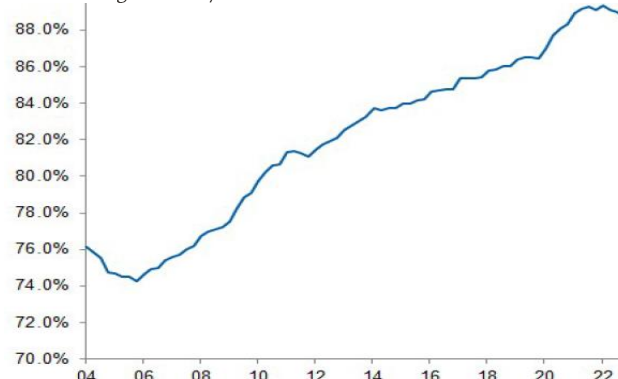


b. La política de tipos bajos en 2020 y 2021 que permitió a familias y empresas endeudarse a tipos fijos a unos costes mínimos

Los hogares estadounidenses están más protegidos que los europeos frente a las políticas monetarias restrictivas. Así, en EEUU las obligaciones del servicio de la deuda siguen aumentando, pero a un ritmo más moderado que en la zona Euro, dado que un gran porcentaje de la deuda de los hogares sigue bloqueada a un tipo fijo, en gran parte atribuible al mercado de la vivienda. Este factor ha frenado el mercado inmobiliario. En cuanto a la vivienda de segunda mano, el inventario se encuentra en niveles mínimos dado que los hogares prefieren posponer las decisiones de cambiar de domicilio.

% Deuda de las familias a tipo fijo

Fuente: Morgan Stanley



(volver al índice)

La demanda actual de créditos se sigue contrayendo lastrada por las condiciones financieras. Tanto en EEUU como en la zona Euro, el endurecimiento neto acumulado desde 2022 ha sido sustancial, lo que es coherente con el actual debilitamiento significativo de la dinámica de los préstamos.

En la zona Euro, los bancos siguen comunicando nuevos endurecimientos netos de sus normas crediticias para los préstamos a hogares y empresas.

c. Los fuertes déficits fiscales se moderarán

Los incrementos de los déficits que han contribuido a apoyar la economía en los últimos meses parecen haber tocado techo.

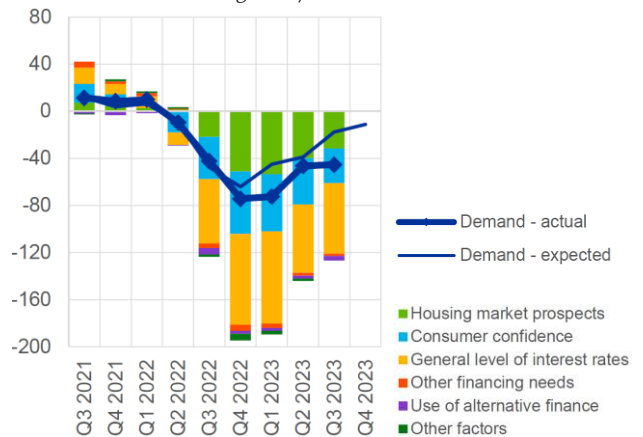
En EEUU, el aumento del déficit en los últimos 12 meses se ha debido a factores coyunturales como una menor recaudación de impuestos debida a las menores ganancias de capital en 2022, al aumento de los programas de ayuda en caso de desastres como en California y a las partidas de programas no discrecionales vinculados a las condiciones macroeconómicas como el aumento de los pagos de la seguridad social asociados a los ajustes del coste de la vida que se incrementó con motivo de la inflación. Además, la acción legislativa que podría ampliar los déficits, debería frenarse hasta después de las elecciones de 2024.

En la zona Euro, el nivel global de apoyo fiscal tras la crisis del COVID está muy por encima de las medias históricas. La reforma de las reglas fiscales aprobada en el mes de diciembre de 2023, aportó una mayor flexibilidad y marca la velocidad a la que los países tienen que converger al objetivo del déficit del 3%. Esta será en términos generales del 0,4% pero puede llegar a flexibilizarse hasta el 0,25% si los gobiernos acreditan una serie de reformas e inversiones.

No obstante, pese al mayor margen de reducción, la disminución de las medidas compensatorias por la crisis energética y la inflación permitirá limitarlo en 2024.

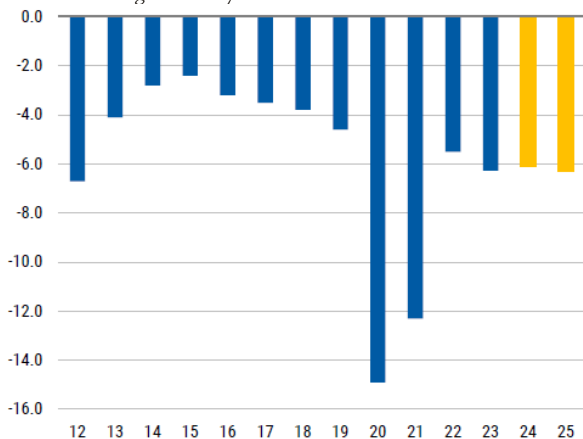
Cambios en la demanda de préstamos de las familias

