



Equilibrio inestable

Estrategia 3T 2024

1 de julio de 2024

Asesoramiento y Análisis | asesoramiento@ayg.es

a&g

MÁS QUE BANCA PRIVADA

Índice

- i. **Estrategia 3T 2024: Equilibrio inestable** [\(ir\)](#)
- ii. **Panorama económico** [\(ir\)](#)
- iii. **Evolución de las principales clases de activos** [\(ir\)](#)
- iv. **Perspectivas económicas** [\(ir\)](#)
 - 1. **Clave 1: Crecimiento**
 - 2. **Clave 2: Inflación**
 - 3. **Clave 3: Tipos de interés**
- v. **Renta Variable** [\(ir\)](#)
 - 1. **La valoración de los índices globales muestran complacencia**
 - 2. **Momento de ser selectivos en renta variable**
- vi. **Renta Fija** [\(ir\)](#)
 - 1. **Que los árboles no impidan ver el bosque, es momento para la renta fija**
- vii. **Divisas** [\(ir\)](#)
 - 1. **El euro/dólar continúa sin una tendencia clara a corto plazo**
- viii. **Materias Primas** [\(ir\)](#)
 - 1. **Nuevos máximos en oro, con recorrido en términos reales**
- ix. **Posicionamiento** [\(ir\)](#)

Estrategia 3T 2024: Equilibrio inestable

Las bolsas globales continuaron avanzando en el segundo trimestre, aunque con algo menos de fuerza, acumulando unas rentabilidades cercanas al +15% después del +12% del primer trimestre. Ese excelente comportamiento se justifica tanto desde el punto de vista macro como micro, tratándose, en nuestra opinión, de un equilibrio inestable.

En lo que a la macro se refiere, el entorno sigue siendo favorable a los activos de riesgo, con un proceso de desinflación que continúa, algo más lento de lo inicialmente estimado, y un crecimiento débil pero estable. El ciclo económico se extiende trimestre a trimestre y cuando llegue, ésta será posiblemente la recesión más esperada de la historia, pero no por eso debemos caer en la complacencia de pensar que los ciclos económicos hayan dejado de existir y de hecho, cada vez más datos señalan hacia la desaceleración económica.

Lo relevante del entorno macroeconómico, es que ya estamos muy cerca del destino que llevamos años anticipando, apoyado en unas **tendencias estructurales imparables**, como son la (1) escasez de materias primas y mano de obra cualificada, (2) una mayor inestabilidad geopolítica, (3) un concepto de globalización diferente en el que la independencia energética y control sobre las cadenas de suministro ganan importancia y (4) la revolución industrial 2.0, con su doble vertiente de transición energética e inteligencia artificial. Estos factores nunca suponen un fuerte golpe de timón, ni para los mercados, ni para la economía, pero se demuestran como unas fuerzas inquebrantables que, como las mareas, todo lo arrastran. Nos iban a llevar a un entorno de bajo crecimiento e inflaciones más altas de las experimentadas en los años y ahí estamos exactamente. Crecimientos esperados entre el 1,5% y 2,5% para EEUU y un punto menos en Europa, con inflaciones que se acercan, pero difícilmente se mantendrán de forma estable en el 2% en EEUU.

Desde **el punto de vista micro**, los beneficios empresariales han acompañado a las subidas bursátiles, pero con una particularidad, que es la principal razón por la que definimos el contexto actual de **EQUILIBRIO INESTABLE**. El beneficio por acción del S&P 500 en los últimos 12 meses ha crecido a doble dígito, pero con 495 compañías creciendo apenas al 5% y cinco compañías con crecimientos de BPA superiores al 35%. Unas pocas compañías ligadas al sector tecnológico y la inteligencia artificial, lideradas por Nvidia (que alcanzó la semana pasada, aunque de momento sólo por unos días, una capitalización bursátil mayor a la de las bolsas de Alemania, Francia y Reino Unido juntas), han concentrado más del 60% de la contribución a la subida de los índices.

EQUILIBRIO, porque se trata de compañías con grandes modelos de negocio y excelentes perspectivas, que se benefician de la tendencia de la Inteligencia Artificial, que pensamos tiene recorrido, pero **INESTABLE**, porque desde el punto de vista de los mercados financieros, las valoraciones son tremendamente exigentes. Es en momentos así cuando toma especial relevancia no recordar que, al invertir en bolsa, no compramos compañías, sino que compramos acciones.

