



Hacia un aterrizaje suave

Estrategia 2T 2024

1 de abril de 2024

Asesoramiento y Análisis | asesoramiento@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Índice

- i. **Estrategia 2T 2024: Hacia un aterrizaje suave** ([ir](#))
- ii. **Panorama económico** ([ir](#))
- iii. **Evolución de las principales clases de activos** ([ir](#))
- iv. **Perspectivas económicas** ([ir](#))
 1. **Clave 1: Crecimiento**
 - a. Aterrizaje de la economía norteamericana sí, pero será suave
 - b. Algunos brotes verdes en la zona Euro
 2. **Clave 2: Inflación**
 - a. Desaceleración con algún bache en el camino
 3. **Clave 3: Tipos de interés**
 - a. ¿Bajadas de tipos? Todo apunta a junio
- v. **Renta Variable** ([ir](#))
 1. El año arranca con fuerza para las bolsas
 2. ¿Momento de rotar a pequeñas compañías? Oportunidad por valoración
- vi. **Renta Fija** ([ir](#))
 1. Rentabilidades atractivas en un mercado de crédito ajustado
 2. Un año después de Credit Suisse, ¿dónde está el CoCo?
- vii. **Divisas y Materias Primas** ([ir](#))
- viii. **Posicionamiento** ([ir](#))

Estrategia 2T 2024: Hacia un aterrizaje suave

Cerramos un primer trimestre en el que nos alegra ser portadores de buenas noticias, con subidas generalizadas para las carteras. Rentabilidades abultadas en índices de renta variable, aunque muy concentradas en unas pocas compañías y tipos de interés al alza, con las correspondientes caídas de precio para los activos de renta fija, que ofrecen una nueva oportunidad de compra.

El foco de atención en el trimestre ha pasado de la inflación al crecimiento y la principal consecuencia ha sido un enorme ajuste de las expectativas de tipos, pasando el consenso de esperar 7 bajadas de tipos de interés por parte de la FED a esperar tan solo 2 o 3.

El año comenzó con subidas bursátiles, aparentemente apoyadas en una economía que desaceleraba, siendo la buena noticia la virulencia de las bajadas de tipos de interés que se acercaban. Apenas dos meses más tarde, el aterrizaje suave no parece llegar y el mercado continúa siendo optimista, ignorando que, en ese nuevo escenario, las bajadas de tipos de interés serán muy inferiores.

Tomando algo de distancia y evitando el ruido de los datos de corto plazo, observamos un ligero deterioro de la economía, aunque sigue siendo lento y poco lineal. Son varias las evidencias en ese sentido, destacando: (i) Fuertes datos de creación de empleo, acompañados de igualmente fuertes correcciones a la baja de los datos de meses anteriores (en febrero se crearon 275k a la vez que se revisaba a la baja en más de 100k el dato equivalente del mes de enero), (ii) Impagos de tarjetas de crédito subiendo con fuerza y (iii) ventas minoristas de enero revisadas a la baja hasta el -1,1% y subiendo un +0,6% de febrero (+0,3% excluyendo automóviles y gasolina).

Con esas evidencias y algunas adicionales, nos parece prematuro descartar la desaceleración económica. Mantenemos nuestras perspectivas de aterrizaje suave, en contra de una narrativa de mercado que ya habla de “no aterrizaje”. Las bolsas, desde diferentes puntos de vista, vuelven a situarse en terreno de complacencia y a lo largo del presente informe, analizaremos con profundidad diferentes indicadores de sentimiento en muchos casos, en terreno de euforia.

La inflación continúa muy por encima del objetivo de los Bancos Centrales (IPC interanual del +3,2% en EEUU y +2,6% en la Eurozona), pero como decíamos, ha dejado de ser un problema, al menos para las bolsas. Con la Reserva Federal y el Banco Central Europeo habiendo manifestado con rotundidad su intención de comenzar el proceso de bajas de tipos antes de que los IPC alcancen niveles del 2%, parece ser suficiente. Venimos argumentando desde hace algún tiempo que el proceso de desinflación se desaceleraría llegados estos niveles. Incluso hemos visto ciertos repuntes de precios recientemente, pero dejando el ruido al margen, lo relevante es que ya nos enfrentamos al nuevo paradigma que llevamos tiempo describiendo (o vuelta a la normalidad olvidada en la última década): inflación estructuralmente más alta, pero sin llegar a ser un problema.

En conclusión, peligrosa complacencia, de corto plazo, dentro de un fondo de mercado que estructuralmente, continúa siendo favorable para los activos de riesgo: inflación a la baja sin accidentes en crecimiento.

Ya sea por el continuo soporte fiscal, la fortaleza del consumidor, o por un buen punto de partida, sin acumular desequilibrios preocupantes ni en el sector financiero, ni en el sector corporativo, ni en los hogares, ese es el escenario cuanto menos, para los próximos trimestres.

[\(volver al índice\)](#)

Panorama económico

Previsiones de consenso

	PIB			IPC			Tipos de Referencia		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Global	3,00%	▼2,80%	▲3,00%	6,00%	▼4,00%	▼3,40%			

EEUU	2,50%	▼2,20%	▼1,70%	4,10%	▼2,80%	▼2,40%	5,50%	▼4,60%	▼3,50%
------	-------	--------	--------	-------	--------	--------	-------	--------	--------

Zona Euro	0,40%	▲0,50%	▲1,30%	5,50%	▼2,40%	▼2,10%	4,50%	▼3,40%	▼2,65%
Alemania	-0,10%	▲0,10%	▲1,10%	6,00%	▼2,50%	▼2,10%			
Francia	0,90%	▼0,60%	▲1,10%	4,90%	▼2,60%	▼2,00%			
Italia	0,80%	▼0,60%	▲1,10%	5,90%	▼1,60%	▲2,00%			
España	2,40%	▼1,60%	▲1,90%	3,41%	▼3,00%	▼2,20%			

Reino Unido	0,10%	▲0,30%	▲1,20%	7,30%	▼2,50%	▼2,10%	5,25%	▼4,30%	▼3,25%
Canadá	1,10%	▼0,70%	▲1,90%	3,90%	▼2,50%	▼2,10%	5,00%	▼4,00%	▼3,00%
Rusia	3,60%	▼1,85%	▼1,00%	6,00%	▲6,50%	▼4,55%	16,00%	▼11,50%	▼8,05%
Brasil	3,00%	▼1,70%	▲2,00%	4,60%	▼3,90%	▼3,50%	11,75%	▼9,00%	▼8,50%

Asia									
Japón	1,90%	▼0,70%	▲1,10%	3,30%	▼2,30%	▼1,75%	0,00%	▲0,10%	▲0,20%
China	5,20%	▼4,60%	▼4,30%	0,20%	▲0,80%	▲1,60%	2,56%	▼2,26%	▼2,21%
India	7,00%	▲7,00%	▼6,40%	5,70%	▼5,40%	▼4,60%	6,50%	▼6,00%	▼5,55%

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 29/03/2024

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI World (divisa cubierta)	242	3,12%	9,46%	9,46%	18,98%	-19,20%
MSCI World Growth	5.073	1,76%	10,04%	10,04%	35,95%	-29,75%
MSCI World Value	3.603	4,37%	6,87%	6,87%	8,67%	-8,77%
Europa	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
EuroStoxx50	5.083	4,22%	12,43%	12,43%	19,19%	-11,74%
Stoxx 600	513	3,65%	7,03%	7,03%	12,74%	-12,90%
Ibex35	11.075	10,73%	9,63%	9,63%	22,76%	-5,56%
FTSE100	7.953	4,23%	2,84%	2,84%	3,78%	0,91%
MSCI Europe Growth	211	2,88%	9,94%	9,94%	14,45%	-18,86%
MSCI Europe Value	130	4,27%	3,89%	3,89%	11,08%	-4,73%
Estados Unidos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
S&P500	5.254	3,10%	10,16%	10,16%	24,23%	-19,44%
Nasdaq Composite	16.379	1,79%	9,11%	9,11%	43,42%	-33,10%
Dow Jones	39.807	2,08%	5,62%	5,62%	13,70%	-8,78%
Russell 1000	2.882	3,09%	9,91%	9,91%	24,51%	-20,41%
Russell 2000	2.125	3,39%	4,81%	4,81%	15,09%	-21,56%
MSCI USA Growth	10.444	1,66%	11,34%	11,34%	44,29%	-31,85%
MSCI USA Value	3.549	4,64%	8,09%	8,09%	6,45%	-8,66%
Asia	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Nikkei 225	40.369	3,07%	20,63%	20,63%	28,24%	-9,37%
MSCI ASIA EX JAPAN	655	2,32%	2,04%	2,04%	3,60%	-21,54%
SHANGHAI COMPOSITE	3.041	0,86%	2,23%	2,23%	-3,70%	-15,13%
Emergentes	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI Emerging Markets Local Currency	64.013	2,72%	4,02%	4,02%	7,07%	-17,95%
MSCI EM USD	1.043	2,18%	1,90%	1,90%	7,04%	-22,37%
MSCI EM EUR	475	2,68%	4,70%	4,70%	6,11%	-14,85%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Energía	279	8,86%	9,78%	9,78%	-1,97%	46,34%
Materiales	357	6,15%	4,84%	4,84%	10,21%	-9,44%
Industria	416	3,98%	11,19%	11,19%	20,93%	-10,88%
Consumo Discrecional	416	0,90%	7,91%	7,91%	33,39%	-32,38%
Consumo Estable	285	2,40%	4,31%	4,31%	-1,37%	-4,90%
Salud	380	2,31%	8,20%	8,20%	1,39%	-4,73%
Financiero	168	4,87%	11,43%	11,43%	12,10%	-9,32%
Tecnología	661	1,72%	12,65%	12,65%	52,27%	-30,61%
Utilities	157	5,65%	1,57%	1,57%	-3,56%	-4,57%