Fuente: ECB Bank Leading Survey 2023



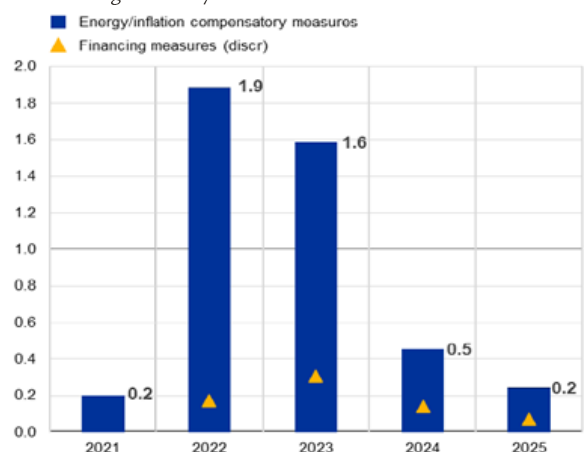
Déficit fiscal EEUU (% PIB)

Fuente: Morgan Stanley



Políticas fiscales en respuesta a la crisis energética (% PIB)

Fuente: Morgan Stanley



[\(volver al índice\)](#)

Aunque la productividad podría repuntar por el efecto de la IA

Existe la posibilidad de que incrementos de la productividad o caídas en la inflación más acusadas de lo estimado den un impulso al crecimiento

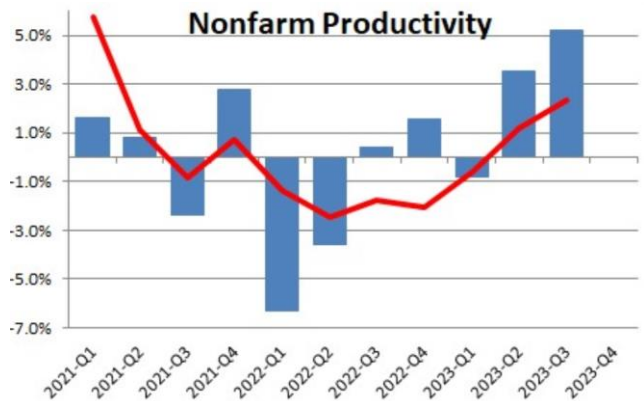
Un factor que podría introducir optimismo es el que la Inteligencia Artificial pueda impulsar la productividad.

El reciente incremento de la productividad en EEUU, que se ha recuperado con fuerza en los últimos dos trimestres apunta a que es posible que el impulso este empezando a notarse.

Otro factor es que la caída de la inflación dé un impulso significativo al gasto de los consumidores. Si al mismo tiempo se mantiene el crecimiento salarial, los ingresos reales aumentarían considerablemente. Esta posibilidad es mayor en la zona Euro que en Estados Unidos, donde el crecimiento salarial ya se está ralentizando.

Productividad EEUU

Fuente: Number Nomics



[\(volver al índice\)](#)

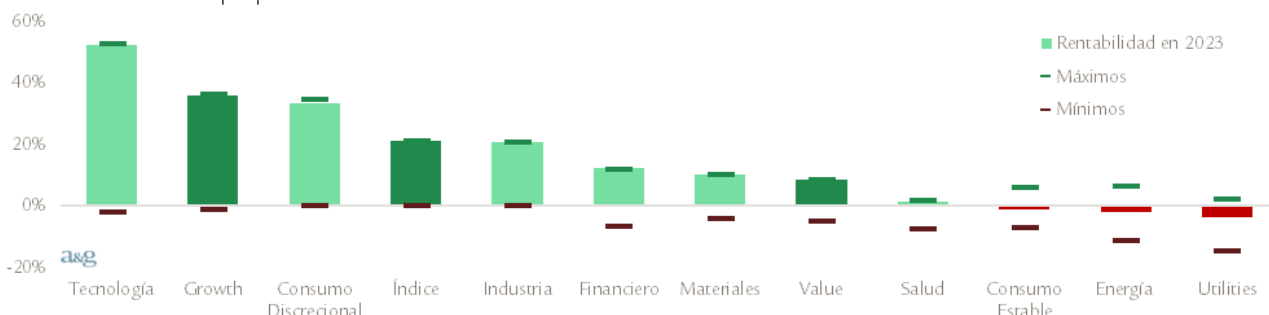
Renta Variable

Gran final de año para los mercados gracias a Powell

Uno de los principales riesgos que el mercado vigilaba de cerca era el de unos tipos de interés aún más altos, riesgo que se disipaba tras la pasada reunión de la Fed, en la que el mensaje de Powell apuntó más bien a que la Fed ha terminado con el ciclo de subidas y probablemente empiece con las bajadas durante 2024. Este cambio de mensaje fue recibido con fuertes subidas para los sectores más value, que desde las palabras de Powell el pasado 13 de diciembre, han subido un +3,7%, con materiales +4,9%, industriales +3,2% y energía +3% a la cabeza. Con este movimiento reducen la distancia con respecto los sectores más growth con el sector tecnología y consumo discrecional como sectores con mejor comportamiento frente al MSCI World.

Comportamiento sectorial MSCI World (YTD, mínimos y máximos)

Fuente: Elaboración propia



El mercado de renta variable está descontando un escenario de desinflación y aterrizaje suave, que hace que sea más vulnerable a sorpresas dado que está poniendo en precio el escenario más complaciente y cualquier evento que salga de ahí podría impactar negativamente en los índices. Un crecimiento demasiado bajo cuestionaría seriamente la expectativa de consenso para el crecimiento de beneficios del S&P 500 que se encuentra en el 10% para este nuevo año. 2024 empieza con unas expectativas muy altas de crecimiento en beneficios, siendo difíciles de superar y, por otro lado, fáciles de decepcionar.