En lo que a política monetaria y tipos de interés se refiere, destacamos dos importantes eventos en el trimestre. Por un lado, en su reunión del 6 de junio, **el Banco Central Europeo inició el tan anunciado proceso de bajadas de tipos**, después de 3 años en terreno negativo y 10 subidas de tipos, iniciadas en verano de 2022, que terminaron en el nivel del 4%. El mensaje, al igual que el de la Reserva Federal, resultó menos acomodaticio y no esperamos un proceso largo de bajadas, pero **la dirección sigue siendo a la baja y esto son buenas noticias para la renta fija y para los activos de riesgo en general**.

Por otro lado, **las elecciones europeas, despertaron temporalmente, algunos fantasmas del pasado**, con una fuerte ampliación de la prima de riesgo del bono francés tras la convocatoria de elecciones generales y ante la posibilidad de un gobierno dirigido por la Sra. Le Pen. El déficit no es un problema hasta que el mercado de bonos decide que lo sea, pero la Europa de hoy ha avanzado mucho desde la última crisis, en términos de solidaridad financiera.

A grandes rasgos, favorecemos la renta fija sobre la renta variable, esperando que la primera capture una buena rentabilidad en los próximos años y evitando de cierta manera la complacencia en la segunda. Estamos **ligeramente conservadores, pero no en exceso, porque el entorno de medio plazo continúa siendo favorable**.

[\(volver al índice\)](#)

Panorama económico

Previsiones de consenso

	PIB						IPC						Tipos de Referencia					
	2023		2024		2025		2023		2024		2025		2023		2024		2025	
	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual	Anterior*	Actual
Global	3,0%	2,9%	3,0%	2,9%	3,0%	6,0%	4,2%	4,4%	3,4%	3,5%								
EEUU	2,5%	2,4%	2,3%	1,8%	1,8%	4,1%	3,1%	3,1%	2,4%	2,4%	5,5%	5,0%	5,1%	3,9%	4,0%			
Zona Euro	0,5%	0,7%	0,7%	1,4%	1,4%	5,4%	2,4%	2,4%	2,1%	2,1%	4,5%	3,3%	3,4%	2,6%	2,6%			
Alemania	-0,1%	0,2%	0,2%	1,2%	1,2%	6,0%	2,5%	2,5%	2,2%	2,1%								
Francia	0,9%	0,9%	0,9%	1,3%	1,3%	4,9%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%								
Italia	0,7%	0,8%	0,8%	1,1%	1,0%	5,8%	1,3%	1,2%	1,9%	1,8%								
España	2,4%	2,1%	2,2%	1,9%	1,9%	3,4%	3,1%	3,1%	2,3%	2,2%								
Reino Unido	0,3%	0,5%	0,7%	1,3%	1,2%	7,3%	2,5%	2,6%	2,2%	2,2%	5,3%	4,5%	4,6%	3,3%	3,5%			
Canadá	1,1%	1,0%	0,9%	1,8%	1,8%	3,8%	2,5%	2,5%	2,1%	2,1%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%			
Rusia	3,3%	2,5%	3,0%	1,2%	1,3%	6,0%	6,8%	6,9%	4,9%	5,0%	16,0%	12,9%	14,1%	8,4%	9,8%			
Brasil	3,0%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	4,6%	4,0%	4,0%	3,5%	3,6%	11,8%	9,0%	10,3%	8,8%	9,1%			
Asia																		
Japón	1,9%	0,6%	0,3%	1,1%	1,1%	3,3%	2,3%	2,4%	1,9%	1,9%	0,0%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%			
China	5,2%	4,9%	4,9%	4,5%	4,5%	0,2%	0,7%	0,6%	1,5%	1,5%	2,6%	2,4%	1,9%	2,4%	1,8%			
India	7,0%	7,6%	7,8%	6,7%	7,0%	6,6%	5,4%	4,8%	4,5%	4,5%	6,5%	6,1%	6,2%	5,7%	5,7%			