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 29/03/2024

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	4,62%	0	37	37	-18	369
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	4,21%	-3	37	37	-16	274
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	4,20%	-5	32	32	0	236
Tipos 2 años Alemania (pb)	2,85%	-5	45	45	-36	338
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,32%	-11	37	37	-63	301
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,30%	-11	27	27	-55	275
Tipos 2 años España (pb)	3,02%	-6	5	5	4	354
Tipos 5 años España (pb)	2,84%	-13	22	22	-54	332
Tipos 10 años España (pb)	3,16%	-13	17	17	-67	310
Tipos 2 años Italia (pb)	3,43%	-2	45	45	-33	306
Tipos 5 años Italia (pb)	3,23%	-14	16	16	-97	326
Tipos 10 años Italia (pb)	3,68%	-16	-2	-2	-102	328
Gobiernos Europa 3-5 años	213	0,64%	-0,70%	-0,70%	5,39%	-9,95%
Gobiernos USA 3-5 años	369	0,47%	-0,52%	-0,52%	4,46%	-7,99%

Crédito

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Diferencial Investment Grade Europa	54	-1	-4	-4	-32	43
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	242	1,06%	0,35%	0,35%	7,77%	-11,09%
Diferencial High Yield Europa	297	-8	-13	-13	-164	231
Crédito High Yield Europa 3-5 años	680	0,28%	1,38%	1,38%	13,44%	-11,08%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	290	0,88%	0,36%	0,36%	7,05%	-7,82%
Crédito High Yield USA 3-5 años	473	0,91%	1,31%	1,31%	12,37%	-6,95%
Subordinados financieros	293	1,47%	1,37%	1,37%	9,60%	-12,52%
AT1	170	2,85%	4,34%	4,34%	12,99%	-13,62%
Gobiernos Emergentes Local Currency	145	-0,18%	-1,06%	-1,06%	6,91%	-8,44%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Oro	2.230	9,08%	8,09%	8,09%	13,10%	-0,28%
Brent	87,48	4,62%	13,55%	13,55%	-10,32%	10,45%
Metales Preciosos	235,34	8,12%	5,18%	5,18%	4,11%	-1,90%
Metales Industriales	139,75	1,34%	-2,03%	-2,03%	-13,72%	-4,37%

DIVISAS

	Precio	Marzo	3Meses	YTD	2023	2022
Euro / Dólar	1	-0,14%	-2,26%	-2,26%	3,12%	-5,85%
Euro / Libra	0,8549	-0,12%	-1,39%	-1,39%	-2,08%	5,23%
Euro / Yen	163,3000	0,77%	4,87%	4,87%	10,90%	7,27%

[\(volver al índice\)](#)

Perspectivas económicas

Clave 1: Crecimiento – Aterrizaje de la economía norteamericana sí, pero será suave

Los indicadores económicos adelantados ya empiezan a dar señales...

La economía cerró el año pasado con un crecimiento muy fuerte en el 3T y 4T de 2023 con avances del 4,9% y 3,2% respectivamente con lo que la moderación de los indicadores adelantados de los primeros meses parece consistente con una modesta ralentización del consumo. La mayoría de los indicadores adelantados se han desacelerado, lo que queda reflejado en el índice de sorpresas económicas que ha cedido terreno.

Esto se pone de manifiesto en el PMI compuesto, que se redujo en marzo lastrado por una leve desaceleración de los servicios, en medio de informes que indicaban que las presiones sobre los precios habían restringido la capacidad de los clientes para comprometerse con nuevos proyectos. No obstante, en sentido contrario la producción manufacturera se incrementó debido a una relativa mejora de la demanda de bienes tanto en el país como en el extranjero.

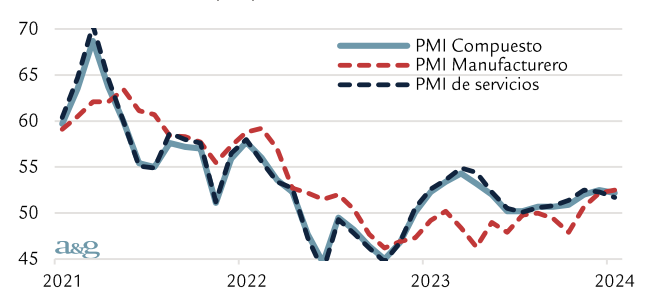
EEUU: índice Citi de sorpresas económicas

Fuente: elaboración propia



EEUU: PMIs comp, manufacturero y de servicios

Fuente: elaboración propia



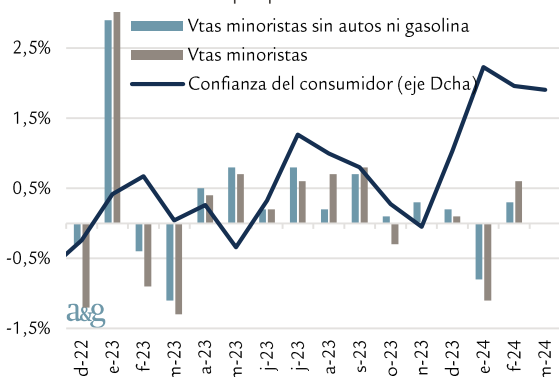
... señales, que muestran una ligera caída de la demanda

Tras un fuerte descenso en enero, las ventas minoristas se incrementaron en febrero si bien quedaron ligeramente por debajo de lo esperado. Las ventas minoristas subieron un 0,6% intermensual. Si excluimos los automóviles y la gasolina, estas aumentaron un 0,3%. Estas cifras coinciden con las conclusiones del Libro Beige de la Fed que apuntan a que los compradores se están volviendo cada vez más sensibles a los precios.

En este mismo sentido la recuperación del índice de Gasto de Visa (SMI por sus siglas en inglés) fue algo menor y mantiene la tendencia a la baja. Este indicador mide la salud del gasto de los consumidores, de modo que cuando sube por encima de 100, el impulso del gasto se refuerza y cuando cae por debajo de 100, el impulso del gasto se debilita. Dicho índice repuntó hasta 94,7 puntos en febrero, pero aún por debajo de los 100 puntos, nivel de referencia que marca la expansión del gasto de los consumidores.

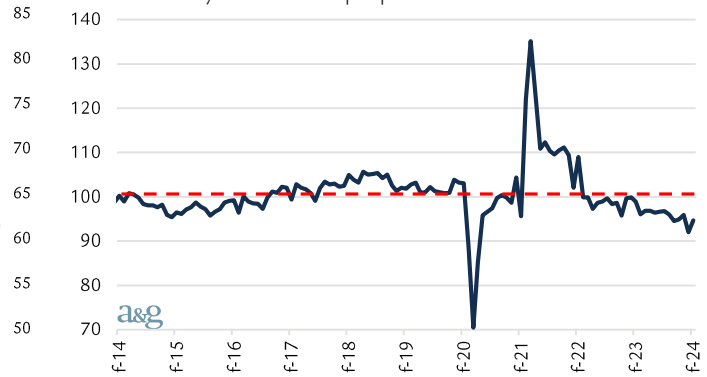
Ventas minoristas vs confianza del consumidor

Fuente: elaboración propia



Índice de gasto de Visa

Fuente: Visa y elaboración propia



... y unas condiciones de crédito que empiezan a afectar al consumidor

Los índices de condiciones financieras tratan de medir cómo afectan los mercados financieros a la actividad económica. Además de la política monetaria y los datos macroeconómicos, el impacto de las sorpresas inflacionistas se ha reforzado en el último año, debido a la percepción de sus implicaciones para el curso futuro de la política monetaria. Así, la desaceleración de la inflación y el incremento de las expectativas de recortes de tipos, han dado paso a una nueva relajación de dichas condiciones en los últimos meses.

No obstante, pese a que han retrocedido ligeramente se encuentran en sus niveles más elevados de los últimos 20 años. Esto se pone de manifiesto en el gasto total en pago de intereses personales por los hogares que se ha disparado en los últimos meses. Además, esto ha venido acompañado de un fuerte incremento de la morosidad de los préstamos para automóviles y tarjetas de crédito que alcanzan su nivel más alto en más de 10 años.

Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs

Fuente: Goldman Sachs y elaboración propia



Pagos de intereses personales (miles de Millones US\$)

Fuente: Fed de Saint Louis y elaboración propia

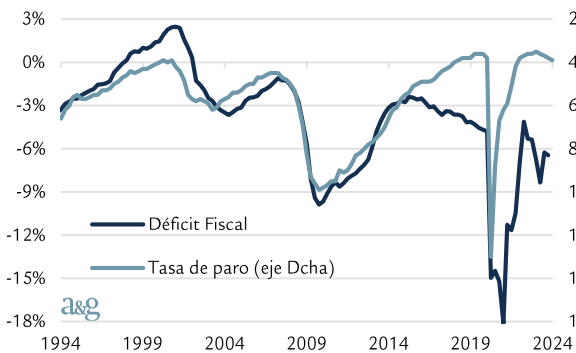


Mientras, la política fiscal expansiva sigue apoyando el crecimiento

Un factor que ha venido amortiguando el impacto de la subida de tipos es la actual política fiscal expansiva. Esta se explica en parte por las moratorias fiscales relacionadas con la pandemia, como el reembolso de los préstamos estudiantiles, que persistieron durante gran parte de 2023. No obstante, a esto se suma una aceleración de la intervención estatal en la economía a nivel global. Y es que, a los problemas medioambientales de larga duración cada vez más urgentes y las crecientes tensiones sociales, se ha sumado recientemente la seguridad nacional, militar y económica. La pandemia y la invasión rusa de Ucrania han provocado un cambio en la relación entre la seguridad nacional y el comercio. Las naciones han multiplicado las medidas para asegurar su propia producción de insumos cruciales. Todas estas medidas requieren de elevadas inversiones que impulsan el crecimiento a medio plazo y que explican un nuevo régimen en el que coexisten elevados déficit presupuestarios con bajos niveles de paro. La principal consecuencia de esto es el fuerte incremento de la deuda pública.

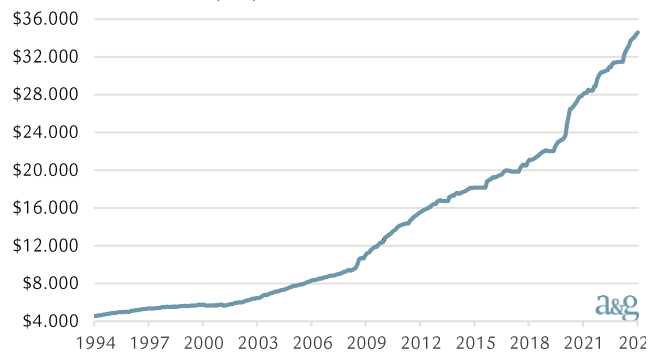
Déficit fiscal vs tasa de paro (eje invertido)

Fuente: elaboración propia



Deuda pública total de EEUU (miles de Millones de US\$)

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Algunos brotes verdes en la zona Euro

El sector servicios sorprende al alza

La economía de la zona Euro comenzó 2024 con escaso impulso, no obstante, los indicadores adelantados apuntan a que la actividad empresarial podría estar estabilizándose. Esto queda reflejado en el índice Citi de sorpresas económicas que ha repuntado en línea con las expectativas empresariales sobre los próximos 12 meses que mejoraron por sexto mes consecutivo.

Además, el PMI compuesto se incrementó hasta máximos de los últimos nueve meses gracias a la recuperación del sector servicios. No obstante, el ritmo global de expansión de los servicios se mantuvo muy por debajo del registrado el año pasado por estas mismas fechas.

Sin embargo, el detalle por países sigue mostrando una panorama económico desigual con continuas caídas de la producción en Francia y Alemania que contrarrestaron el repunte en el resto de la zona Euro.

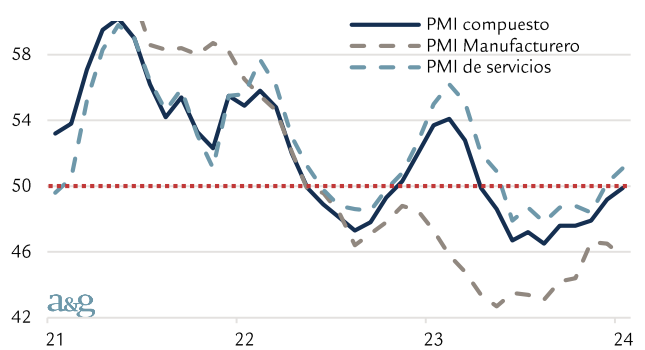
Zona Euro: índice Citi de sorpresas económicas

Fuente: elaboración propia



Zona Euro: PMIs comp, manif. y de servicios

Fuente: elaboración propia



... además del impulso de una política fiscal expansiva

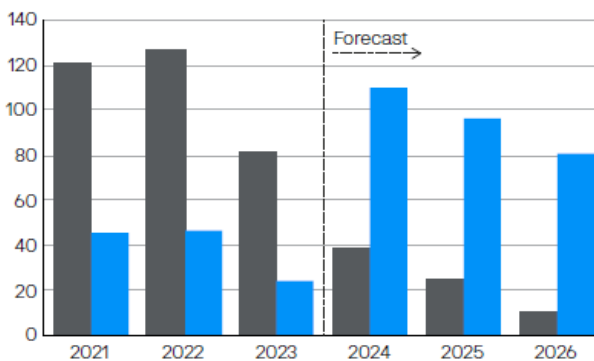
En Europa, el gasto fiscal es actualmente mucho más favorable de lo que ha sido en la última década y apoya el crecimiento. A los déficits fiscales de los diferentes países en suma el Fondo de Recuperación y Resiliencia de la Unión Europea.

Los déficits fiscales de los diferentes países no han descendido tras el incremento que se produjo con motivo de la pandemia y la posterior crisis energética y se mantienen en niveles muy elevados. Además el nuevo marco que se ha acordado para llegar al 3% de déficit es mucho más flexible que el anterior y permite mayores divergencias. Con respecto al Fondo de Recuperación, este instrumento dotado con unos 800.000 millones de euros, para invertir en proyectos de digitalización y eficiencia energética, se está poniendo en marcha lentamente, con un 65% de los fondos aún por desembolsar antes de 2026 se espera que siga impulsando el crecimiento en los próximos años.

Fondo de Recuperación y Resiliencia de la UE.

Desembolsos

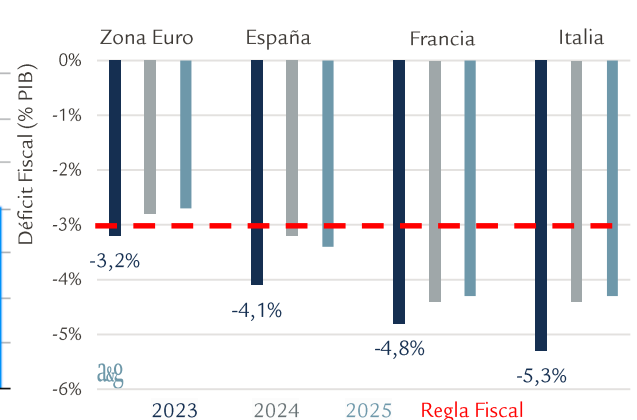
Fuente: JP Morgan
EUR billions



● Initial planned disbursement ● Actual/forecast disbursement

Zona Euro: Déficits fiscales

Fuente: Comisión Europea y elaboración propia



Clave 2: Inflación - Desaceleración con algún bache en el camino

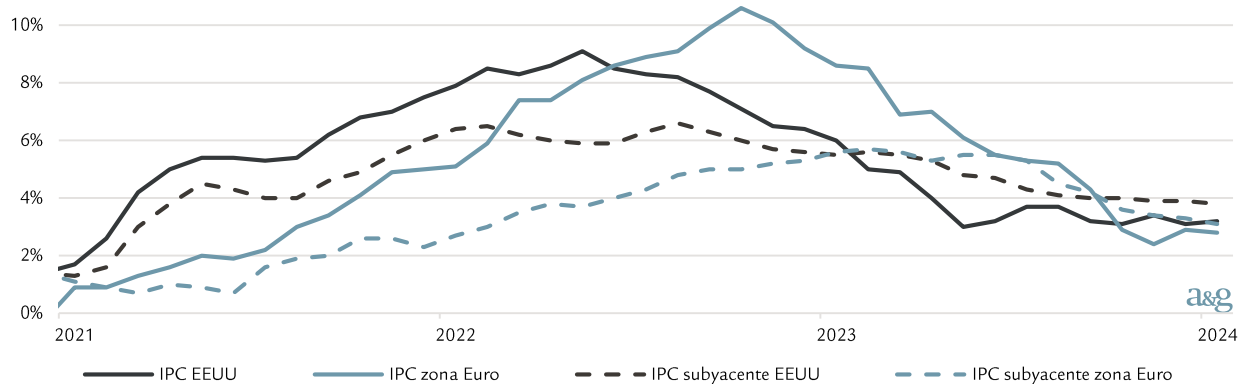
La tendencia de la inflación se mantiene a la baja...

Aunque la inflación todavía se mantienen en niveles por encima de los objetivos de los bancos centrales, la narrativa tanto de la Fed como del BCE de que no será necesario llegar a esos niveles para comenzar el ciclo de bajadas de tipos ha dado un respiro a los mercados. Así, los recientes repuntes de la inflación de EEUU en febrero no han dado paso a menores expectativas de recortes de tipos.

Además, esta visión está reforzada por las previsiones de inflación de los bancos centrales que confirman sus expectativas de que los precios mantengan la tendencia a la baja pese a posibles ligeros repuntes puntuales relacionados con los efectos base del componente energético. El BCE revisó a la baja sus previsiones de inflación, que se espera se desacelere hasta niveles del 2,3% para finales de 2024 y al 2% para 2025. La Fed por su parte incrementó ligeramente sus previsiones de inflación subyacente para 2024, no obstante incrementó una décima el objetivo de inflación a largo plazo hasta el 2,6% admitiendo que será eventualmente más elevado.