¿Cómo se comporta la renta variable en un entorno de techo en tipos?

Tras las reuniones de los bancos centrales de diciembre, tanto la Fed como el BCE dejaron claro el mensaje de que el techo en tipos de interés ya es un hecho. Si analizamos los anteriores momentos en el que los tipos de interés marcaron máximos, podemos comprobar como cuando la inflación ha sido elevada, el comportamiento del mercado ha sido muy negativo en los meses posteriores a la decisión de no seguir incrementando los tipos de interés. En cambio, la situación cambia totalmente si la inflación es moderada, siendo las rentabilidades a posteriori positivas en casi todos los casos.

Comportamiento S&P500 tras el techo en tipos

Fuente: Morgan Stanley

| Año techo en tipos | Inflación elevada | Rentabilidades | | | |
|------------------------------|-------------------|----------------|---------|---------|----------|
| | | 3 meses | 6 meses | 9 meses | 12 meses |
| 1969 | Sí | -4,6% | -18,4% | -13,1% | -7,0% |
| 1973 | Sí | -8,0% | -7,7% | -16,3% | -30,8% |
| 1981 | Sí | -7,4% | -4,7% | -14,7% | -15,6% |
| Media con inflación elevada | | -6,6% | -10,3% | -14,7% | -17,8% |
| 1984 | No | 8,4% | 9,2% | 17,9% | 25,2% |
| 1994 | No | 9,0% | 18,6% | 27,2% | 34,1% |
| 2006 | No | 7,9% | 12,7% | 16,1% | 14,0% |
| 2018 | No | 0,9% | -0,3% | 6,0% | 13,8% |
| Media con inflación moderada | | 6,6% | 10,0% | 16,8% | 21,8% |

(volver al índice)

Profundizando en el análisis sobre cómo se ha comportado el S&P500 en situaciones como la actual, si vemos lo ocurrido en 2006 y 2018, ambos en una situación de final del ciclo económico, el mercado al cabo de 12 meses obtuvo rentabilidades positivas. Mientras, en 1984 y 1994, donde nos encontrábamos en un momento de principio o mitad del ciclo económico, el mercado tuvo un comportamiento superior al de final de ciclo.

La principal pregunta una vez analizado lo anterior es en qué momento del ciclo nos encontramos. Bajo nuestro punto de vista, el momento actual se acerca más a un entorno de final del ciclo económico teniendo en cuenta las previsiones de bajo crecimiento a nivel global y las posibles revisiones de beneficios a la baja. En este entorno, los sectores que más nos gustan son utilities, tecnología, consumo estable o energía.

Comportamiento factorial tras el techo en tipos

Fuente: Morgan Stanley

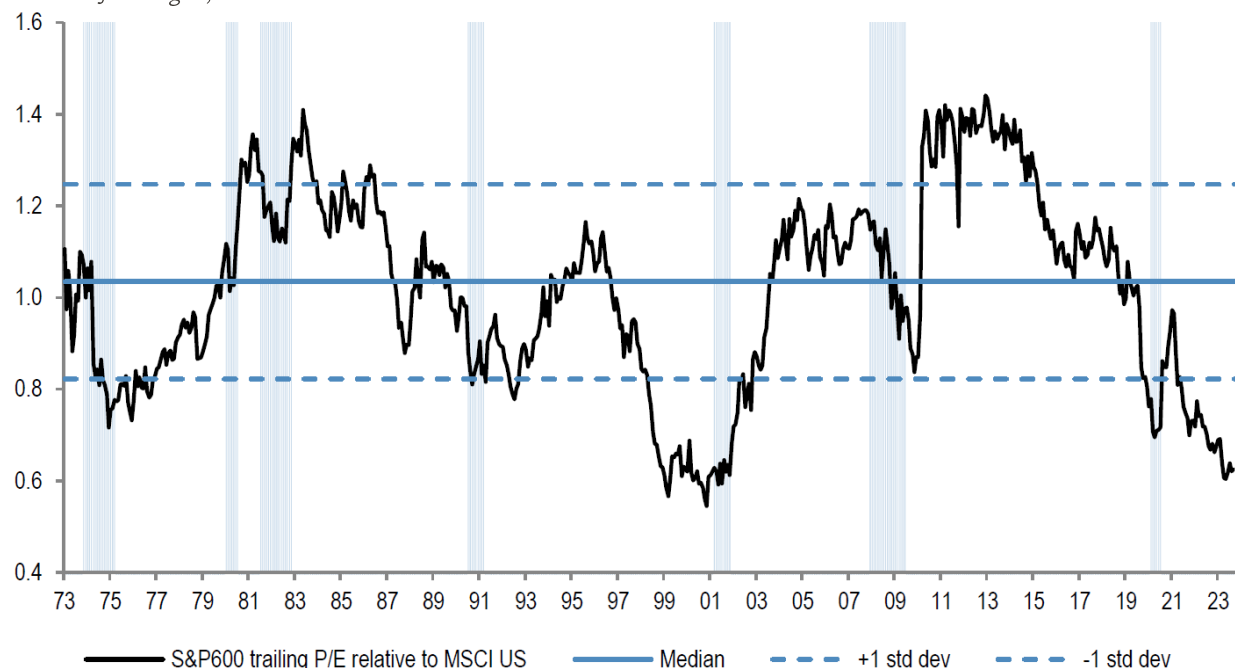
| | 9m antes | 6m antes | 3m antes | 3m después | 6m después | 9m después | 12m después |
|-----------------------|----------|----------|----------|------------|------------|------------|-------------|
| Value vs Growth | 3,8% | 4,3% | 4,6% | 0,6% | -2,0% | -2,1% | -6,3% |
| Cyclical vs Defensive | -4,2% | -3,3% | -4,5% | -1,7% | -1,6% | -2,0% | -0,4% |
| Small vs Large | -2,5% | -2,9% | -2,4% | -2,2% | -4,7% | -7,6% | -6,6% |