* Estimación del informe mensual de Mayo 2024

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 28/06/2024

RENTA VARIABLE

Global	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI World (divisa cubierta)	248	1,64%	2,36%	12,02%	18,98%	-19,20%
MSCI World Growth	5.383	3,26%	6,12%	16,76%	35,95%	-29,75%
MSCI World Value	3.534	-0,62%	-1,87%	4,82%	8,67%	-8,77%
Europa	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
EuroStoxx50	4.894	-2,71%	-3,73%	8,24%	19,19%	-11,74%
Stoxx 600	511	-1,48%	-0,24%	6,77%	12,74%	-12,90%
Ibex35	10.944	-2,95%	-1,18%	8,33%	22,76%	-5,56%
FTSE100	8.164	-1,09%	2,66%	5,57%	3,78%	0,91%
MSCI Europe Growth	211	-0,29%	-0,12%	9,81%	14,45%	-18,86%
MSCI Europe Value	130	-2,21%	0,08%	3,97%	11,08%	-4,73%
Estados Unidos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
S&P500	5.460	2,91%	3,92%	14,48%	24,23%	-19,44%
Nasdaq Composite	17.733	4,19%	8,26%	18,13%	43,42%	-33,10%
Dow Jones	39.119	0,68%	-1,73%	3,79%	13,70%	-8,78%
Russell 1000	2.975	2,63%	3,22%	13,44%	24,51%	-20,41%
Russell 2000	2.048	-0,93%	-3,62%	1,02%	15,09%	-21,56%
MSCI USA Growth	11.358	4,74%	8,75%	21,08%	44,29%	-31,85%
MSCI USA Value	3.477	0,30%	-2,04%	5,88%	6,45%	-8,66%
Asia	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Nikkei 225	39.583	1,87%	-1,46%	18,28%	28,24%	-9,37%
MSCI Asia ex Japan	697	-0,02%	6,74%	8,58%	3,60%	-21,54%
Shanghai Composite	2.967	-4,57%	-1,44%	-0,25%	-3,70%	-15,13%
Emergentes	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
MSCI Emerging Markets Local Currency	67.433	0,87%	5,63%	9,57%	7,07%	-17,95%
MSCI EM USD	1.086	-0,16%	4,41%	6,11%	7,04%	-22,37%
MSCI EM EUR	503	1,72%	6,10%	10,79%	6,11%	-14,85%
Sectorial (MSCI World)	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Energía	274	-1,12%	-1,81%	7,78%	-1,97%	46,34%
Materiales	344	-4,22%	-3,69%	0,96%	10,21%	-9,44%
Industria	408	-1,66%	-1,79%	9,14%	20,93%	-10,88%
Consumo Discrecional	407	2,44%	-1,97%	5,73%	33,39%	-32,38%
Consumo Estable	284	-0,59%	-0,31%	3,97%	-1,37%	-4,90%
Salud	381	2,73%	0,42%	8,66%	1,39%	-4,73%
Financiero	167	-0,51%	-0,89%	10,39%	12,10%	-9,32%
Tecnología	737	5,66%	11,56%	25,65%	52,27%	-30,61%
Utilities	160	-3,87%	2,53%	4,09%	-3,56%	-4,57%

[\(volver al índice\)](#)

Evolución de las principales clases de activos

Precios a cierre del 28/06/2024

RENTA FIJA

Tipos	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Tipos 2 años Estados Unidos (pb)	4,75%	-22	13	50	-18	369
Tipos 5 años Estados Unidos (pb)	4,38%	-22	16	53	-16	274
Tipos 10 años Estados Unidos (pb)	4,40%	-15	20	52	0	236
Tipos 2 años Alemania (pb)	2,83%	-23	-1	43	-36	338
Tipos 5 años Alemania (pb)	2,48%	-16	16	53	-63	301
Tipos 10 años Alemania (pb)	2,50%	-9	20	48	-55	275
Tipos 2 años España (pb)	3,17%	-12	15	20	4	354
Tipos 5 años España (pb)	3,06%	-2	22	44	-54	332
Tipos 10 años España (pb)	3,42%	7	26	43	-67	310
Tipos 2 años Italia (pb)	3,53%	-4	10	54	-33	306
Tipos 5 años Italia (pb)	3,58%	10	35	52	-97	326
Tipos 10 años Italia (pb)	4,07%	17	39	37	-102	328
Gobiernos Europa 3-5 años	213	0,36%	-0,21%	-0,90%	5,39%	-9,95%
Gobiernos USA 3-5 años	371	1,24%	0,57%	0,04%	4,46%	-7,99%