EEUU y Zona Euro: IPC general y subyacente

Fuente: elaboración propia



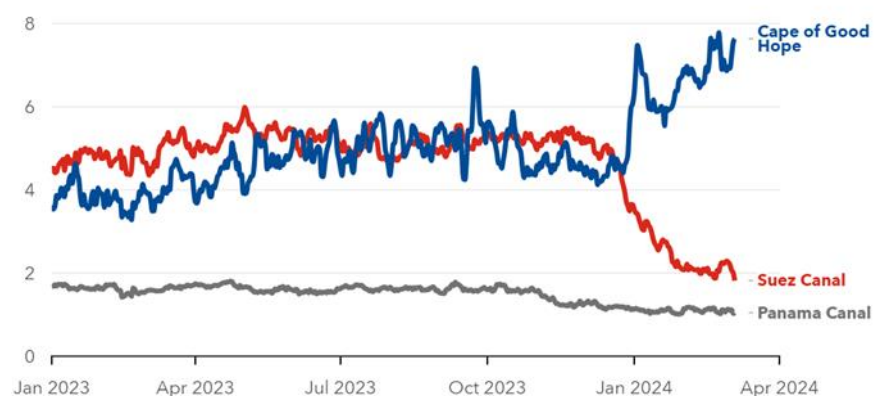
...no obstante, las tensiones geopolíticas y el cambio climático podrían dar paso a incrementos de la volatilidad

La tensión por los conflictos en Oriente Medio y Ucrania unido al incremento de eventos adversos debidos a los efectos del cambio climático suponen un riesgo al alza para la inflación. Así, en el mes de marzo hemos visto un fuerte incremento del precio del petróleo como consecuencia de los ataques con drones ucranianos a las instalaciones petroleras rusas.

Este riesgo se ha sumado a las interrupciones en el comercio mundial frenado por las interrupciones en dos rutas marítimas críticas. Por un lado el tráfico del Canal de Suez con un 15% del comercio marítimo mundial se ha desviado al Cabo de Buena Esperanza debido al conflicto en Oriente Medio. Por otro, en el Canal de Panamá, que representa un 5%, una grave sequía ha obligado a imponer restricciones que han reducido sustancialmente el tráfico.

Volumen diario de tránsito comercial (millones de toneladas métricas)

Fuente: Fondo Monetario Internacional



[\(volver al índice\)](#)

Clave 3: Tipos de interés - ¿Bajadas de tipos? Todo apunta a junio

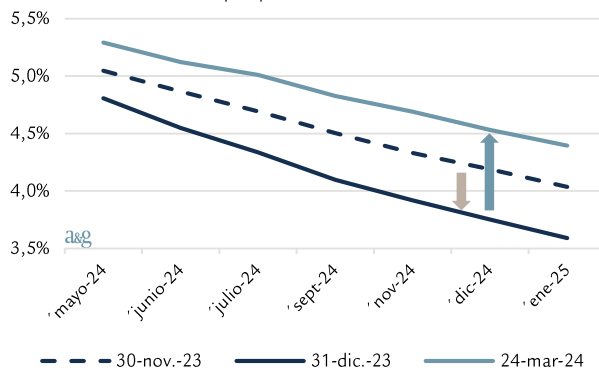
Powell y Lagarde ponen el foco en junio

Tanto la Fed como el BCE mantuvieron sin variaciones los tipos de interés oficiales y suavizaron el tono de sus comunicados. Si bien no adelantaron un calendario de posibles bajadas de tipos, ambos bancos centrales restaron importancia a la resistencia a la baja de la inflación de servicios y se mostraron relativamente optimistas con la evolución de la inflación. Adelantaron que no esperarán a que la inflación ceda hasta niveles del 2% para iniciar el ciclo de bajadas de tipos.

Ambos bancos centrales apuntaron a junio como posible fecha para iniciar el ciclo de bajadas de tipos. La Fed además revisó una décima al alza el objetivo de inflación a largo plazo hasta el 2,6%. Destacó el resumen de las proyecciones de tipos de sus miembros que sigue marcando tres bajadas de tipos para este año, lo que mantiene viva la posibilidad de un recorte en junio. En la reunión del BCE, Lagarde reconoció que están discutiendo las bajadas de tipos, y que hay un cierto consenso en la necesidad de esperar a junio para tener más evidencias de la evolución de la inflación.

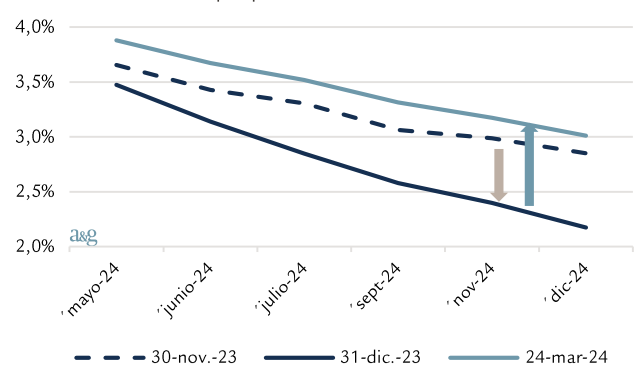
EEUU: expectativas de recortes de tipos

Fuente: elaboración propia



Zona Euro: expectativas de recortes de tipos

Fuente: elaboración propia



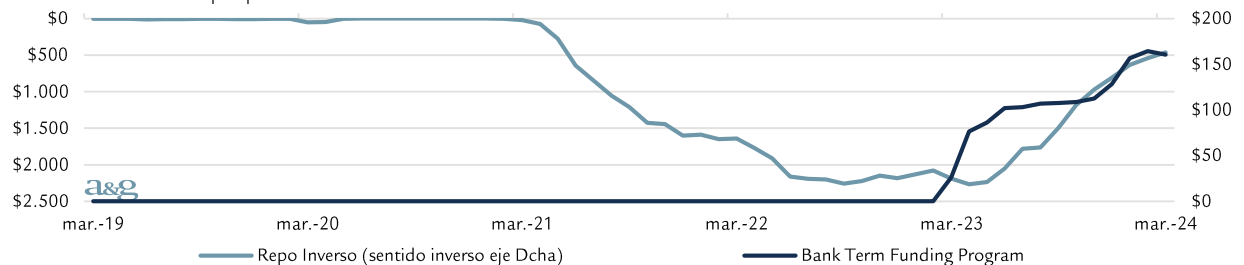
...con la Fed pendiente de la liquidez de los mercados

En su reunión del mes de marzo la Fed no tomó ninguna decisión, aunque reiteró que será apropiado ralentizar el ritmo de reducción de su balance bastante pronto. Estas declaraciones se enmarcan en la necesidad de mantener una liquidez elevada para contribuir a financiar el elevado déficit del gobierno. Así la liquidez se encontraba en niveles muy elevados tras la pandemia, de modo que inicialmente a la reducción del balance, la Fed sumó otra forma de drenar liquidez de los mercados monetarios aumentando la cuenta de repos inversos.

No obstante, desde el verano del año pasado la Fed ha venido incrementando la liquidez. Esto se debe a que si bien por un lado ha seguido reduciendo el balance, por otro lado ha ido vaciando la cuenta de repos inversos que ha pasado de 2,4 miles de millones en abril de 2023 a 0,4 mM en marzo de 2024. Además a esto se sumó el programa de liquidez creado hace un año para garantizar la liquidez de los bancos el “Bank Term Funding Program” con el que sumó cerca de \$170.000 millones.

Fed : liquidez adicional por Reverse repo y BTFP (en millones de US\$)

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

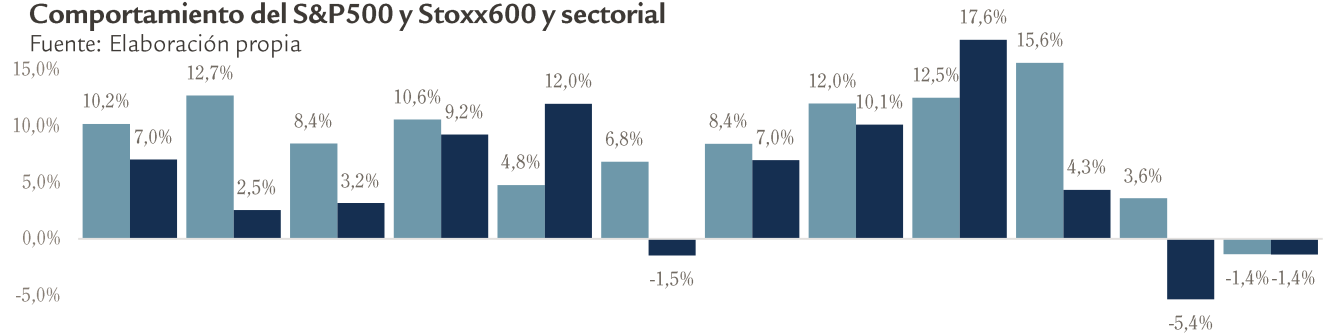
Renta Variable

El año arranca con fuerza para las bolsas...