¿Momento de rotar a Small Caps? Sí por valoración, pero atención a la macro

A pesar de que en el año 2023 el mercado se ha concentrado en las compañías de alta capitalización, las valoraciones de las empresas de pequeña capitalización se encuentran en sus niveles más atractivos de las últimas décadas y se sitúan como una de las clases de activo con más potencial una vez el panorama macroeconómico se vaya despejando.

PER relativo US Small Cap vs Large Caps

Fuente: JP Morgan, Datastream



Las pequeñas y medianas empresas a menudo son más sensibles a los cambios en la economía que las grandes empresas. Durante una fase de ciclo económico tardío, es posible que estas compañías se enfrenten a mayores desafíos en un escenario en que la demanda comienza a debilitarse, ya que pueden tener recursos financieros limitados para sobrellevar la desaceleración. Además, en una etapa tardía del ciclo económico, en la que las condiciones crediticias se están volviendo las más restrictivas de los últimos tiempos, podría dificultar que este tipo de compañías obtengan la financiación necesaria para operar y mantener el crecimiento.

[\(volver al índice\)](#)

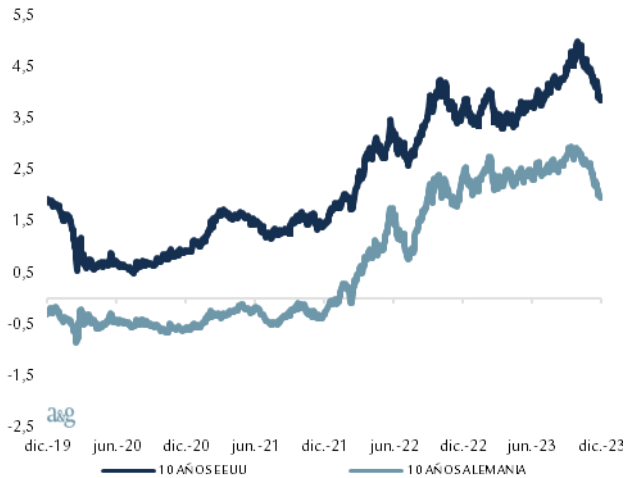
Renta Fija

La renta fija sigue en niveles atractivos pese al repunte

A pesar de la caída generalizada en los tipos de interés de mercado, la renta fija sigue cotizando en niveles atractivos. Además, las primas de riesgo de la renta variable sobre la renta fija se siguen situando en sus niveles más bajos en las dos últimas décadas. Ante este escenario, seguimos prefiriendo el riesgo de la renta fija sobre la renta variable, que todavía nos parece que sigue cara y siguen sin compensar ese riesgo adicional asumido, lo que refuerza nuestra preferencia por la renta fija.