Crédito

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Diferencial Investment Grade Europa	61	10	7	3	-32	43
Crédito Investment Grade Europa 3-5 años	243	0,60%	0,40%	0,74%	7,77%	-11,09%
Diferencial High Yield Europa	319	31	22	9	-164	231
Crédito High Yield Europa 3-5 años	688	0,17%	1,12%	2,52%	13,44%	-11,08%
Crédito Investment Grade USA 3-5 años	292	1,02%	0,84%	1,20%	7,05%	-7,82%
Crédito High Yield USA 3-5 años	478	0,92%	1,12%	2,45%	12,37%	-6,95%
Subordinados financieros	294	0,13%	0,43%	1,80%	9,60%	-12,52%
ATI	172	-0,53%	1,14%	5,52%	12,99%	-13,62%
Gobiernos Emergentes Local Currency	145	-0,25%	-0,14%	-1,25%	6,91%	-8,44%

MATERIAS PRIMAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Oro	2.327	-1,46%	4,34%	12,79%	13,10%	-0,28%
Brent	86,41	2,60%	-1,22%	12,16%	-10,32%	10,45%
Metales Preciosos	250,62	-3,65%	6,49%	12,01%	4,11%	-1,90%
Metales Industriales	151,37	-9,54%	8,32%	6,12%	-13,72%	-4,37%

DIVISAS

	Precio	Junio	3Meses	YTD	2023	2022
Euro / Dólar	1,0713	-1,33%	-0,70%	-2,95%	3,12%	-5,85%
Euro / Libra	0,8473	-0,41%	-0,86%	-2,27%	-2,08%	5,23%
Euro / Yen	172,3900	1,03%	5,59%	10,71%	10,90%	7,27%

[\(volver al índice\)](#)

Perspectivas económicas

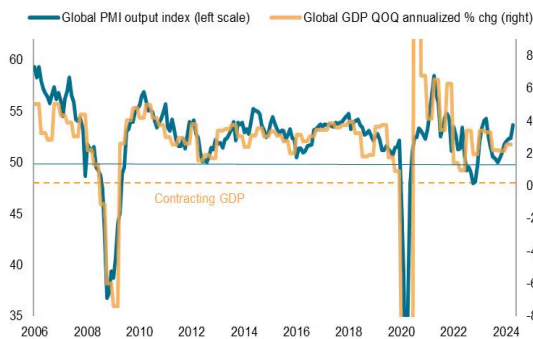
Clave 1: Crecimiento – se mantiene el crecimiento a nivel global...

... pero se ralentiza en EEUU mientras mejora en Europa

El crecimiento a nivel global se mantiene y los indicadores adelantados apuntan a una estabilidad en el crecimiento en los próximos meses. El PMI global muestra una posible aceleración, alcanzando máximos de 12 meses. No obstante, aunque el crecimiento sigue resistiendo **a nivel mundial**, observamos un cambio a nivel regional. **La fortaleza de EEUU comienza a agotarse y la economía estadounidense se ralentiza ligeramente.** Los indicadores de sentimiento se han suavizado, lo que queda reflejado en el índice de sorpresas económicas que han tendido a la baja en lo que va de año. Mientras, en la zona Euro los indicadores siguen apuntando a una ligera aceleración del crecimiento aunque todavía a niveles moderados.

Global: PMI vs PIB

Fuente: S&P Global



EEUU & zona Euro : índice de sorpresas económicas

Fuente: elaboración propia

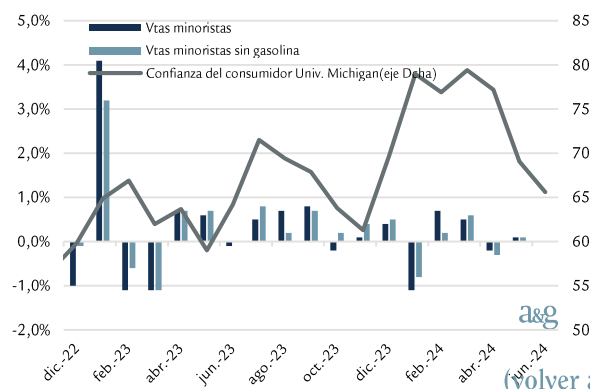


El consumo da señales de debilidad en Estados Unidos...