El rally que daba comienzo el pasado octubre se ha mantenido en este primer trimestre de 2024 siguiendo un mismo patrón, con tecnología y los sectores más cíclicos a la cabeza de las rentabilidades. Mientras, el S&P500 ya supera el 10% en rentabilidad con el Stoxx600 alcanzando el 7% en lo que va de año. Las grandes compañías norteamericanas han continuado impulsando los índices gracias a una gran publicación de resultados, no siendo apoyada por el resto de compañías que, excluyendo a las 7 magníficas, ha visto caer sus beneficios hasta el -4%. Mientras, en Europa, los resultados han seguido la tendencia negativa de los últimos trimestres contrayéndose hasta el -11%.

Comportamiento del S&P500 y Stoxx600 y sectorial

Fuente: Elaboración propia



	Índice de referencia	Energía	Materiales	Industrial	Consumo Discrecional	Consumo Estable	Salud	Financiero	Tecnología	Servicios de Comunicación	Utilities	Inmobiliario
■ EEUU	10,2%	12,7%	8,4%	10,6%	4,8%	6,8%	8,4%	12,0%	12,5%	15,6%	3,6%	-1,4%
■ Europa	7,0%	2,5%	3,2%	9,2%	12,0%	-1,5%	7,0%	10,1%	17,6%	4,3%	-5,4%	-1,4%

... donde observamos un exceso de complacencia

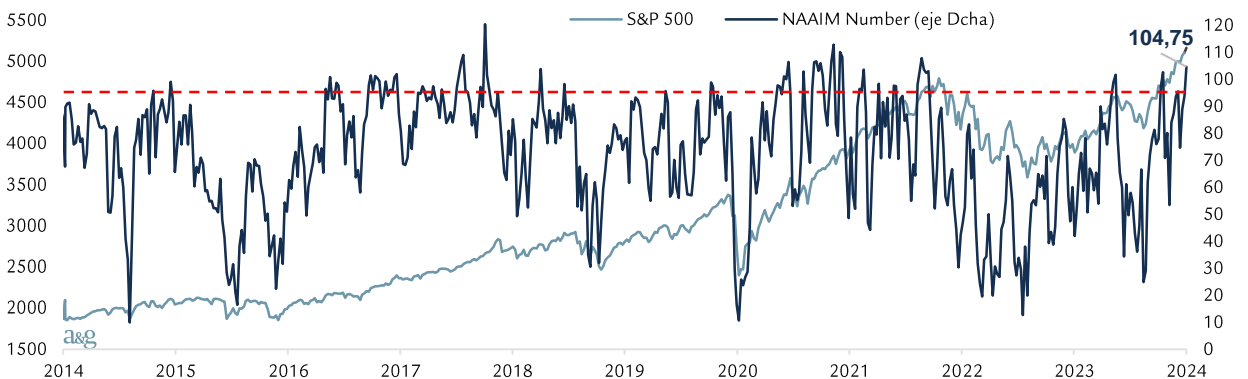
Las fuertes subidas en este primer semestre están situando a los índices en un escenario de exceso de complacencia donde podemos encontrar distintos indicadores que muestran una alta probabilidad de correcciones a corto plazo.

Uno de los grandes indicadores de complacencia es el índice NAAIM que mide la exposición media de los gestores activos a los mercados de renta variable estadounidenses. El índice se considera un indicador contrario en niveles extremos, lo que significa que cuando las lecturas del índice son excepcionalmente altas, por encima de 90, sugiere que los gestores están muy invertidos en el mercado, lo que indica un exceso de optimismo y un posible techo en el mercado. Por el contrario, cuando las lecturas del índice son excepcionalmente bajas, por debajo de 40, indica un posible exceso de pesimismo y un posible mínimo del mercado.

Actualmente, la exposición a renta variable se sitúa en niveles superiores al 100%, la exposición más alta desde finales de 2021, coincidiendo con un S&P500 en zona de máximos históricos.

Evolución de S&P500 vs encuesta de sentimiento de gestores activos

Fuente: elaboración propia



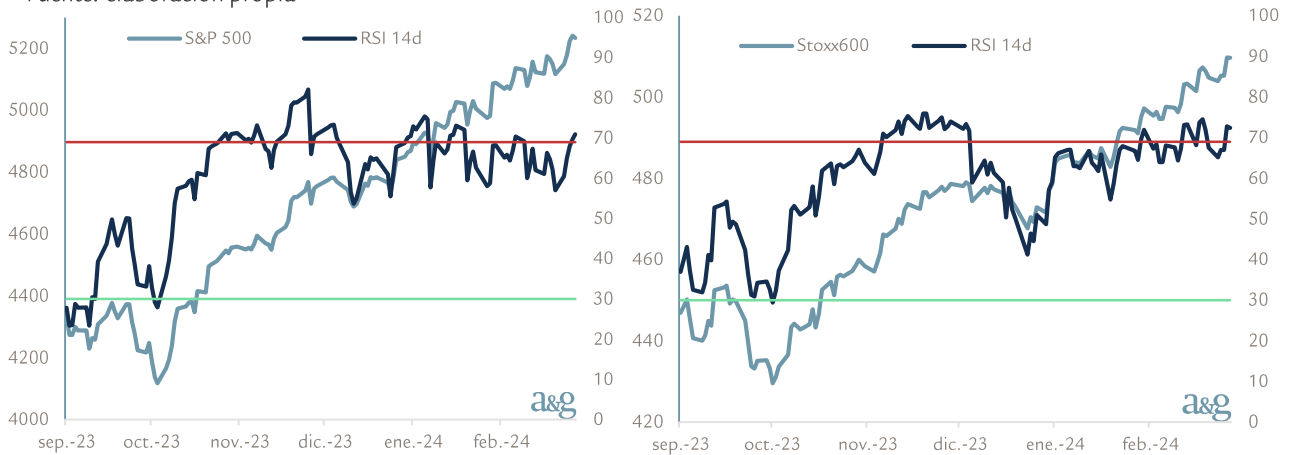
[\(volver al índice\)](#)

Otro de los indicadores de sentimiento más utilizados es el RSI, Relative Strength Index por sus siglas en inglés. El RSI es un indicador que refleja la fuerza relativa de los movimientos alcistas, en comparación con los movimientos bajistas. Si el RSI se encuentra por debajo de 30, refleja niveles de sobreventa mientras que si supera niveles de 70, se encontraría en niveles de sobrecompra, mostrando una situación en la que los precios han subido bruscamente y es probable que el movimiento alcista se debilite.

Actualmente nos encontramos en niveles de complacencia tanto en el S&P500 como en el Stoxx600, mostrando el indicador RSI niveles superiores a 70, elevando la probabilidad de recortes de las bolsas en el corto plazo.

S&P500 y Stoxx600 comportamiento vs RSI (Relative Strength Index)

Fuente: elaboración propia

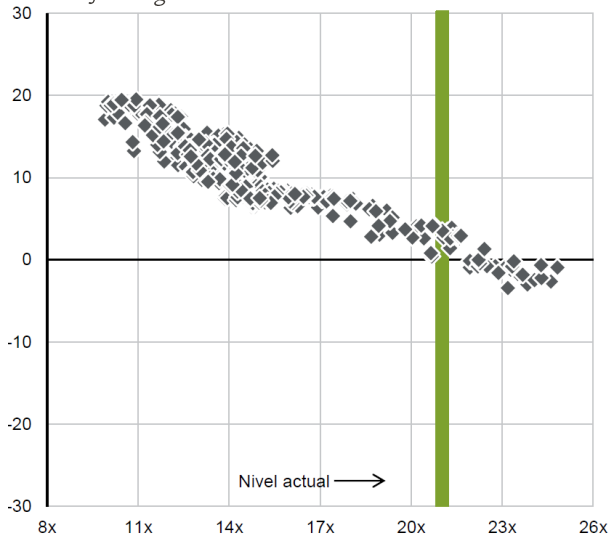


... con unas valoraciones relativas que nos hacen estar cautos en exposición

La excesiva complacencia que muestran los indicadores de sentimiento se une a las valoraciones relativas de la renta variable, llevándonos hacia un escenario donde las rentabilidades esperadas de la renta fija se mantienen aún por encima de las de la renta variable. La rentabilidad histórica del índice a los niveles de PER actuales sugieren un potencial de revalorización en los próximos 10 años de entre el 0% y el 5%, por debajo de su rentabilidad histórica media y en niveles parecidos a lo que actualmente se espera de la renta fija. Ante este escenario, mantenemos un sesgo mayor a la renta fija sobre la renta variable donde nos mostramos más cautos.