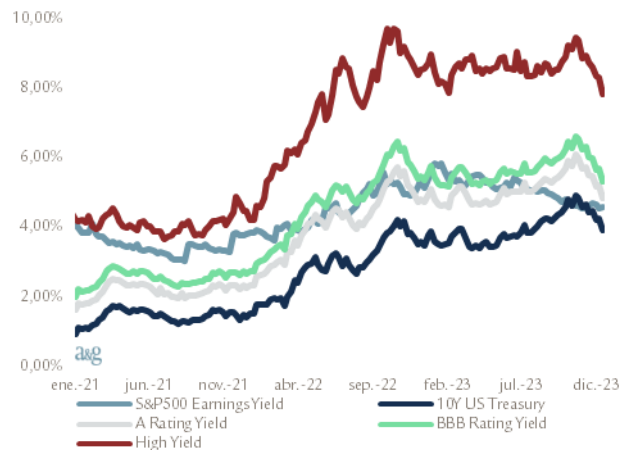
Evolución TIR 10Y EEUU y 10Y Alemania

Fuente: Elaboración propia



Evolución S&P Earnings Yield vs Renta Fija

Fuente: Elaboración propia

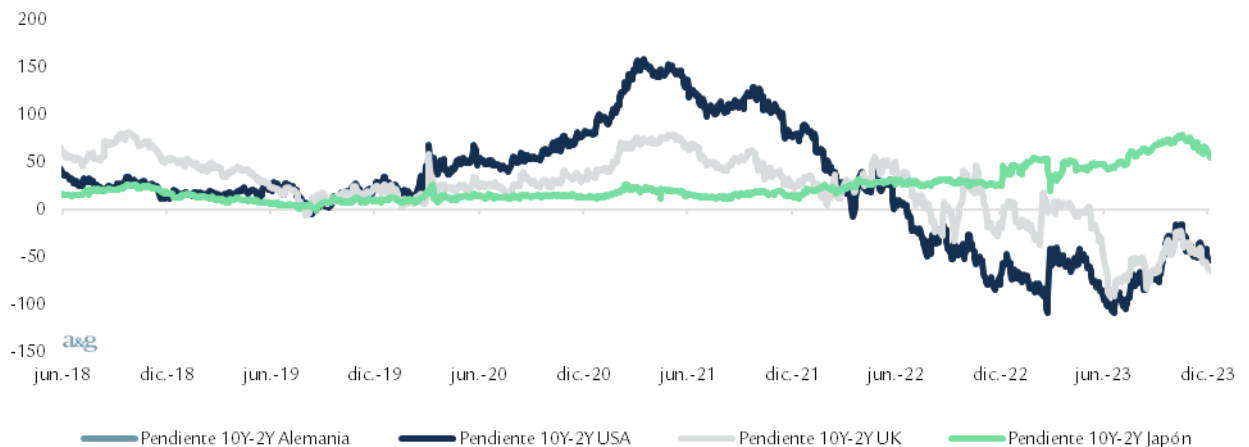


No vemos caídas muy agresivas en tipos sin antes una positivización de la curva

Con el último aumento de tipos ya concluido tanto para la Reserva Federal (Fed) como para el Banco Central Europeo (BCE), y donde a excepción de Japón, todas las curvas soberanas de países desarrollados siguen invertidas en magnitudes prácticamente idénticas, las curvas de gobierno deberían comenzar a positivizarse. Históricamente, la curva siempre se ha inclinado al alza desde el último aumento de tasas hasta antes de producirse el primer recorte de tipos en 50 puntos básicos. Además, en nueve de cada diez casos, la curva terminó en territorio positivo. Esperamos algo similar en este ciclo.

Evolución pendientes 10Y-2Y

Fuente: Elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

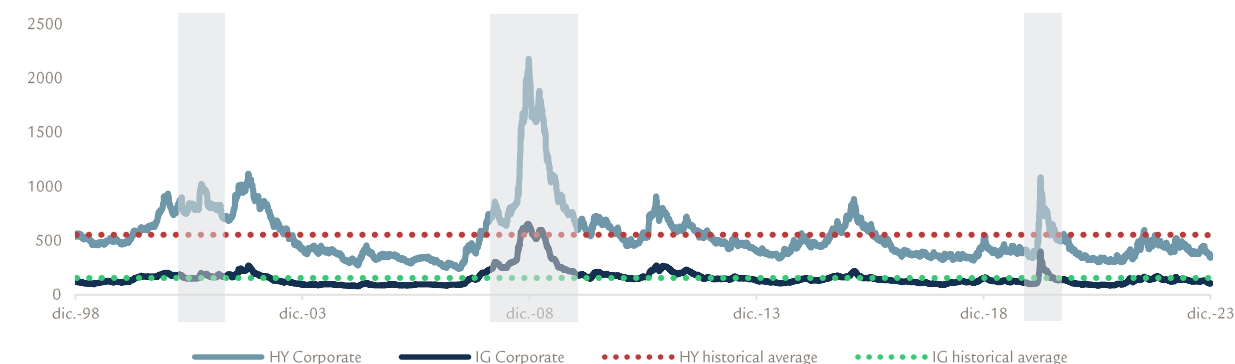
Por otro lado, esperamos movimientos en los diferenciales de crédito en 2024

Consideramos que la economía se debilitará más que la actual narrativa de mercado de aterrizaje suave, y esperamos que esto conduzca a recortes de tipos en el 2024 y un repunte de los diferenciales de crédito, que sigan cotizando en niveles inferiores a sus medias históricas.

No obstante, no esperamos repuntes de gran cuantía por factores técnicos como unas bajas previsiones de emisiones en 2024, además de flujos de efectivo desde mercados monetarios hacia renta fija a medida que los tipos oficiales vayan bajando, lo que debería suponer un factor de contención para que los diferenciales, pese a repuntar, se mantengan en niveles razonables, y que el movimiento esté compensado por el efecto del “carry”.

Evolución diferenciales de crédito High Yield y Investment Grade

Fuente: Elaboración propia



a&g

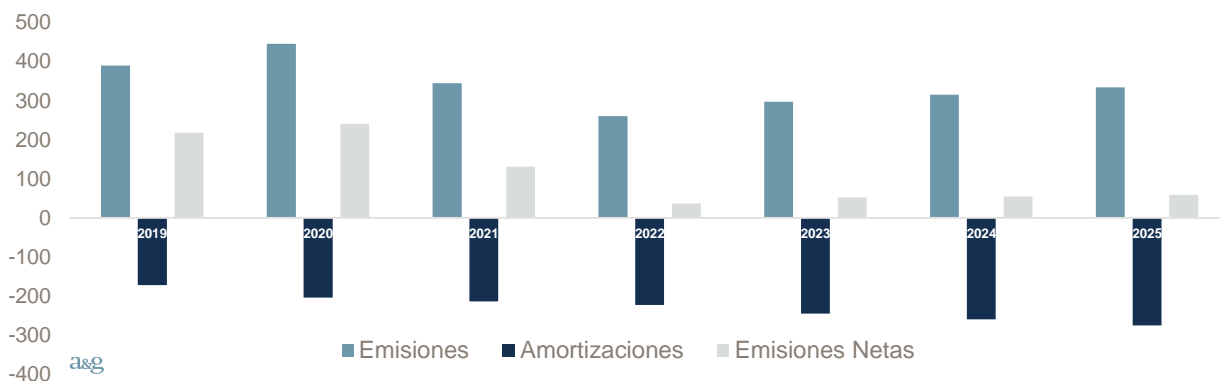
No obstante, las bajas previsiones de emisiones deberían contener el repunte

Aunque anticipamos un aumento interanual en las emisiones netas para el año 2024, esperamos que los niveles generales de emisión sean muy inferiores al promedio de 2016-2021, con una carga más intensa en la segunda mitad de 2024 debido a las expectativas de recortes en las tasas de la Fed.