En EEUU el consumo supone en torno al 70% del PIB, y dentro de este, los servicios representan el mayor porcentaje del gasto. Las ventas minoristas reflejan en gran medida las compras de bienes, y por lo tanto muestran una proporción limitada del desembolso total de los consumidores, pero suelen estar muy en línea con los datos de servicios que se conocen con más retraso. En los últimos meses **la fuerte desaceleración de las ventas minoristas**, que acumulan dos meses sin apenas crecimiento, **apunta a que el consumidor estaría al borde de una desaceleración.** A este dato se suma la caída en la confianza del consumidor que ha cedido por tercer mes consecutivo en junio y apunta a un menor crecimiento de la economía en el 2T de este año. Los elevados tipos de interés y los niveles de inflación, todavía elevados, parecen empezar a hacer mella en el consumidor. Al agotamiento del exceso de ahorro se suma el aumento de los problemas del servicio de la deuda. Esto queda reflejado la contracción del **crédito renovable, que cayó en abril por primera vez en tres años** y en el fuerte incremento de la morosidad de los préstamos para automóviles y de las tarjetas de crédito que han alcanzado su nivel más alto en más de 10 años.

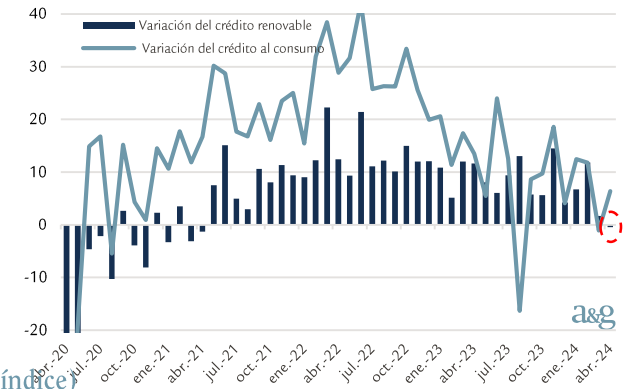
Ventas minoristas vs confianza del consumidor

Fuente: elaboración propia



Crédito al consumo (variación en \$Millones)

Fuente: elaboración propia

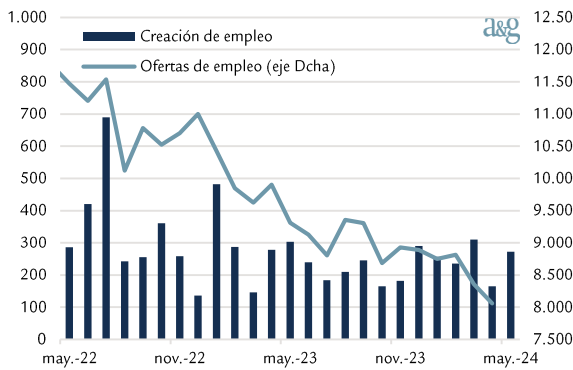


... aunque en parte compensada por la relativa fortaleza del mercado laboral y el gasto fiscal

Esta debilidad está en parte compensada por una **creación de empleo que se mantiene fuerte, si bien algunos indicadores del mercado laboral muestran señales de moderación**. Las peticiones semanales de desempleo se han incrementado y **el número de ofertas de trabajo mantiene la tendencia a la baja**. Además, tampoco puede descartarse una cierta reactivación del gasto público al encontrarnos en año electoral. De hecho, la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), en su último informe de junio ha elevado un 10% las previsiones de déficit para los próximos 10 años, respecto a las de febrero de este mismo año y la inversión, seguirá beneficiándose de los estímulos para la adopción de nuevas tecnologías y el desarrollo de la economía verde en el marco del Inflation Reduction Act (IRA), un programa dotado con casi 416.000 millones de dólares entre 2023 y 2031.

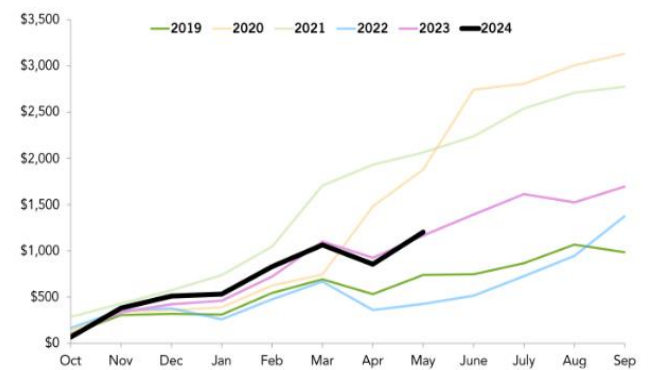
Creación de empleo vs ofertas (en miles)

Fuente: elaboración propia



Déficit fiscal (miles de Millones US\$)