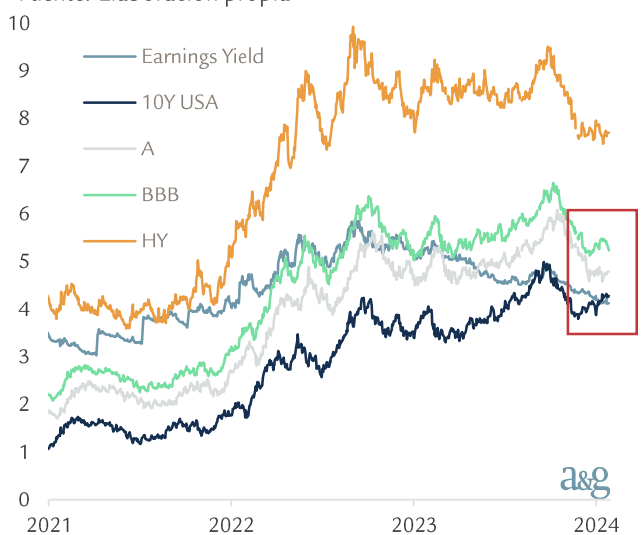
Rent. esperada S&P 500 a 10 años según PER

Fuente: JPMorgan AM



Evolución S&P rent. Beneficios vs rent. renta fija

Fuente: Elaboración propia



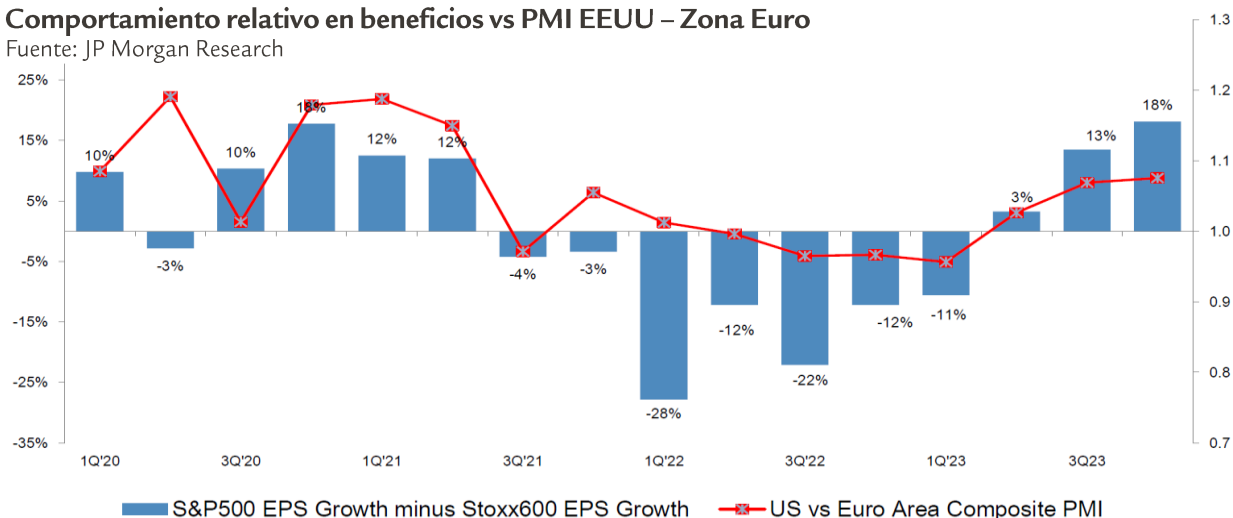
[\(volver al índice\)](#)

Los resultados del 4T23 consolidan nuestra preferencia por EEUU

Un trimestre más podemos decir que la gran triunfadora ha sido Estados Unidos y la gran perdedora Europa. El crecimiento en beneficios para el trimestre se sitúa en un +7% en Estados Unidos con Europa cayendo un -11% interanual. La divergencia en la publicación de resultados entre Estados Unidos y Europa es cada vez más evidente, donde el crecimiento del BPA de Estados Unidos con respecto a Europa se ha ampliado a máximos. En general, las empresas estadounidenses superaron claramente las expectativas, con un factor sorpresa en beneficios del +8%, mientras que las empresas europeas han decepcionado en comparación con las expectativas del consenso en un 2%. El mejor desempeño en resultados en Estados Unidos ha respaldado el mejor comportamiento de las acciones estadounidenses frente a las europeas desde mediados del año pasado.

Comportamiento relativo en beneficios vs PMI EEUU – Zona Euro

Fuente: JP Morgan Research



¿Momento de rotar a pequeñas compañías? Oportunidad por valoración

La fuerte y rápida subida de los tipos de interés y unos costes de financiación al alza han creado un entorno difícil para las pequeñas compañías en los últimos años. Sin embargo, el hecho de que los principales bancos centrales hayan ya dado por terminado el ciclo de subidas podría cambiar este escenario y favorecer a las pequeñas compañías en los próximos años. Por otro lado, la economía se dirige hacia un aterrizaje suave, entorno en el que las pequeñas compañías, cotizando a valoraciones atractivas con respecto a las grandes, pueden ser las grandes beneficiadas con un riesgo a la baja limitado.

Comportamiento relativo Nasdaq 100 vs Russell 2000

Fuente: Elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Los índices de pequeñas compañías están cotizando a niveles extraordinariamente bajos con respecto a las grandes compañías llegando a alcanzar descuentos de hasta el 50% en valoración, que han ido generándose en los últimos 5 años.

Pequeñas (S&P600) vs grandes compañías (S&P500) : Valoración relativa

Fuente: TRowe Price



Analizando el comportamiento desde enero de 1994, encontramos como la rentabilidad media a 12 meses cuando las pequeñas cotizaban en el quintil inferior de valoración, donde se encuentra actualmente, con respecto a las grandes (S&P 500) era del +9%. Otro catalizador es el ciclo de tipos, donde históricamente las rentabilidades han tendido a rebotar al alza cuando la Fed recortaba tipos ya que esta medida de política monetaria estimula la economía y las small-caps son más cíclicas que las large-caps.

Comportamiento histórico según valoración relativa y según ciclo de tipos de la Fed

Fuente: TRowe Price

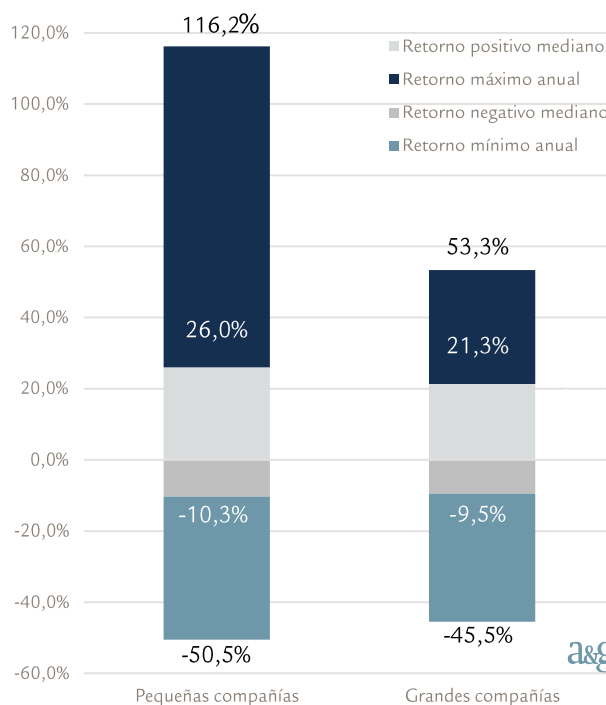
Quintil PER relativo S&P600 vs S&P500	Diferencia comportamiento a 12 meses (S&P600 - S&P500)	Ciclo de tipos de la Fed	Diferencia comportamiento a 12 meses (S&P600 - S&P500)
Quintil 1 (valoraciones más caras S&P600)	-1,0%	Mantiene o sube tipos	-1,8%
Quintil 2	0,0%	Recorta tipos	5,6%
Quintil 3	-4,0%		
Quintil 4	0,4%		
Quintil 5 (valoraciones más bajas S&P600)	8,9%		

Desde un punto de vista histórico, las pequeñas compañías han ofrecido un potencial de revalorización superior a las grandes compañías a largo plazo, superando a estas en las subidas y quedándose muy cerca en las bajadas, obteniendo un mayor retorno a largo plazo. Como se puede ver en el gráfico de la derecha, en periodos alcistas el Russell 2000 proporciona un retorno del 26% en comparación con el 21,6% del S&P 500. Las pequeñas compañías gozan de mayor flexibilidad y agilidad, donde su tamaño les permite reaccionar más rápidamente a las tendencias del mercado obteniendo mayores crecimientos en el tiempo.

Uno de los puntos interesantes es la diversificación sectorial que ofrece el Russell 2000, mucho mayor al resto de índices de grandes compañías, muy concentrados en las principales empresas. El índice Russell 2000 abarca una amplia gama de industrias, proporcionando exposición a sectores como la tecnología, industria, salud, consumo y finanzas, siendo muchas de las compañías que cotizan en el índice líderes mundiales en determinados nichos.