Se estima una oferta neta en bonos corporativos para 2024 de aproximadamente EUR 55 mil millones, lo que en principio será un factor técnico positivo para contener la expansión de los diferenciales. Además, vemos interesante acudir a mercado primario en el año 2024 donde el rendimiento adicional ofrecido por colocación puede compensar el ensanchamiento moderado de los diferenciales, además de ofrecer unos niveles de cupón altos que permiten mitigar el riesgo de duración.

Previsiones de emisiones en EUR para 2024 y 2025

Fuente: Elaboración propia



a&g

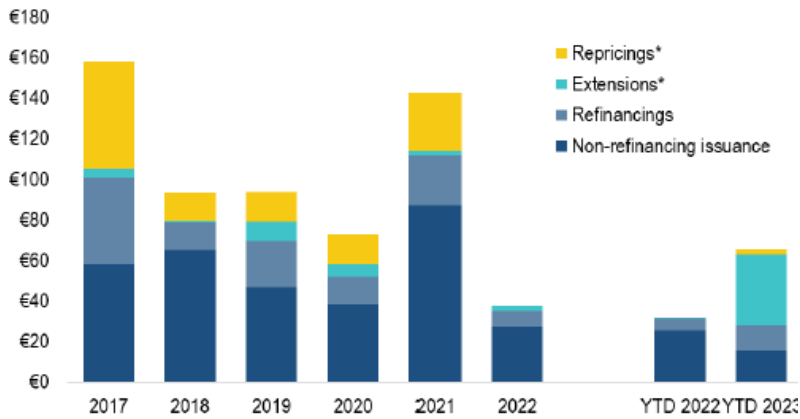
[\(volver al índice\)](#)

Seguimos prefiriendo híbridos y AT1s frente al segmento High Yield

A pesar de que las tasas de default no están repuntando y permanecen en niveles estables, esto se debe principalmente a la ampliación de la vida de la deuda. Concretamente, se han ampliado cerca de 40 bn € en 2023. Lo que están haciendo las compañías con mayores dificultades es tratar de evitar al mercado alargando sus estructuras de vencimientos. Sin embargo, aquellas que están cayendo en default lo están haciendo de forma muy agresiva, lo que ha llevado a las tasas de recuperación a caer en torno a 30 puntos básicos, lo que refleja una imagen de deterioro corporativo mayor de lo que a priori puede parecer y un escenario que llegará pero simplemente se está alargando en el tiempo.

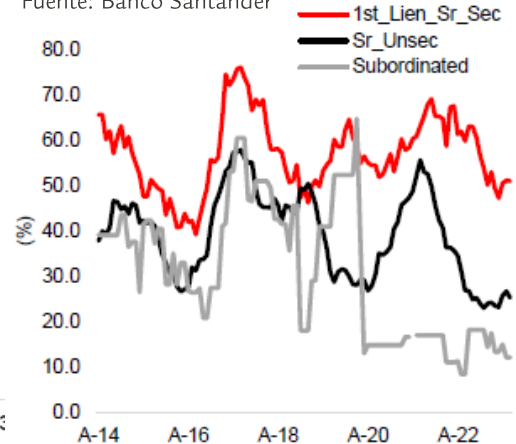
Volumen de emisión en EUR por años y partidas

Fuente: Banco Santander



Evolución recovery rates globales

Fuente: Banco Santander



Ante este escenario en el que un repunte de las tasas de default impactará principalmente en los eslabones más débiles de calidad crediticia, seguimos prefiriendo los híbridos corporativos frente a High Yield, al ser emisores de alta calidad crediticia y con balances sólidos. Por otro lado, los AT1s nos siguen pareciendo atractivos a medida que el mercado está volviendo a la normalidad y recuperando confianza, con un sector altamente regulado y con unos fundamentales sólidos gracias a la continua mejora de sus ratios de capitalización, solvencia y liquidez.

[\(volver al índice\)](#)

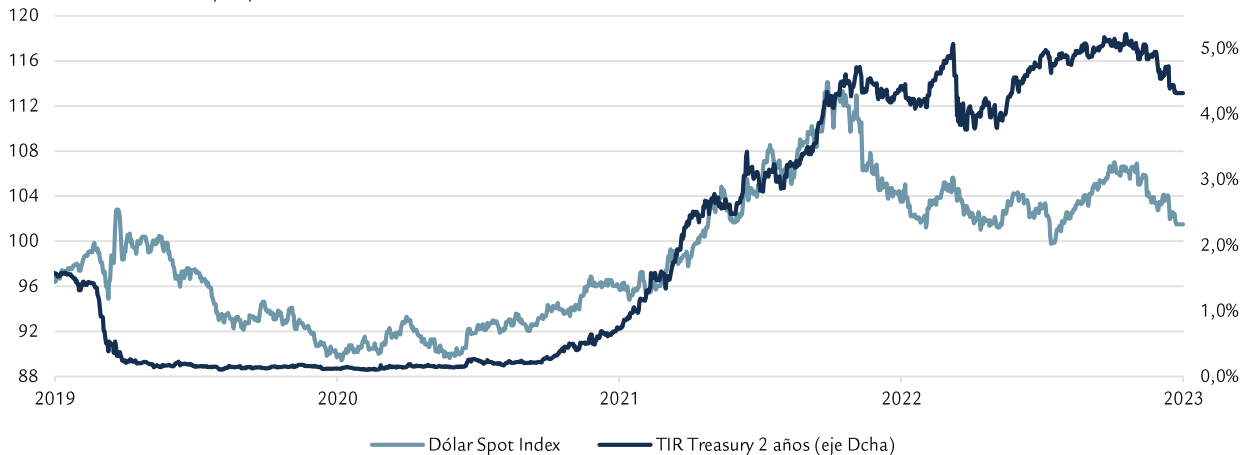
Divisas

Dólar

El tono de la Fed más suave de lo esperado en su reunión de diciembre dio paso a fuertes caídas de las rentabilidades de la deuda y el dólar cedió frente a las principales divisas. Para el año 2024, mantenemos un posicionamiento neutral. Por un lado la desaceleración del crecimiento estadounidense que esperamos converja hacia los niveles observados en Europa y debilite al dólar, pero por otro el descuento de fuertes bajadas de tipos en EEUU y la divergencia entre la Fed y el BCE pese a la debilidad de los datos económicos en la zona Euro apunta a mayores recortes en los tipos y a una renovada la debilidad del Euro. Por todo ello, mantenemos nuestra posición neutral en el dólar, esperando una posibles subidas del dólar en la primera parte del año y más debilidad en la segunda.

Dólar Spot index vs TIR deuda a 2 años de EEUU

Fuente: elaboración propia



Materias Primas

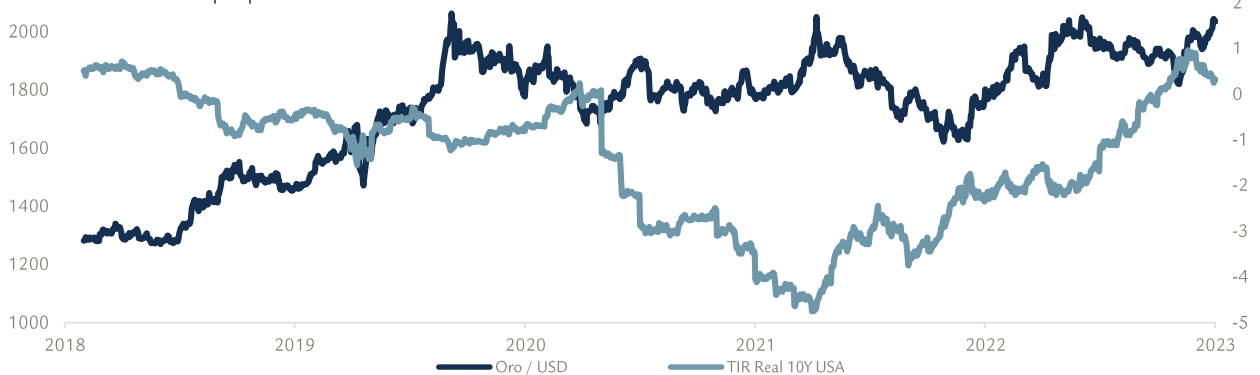
Oro

La política monetaria de los Bancos Centrales que apunta a recortes de tipos en 2024 apoya unas perspectivas positivas para el oro por su relación inversa con los tipos reales. 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, a medio plazo, 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 siguen aumentando sus reservas de oro de manera significativa y que han compensado la escasa demanda de inversión.

Evolución TIR Real 10Y USA y Oro

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento

Nuestro escenario base es el de una desaceleración suave del crecimiento económico, con inflación y tipos de intervención de los Bancos Centrales bajando, pero de una manera más lenta de lo que descuenta actualmente el mercado. Aunque este entorno, en principio, es positivo para los activos de riesgo, creemos que debemos diferenciar dos períodos dentro del año. Una primera parte en el que viviremos un ajuste a la baja en los precios de los activos de mayor riesgo y una parte final que se beneficiará del impulso que los Bancos Centrales darán al ciclo económico.

En esta primera parte del año hemos decidido posicionarnos relativamente defensivos, con preferencia en la renta fija sobre la renta variable. Los tipos de intervención parecen haber tocado techo y aunque el mercado está demasiado optimista en el proceso de reducción de los mismos, entendemos que es buen momento para mantener duraciones relativamente altas.

En renta fija corporativa estaríamos conservadores los primeros meses hasta que se produjera cierto ajuste en los diferenciales de crédito. No está barata y la ralentización 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. Aunque seremos pacientes en tomar posiciones importantes, no podemos olvidar que existen compañías con grado de inversión bien financiadas, con mucha caja o capacidad de generarla que están ofreciendo rentabilidades superiores al 4% a 5 años. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, recomendamos los bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute del grado de inversión, sobre los bonos seniors de alta rentabilidad.

En cuanto a la renta variable, aunque el escenario descrito es relativamente bueno, permanecemos defensivos en exposición, hasta que el mercado corrija el excesivo optimismo sobre el crecimiento en beneficios, en un momento que, además, las valoraciones no se encuentran especialmente baratas. Nos cuesta ver sorpresas positivas, mientras que sí vemos cierto riesgo a que los crecimientos de beneficios fueran negativos. Por ponerlo en contexto, el diferencial de la rentabilidad de los beneficios frente al de los bonos se encuentra en la parte baja del rango, cuando en períodos de desaceleración los beneficios tienden a caer.