Comportamiento histórico de las pequeñas compañías

Fuente: TRowe Price



[\(volver al índice\)](#)

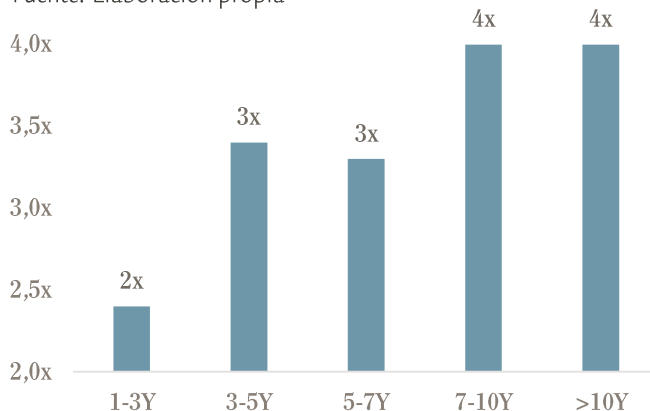
Renta Fija

Rentabilidades atractivas en un mercado de crédito ajustado

Las rentabilidades totales de la renta fija siguen siendo atractivas a pesar de que los diferenciales de crédito se encuentran en niveles históricamente bajos y el "carry" adicional que nos ofrece el crédito debería compensar posibles repuntes. Además, estas rentabilidades agregadas vienen respaldadas por aspectos técnicos positivos como unos activos en fondos monetarios que se encuentran en niveles máximos y esperamos que vayan rotando hacia otros activos, entre ellos la renta fija, una vez la dirección de política monetaria es clara y es de bajadas. Además, cada vez más inversores están mostrando un mayor interés en los tramos medios y largos del mercado primario, como evidencian los niveles de demanda excedente por tramo emitido ("bid-to-cover"). Esta tendencia debería contribuir a estabilizar los diferenciales en esos plazos medios y largos.

Demanda excedente por tramo emitido (YTD)

Fuente: Elaboración propia

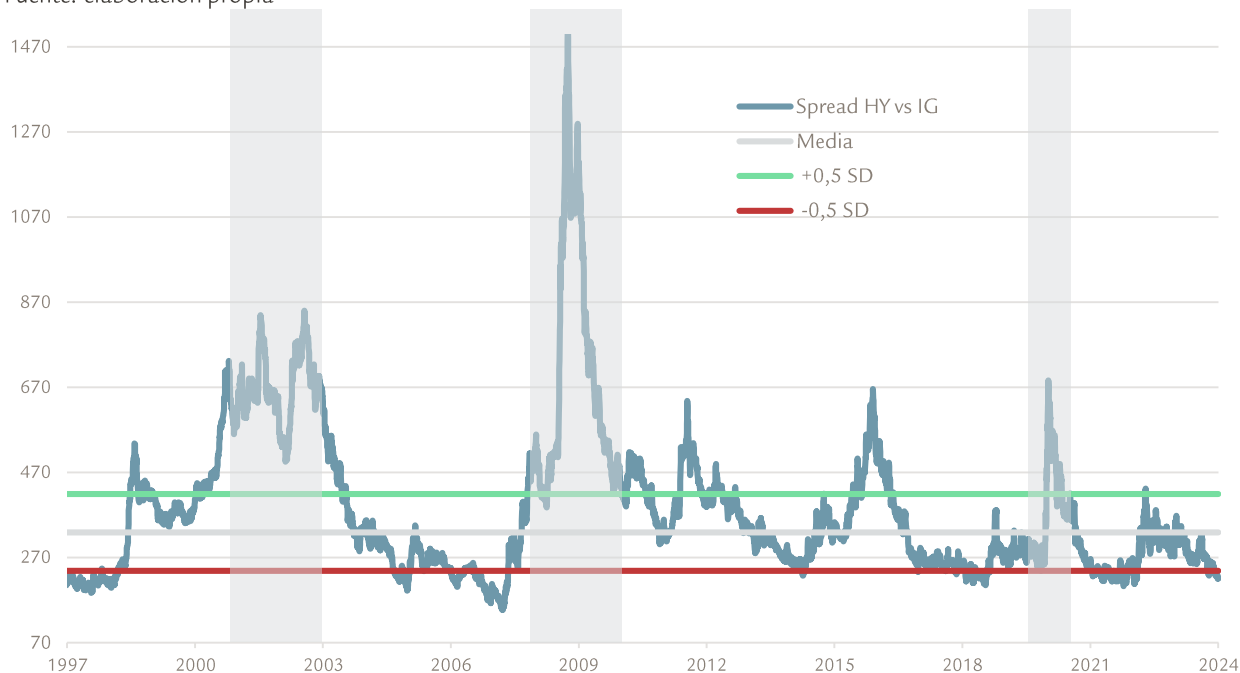


... en el que mantenemos un enfoque selectivo en alta calidad crediticia

Seguimos prefiriendo el segmento de alta calidad crediticia respecto al de alto rendimiento, dado que este último cuenta con unos ratios de cobertura de intereses más bajos y una mayor concentración de vencimientos en el corto y medio plazo que impactarán directamente en sus costes de financiación. Además, desde el punto de vista de valoración, el diferencial entre el segmento de alta y baja calidad crediticia está cotizando por debajo de sus medias históricas y no parece estar reflejando esa mayor vulnerabilidad del segmento de alto rendimiento y por tanto, cuenta con un mayor riesgo de ampliación de diferenciales de crédito, que siguen cotizando por debajo de sus medias históricas.

Evolución diferencial entre baja (HY) y alta (IG) calidad crediticia

Fuente: elaboración propia



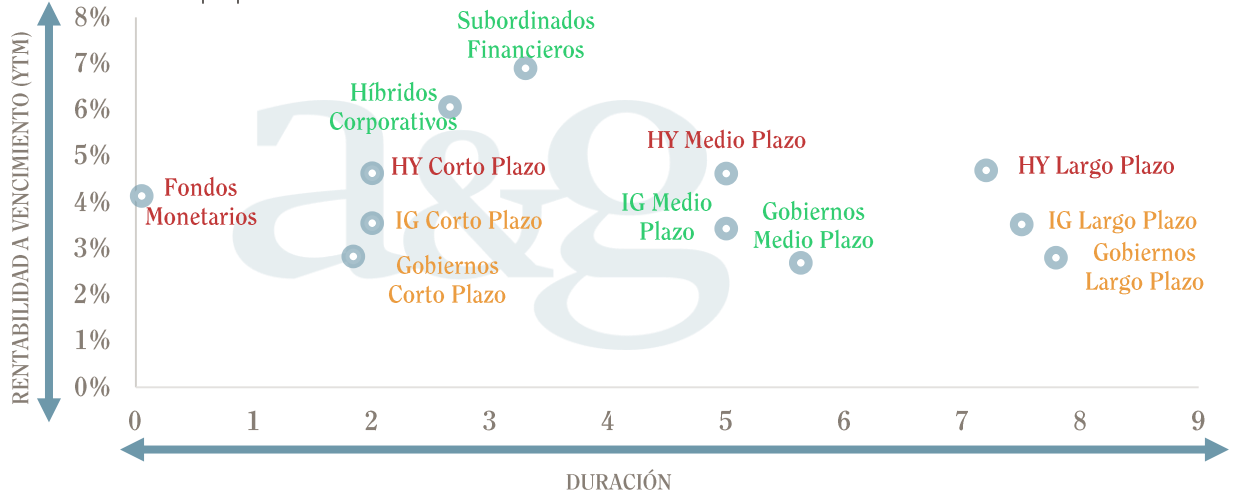
[\(volver al índice\)](#)

... donde seguimos encontrando oportunidades en híbridos y subordinados financieros

Ante estos niveles del segmento de alto rendimiento, seguimos prefiriendo híbridos corporativos, al ser emisores de alta calidad crediticia, con balances sólidos, y donde además encontramos niveles más atractivos. Por otro lado, los subordinados financieros 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.

Rentabilidad esperada por tipo de deuda y duración

Fuente: elaboración propia



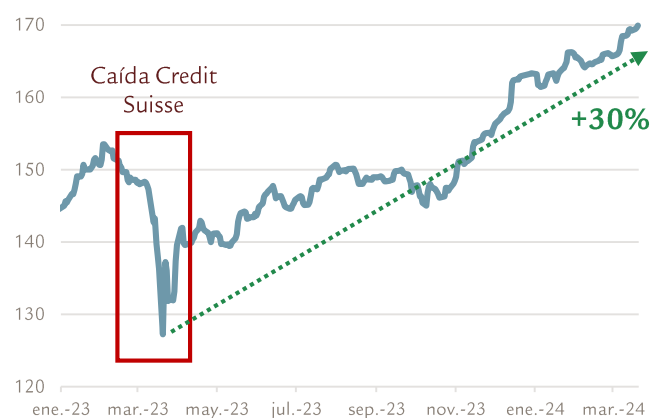
Un año después de Credit Suisse, ¿dónde está el CoCo?

Hace aproximadamente un año de la crisis financiera de bancos como SVB y Credit Suisse. A pesar de que el origen de la situación de cada uno fue diferente, el desenlace fue común y conllevó a una fuga de depósitos que obligó a la intervención regulatoria, que en el caso de Credit Suisse terminó con los tenedores de AT1s por detrás de los accionistas, alterando el orden de prelación, y generando fuertes dudas en la clase de activo, con caídas cercanas al 20%. No obstante, los supervisores bancarios europeos fueron claros con que se respetaría el orden de prelación y que en ningún caso el accionista cobraría antes que los poseedores de AT1. Además, los altos niveles de liquidez, solvencia y capitalización, y unos exigentes requerimientos regulatorios, que pese a haber drenado rentabilidad en los últimos años, en panoramas de incertidumbre como el vivido, actuaron como catalizadores de tranquilidad y tras un periodo de volatilidad, volvieron a atraer flujos de entrada.