Hablamos de caída de los índices del entorno del 10%, como el 4.200 del S&P, donde aprovecharíamos para ir incrementando riesgo. Iríamos incrementando exposición y/o rotando la cartera a un escenario más cíclico, al que ya estamos realizando ciertos guiños como el paso a neutral de sectores más cíclicos y pequeñas compañías, el cambio a sobre ponderación de Estados Unidos o la preferencia por sectores como tecnología y energía.

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

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



Estilos de Inversión

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

[\(volver al índice\)](#)

Renta Variable

Positivos en Estados Unidos respecto a Europa

Preferimos tanto la economía americana como la estructura sectorial de sus índices. A pesar de que las valoraciones de los índices europeos están por debajo de los americanos, entendemos que están más que justificadas por la composición de sus respectivos índices, por lo que nuestra preferencia por sectores ligados a crecimiento y la subida a la neutralidad de los cíclicos refuerzan nuestra postura. Si además tenemos en cuenta los diferenciales de crecimiento, la agilidad de Bancos Centrales y estamentos públicos y su independencia energética, nuestra convicción es aún mayor.

Positivos en Asia

Aunque su gran motor y área más representativa, China, no termina de despegar, mantenemos el posicionamiento en la **región asiática**. Sus buenas perspectivas en crecimiento de beneficios empresariales, un entorno de crecimiento económico más elevado que el de los países desarrollados, el apoyo chino a través de políticas fiscales y monetarias expansivas y el extremo pesimismo en la región, provoca que, a pesar de los riesgos de contagio del sector inmobiliario, las primas de riesgo están en niveles muy atractivos. **El hecho de que Asia se encuentre adelantada en el ciclo económico, lidere el crecimiento y tenga unas valoraciones atractivas nos hacen mantenernos positivos en la región.** Estimamos que inversores más conservadores pueden ligar su posición a Japón en lugar de las economías emergentes.

Positivos en crecimiento respecto valor

Una vez alcanzado el techo de los tipos de intervención de los Bancos Centrales y descontarse unos tipos menores para los diferentes períodos, **mantenemos nuestra preferencia en aquellas compañías ligadas a crecimiento con sesgo a calidad**, si bien encontramos **sectores como el energético que disponen de un gran potencial dentro del estilo de inversión denominado valor.**

Positivos en grandes compañías respecto pequeñas

Neutralizamos la preferencia que teníamos sobre las grandes compañías. A pesar de que nuestro posicionamiento defensivo invita a sobreponderar las compañías de gran capitalización frente a las pequeñas y medianas, una política más laxa de los Bancos Centrales y la proximidad del cambio en el ciclo económico nos invitan a neutralizarnos en nuestras carteras e ir **incrementando peso en pequeñas compañías a medida que la estabilización en tipos se vaya consolidando definitivamente.**

Negativos en cíclicas respecto defensivas

Neutralizamos la preferencia que teníamos sobre los sectores defensivos. A pesar que el entorno de bajada de tipos de interés y alimentación de la demanda es positivo para el ciclo, no terminamos de sobreponderarlo al entender que el desmesurado optimismo del mercado sobre la política monetaria versus crecimiento, invita a mantener cierta cautela antes de dar el paso definitivo.

Renta Fija

Positivos en duración

Los tipos de intervención parecen haber tocado techo y aunque el mercado está demasiado optimista en el proceso de reducción de los mismos, entendemos que es buen momento para mantener duraciones relativamente altas.

[\(volver al índice\)](#)

Positivos en gobiernos respecto grado de inversión

El optimismo de los mercados creemos que no refleja la realidad que supone una desaceleración económica y el riesgo de impago que subyace para los bonos corporativos. Los diferenciales de crédito de las compañías con grado de inversión mantienen diferenciales de crédito demasiado ajustados para esa realidad, por lo que entendemos que podemos vivir un reajuste que aunque no será traumático, si permitirá tomar posiciones a mejores niveles a lo largo del año, ya que **no se está pagando el riesgo actualmente.**

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 de desaceleración. 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 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 el dólar contra el Euro

No esperamos una apreciación del dólar, que puede verse perjudicado por un déficit público norteamericano en máximos, un elevado coste de los intereses de la deuda y una Fed que 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 a la espera de ponernos definitivamente bajistas con el billete verde a lo largo del año

Inversiones Privadas

Neutrales

Continuamos encontrando buenas oportunidades de inversión en los mercados privados, donde después de las fuertes subidas de tipos, creemos que hemos pasado lo peor en términos de valoraciones de algunas estrategias. Por otro lado, la inversión en mercados privados históricamente han aportado rentabilidades superiores al mercado cotizado, a pesar de que se enfrentan a un entorno algo más complicado que el de los últimos 10 años. Creemos que activos que recojan el riesgo sistémico de esta clase de activos y/o aquellos que reflejen la necesaria transición energética son generadores de valor.

[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento



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 | □ | ■ | □ |
| ▲ | Cíclicos / Defensivos | □ | ■ | □ |
| = | Asia / Resto Emergentes | □ | □ | ■ |
| = | Renta Fija | □ | □ | ■ |
| = | Duración | □ | □ | ■ |
| Relativos | | | | |
| = | Gobiernos / Grado de Inversión | □ | □ | ■ |
| = | Grado de Inversión / Alta rentabilidad | □ | □ | ■ |
| Divisas | | | | |
| = | USD | □ | ■ | □ |
| = | Inversiones Privadas | □ | ■ | □ |

[\(volver al índice\)](#)



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