Un año después, los AT1s ya han recuperado los niveles previos a la crisis bancaria, incluso superándolos con holgura. Los niveles de capital y solvencia de la banca europea siguen siendo históricamente altos y muy superiores a lo exigido por los reguladores, donde además, alrededor del 62% del universo AT1 se beneficia de al menos una calificación de grado de inversión por parte de alguna agencia de calificación crediticia. En términos de valoración, la clase de activo sigue pagando niveles superiores al segmento de alto rendimiento y seguimos viendo valor en ella. No obstante, el diferencial se ha reducido y nos invita a ser más selectivos con las emisiones.

Evolución Índice CoCos

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

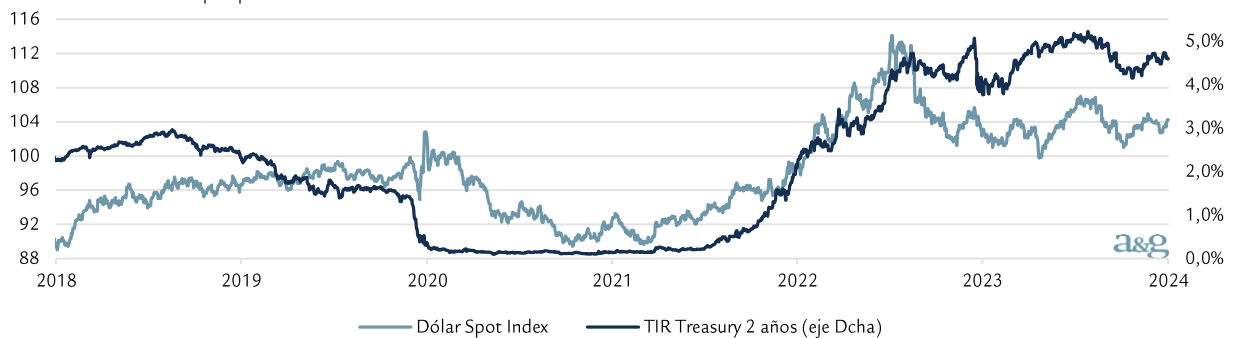
Divisas

Dólar: no vemos una tendencia clara a corto plazo

El dólar se mantiene en un rango lateral frente al euro. La fortaleza del dólar impulsado por el buen comportamiento de la economía de EEUU, que ha sorprendido al alza y lidera el crecimiento de las economías desarrolladas junto con el diferencial de tipos se ha visto contrarrestado por una cierta debilidad motivada por el buen comportamiento relativo de la renta variable estadounidense. Además, hemos visto un incremento de la correlación en el tono de los discursos de la Fed y del BCE, con lo que las expectativas de tipos se están moviendo a la par. Esperamos que estas tendencias se mantengan a medio plazo con lo que mantenemos un posicionamiento neutral en el dólar.

Dólar Spot index vs TIR deuda a 2 años de EEUU

Fuente: elaboración propia



Materias Primas

Oro, seguimos encontrando potencial

El fuerte y rápido incremento de los precios del oro en las últimas semanas hasta nuevos máximos históricos ha venido motivado por el incremento de las expectativas de caídas en los rendimientos reales. Los mercados están pendientes del inicio de un nuevo ciclo de recortes de tipos por parte de los principales bancos centrales tras las fuertes y rápidas subidas de los últimos años. Además, desde 2023 el fuerte incremento de la demanda de oro por parte de los bancos centrales y en particular de países emergentes ha añadido un nuevo factor alcista. En concreto, en 2023 Turquía y China volvieron a encabezar la lista de compradores. Los riesgos económicos y geopolíticos y en el caso de países emergentes el temor a sanciones económicas y financieras, son algunos de los principales temas que sustentan la demanda. El hecho de que estos se hayan intensificado recientemente, apunta a que probablemente la demanda de los bancos centrales se mantendrá bien respaldada en 2024.

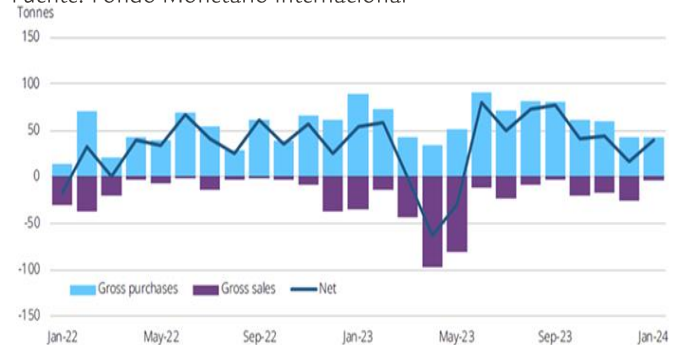
Evolución del precio del oro

Fuente: elaboración propia



Compras mensuales de oro por parte de los bancos centrales

Fuente: Fondo Monetario Internacional



[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento

Nuestro escenario base es que viviremos una suave desaceleración económica, con inflación y tipos de interés a la baja. Es un entorno positivo para los activos de riesgo, si bien consideramos que ya puede estar implícito en la valoración de muchos de ellos, por lo que nos atrevemos a distinguir dos períodos durante lo que nos queda de 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.

Nuestro posicionamiento, por tanto, es relativamente defensivo, con preferencia en la renta fija sobre la renta variable. Los tipos de intervención han tocado techo y los próximos movimientos serán bajistas, aunque quizá no se produzcan con la premura que descuenta el mercado. Es un momento para mantener duraciones relativamente altas y sin duda mayores de las que hemos tenido durante los últimos años.

En renta fija corporativa las rentabilidades totales cotizan en niveles históricamente altos y nuestra idea es aprovechar momentos de ampliación en diferenciales para incrementar exposición. A pesar de que los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que existen compañías con grado de inversión bien financiadas, con mucha caja o capacidad de generarla que están ofreciendo rentabilidades cercanas al 4% a 5 años, donde además, factores técnicos como unas perspectivas de entradas de flujos positivas por las salidas inminentes de fondos monetarios y el cada vez mayor apetito en mercado primario por los tramos medios y largos, deberían ayudar a controlar los diferenciales. No obstante, el segmento de alto rendimiento lo seguimos viendo caro, por lo que para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, seguimos recomendando bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute del grado de inversión, así como subordinados financieros sobre los bonos de alta rentabilidad que en la actualidad ofrecen un rendimiento inferior y cuentan con mayor riesgo de ampliación de diferenciales.

En cuanto a renta variable, creemos que el mercado está cotizando un escenario demasiado optimista. La subida se ha concentrado en sectores vinculados a la Inteligencia Artificial, que, si bien goza de nuestra confianza sobre su capacidad transformadora, quizá el mercado lo ha puesto en precio de forma prematura y de manera muy concentrada en unas compañías que deberán demostrar su capacidad de generar beneficios en esta temática. Confiamos en su enorme potencial de largo plazo, pero no descartamos correcciones en el corto.

En definitiva, mantenemos cierta cautela en los mercados de acciones, con sesgos a economías donde la subida de sus índices esté acompañada por su fuerte crecimiento en beneficios, como Estados Unidos, zonas geográficas donde el mercado mantiene bajas expectativas y vemos menor riesgo de decepción, como Asia, o sectores defensivos como consumo estable o Utilities. Por último, también sobreponderamos las pequeñas compañías, cuya valoración relativa es atractiva y se beneficiarían en un entorno de desaceleración moderada con tipos de interés a la baja.

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
- Positivos en pequeñas compañías respecto grandes
- 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 pequeñas compañías respecto grandes

El hecho de que los principales bancos centrales den indicaciones sobre el inicio del ciclo de bajadas de tipos y el buen tono de la economía que parece estar en un aterrizaje suave, nos lleva a sobreponderar las pequeñas compañías, que encuentran un entorno que las beneficia y que tienen unas **valoraciones muy inferiores a las de las grandes compañías.**

Neutrales 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 una duración en torno a 4 y 5 en cartera, tramo en el que obtenemos potencial de revalorización si los tipos caen desde estos niveles y por otro lado, colchón de seguridad ante posibles repuntes. Por tanto, vemos interesante aprovechar repuntes en tipos para alcanzar progresivamente el objetivo marcado.

[\(volver al índice\)](#)

Neutrales en gobiernos respecto a grado de inversión

A pesar de que los diferenciales de crédito cotizan en niveles por debajo de sus medias históricas, no podemos olvidar que **existen compañías con grado de inversión bien financiadas**, con mucha caja o capacidad de generarla **que están ofreciendo rentabilidades cercanas al 4% a 5 años, donde además, factores técnicos** como unas perspectivas de entradas de flujos positivas por las salidas inminentes de fondos monetarios y el cada vez mayor apetito en mercado primario por los tramos medios y largos, **deberían ayudar a controlar los diferenciales.**

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 dólar frente a Euro

No esperamos una apreciación del dólar, que puede verse perjudicado por un déficit público norteamericano en máximos, y el buen comportamiento relativo de la renta variable. Además el incremento de la correlación en el tono de los discursos de la Fed y del BCE, está motivando que las expectativas de tipos se muevan a la par. Esperamos que estas tendencias se mantengan a medio plazo con lo que mantenemos un posicionamiento neutral en el dólar.

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.



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar Neutral Sobreponderar



Cambio	Clase de Activos	Infraponderar	Neutral	Sobreponderar
=	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