Fuente: Tesoro de los EEUU



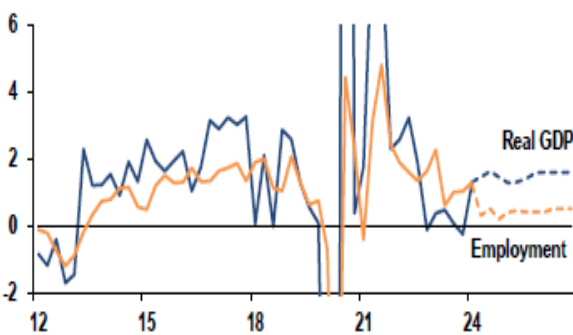
La economía de la zona Euro está entrando en un entorno algo más favorable

Los principales indicadores adelantados de la zona Euro siguen apuntando a una leve recuperación, si bien desde niveles deprimidos. **El BCE revisó ligeramente sus previsiones de crecimiento y empleo. Así, espera que la producción siga creciendo a un ritmo cercano al 1,5% interanual, mientras que el crecimiento del empleo se ralentizaría hasta situarse justo por debajo del 0,5% interanual lo que daría paso a mejoras en la productividad, conteniendo así el efecto del crecimiento sobre la inflación.**

Con un mercado de trabajo todavía dinámico y que parte de unos niveles elevados -dado que la tasa de paro se encuentra en niveles mínimos de los últimos años,- **la mejora del poder adquisitivo** con unas subidas salariales que por ir con retraso se sitúan por encima de los niveles actuales de inflación **y los menores niveles de tipos de interés, deberían ayudar a impulsar el consumo privado**. Además, las familias también cuentan con un notable colchón de ahorro. Se estima que, a raíz de la pandemia, **las familias han acumulado un ahorro que supera en casi un 8,0% del PIB su ahorro tendencial.**

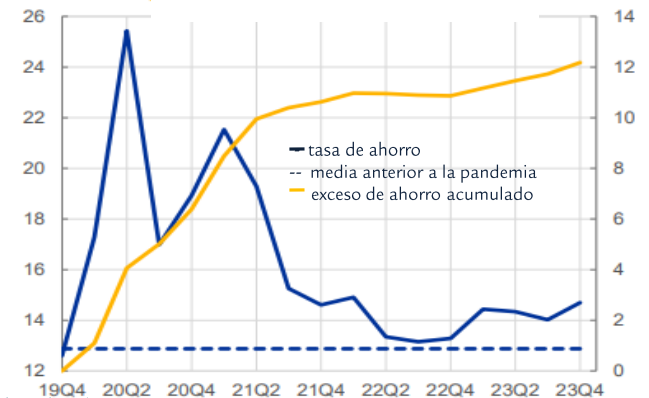
Previsiones de PIB y empleo

Fuente: BCE



Ratio de ahorro de los hogares y ahorro acumulado

Fuente: BCE



(volver al índice)

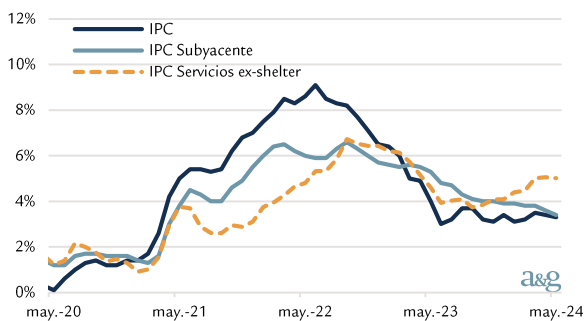
Clave 2: Inflación – niveles todavía elevados pero soportables

El foco en los precios de los servicios...

La pregunta clave hoy es si el mantenimiento de la firmeza del crecimiento en EEUU y una cierta recuperación en Europa, serán compatibles con una desaceleración de la inflación, que permita a los bancos centrales seguir suavizando las condiciones de política monetaria. Si bien el objetivo de inflación general parece cercano, con el IPC de Reino Unido de mayo ya en el nivel del 2% y los de la zona Euro y EEUU muy lejos de sus máximos, los Bancos Centrales tienen puesto el foco en la inflación subyacente y en concreto en los **precios de los servicios**. Estos **se mantienen todavía en niveles elevados debido a la fortaleza de la demanda de servicios**, menos sujetos a la competencia internacional y por lo tanto **más afectados por los aumentos salariales** para recuperar el poder adquisitivo perdido.

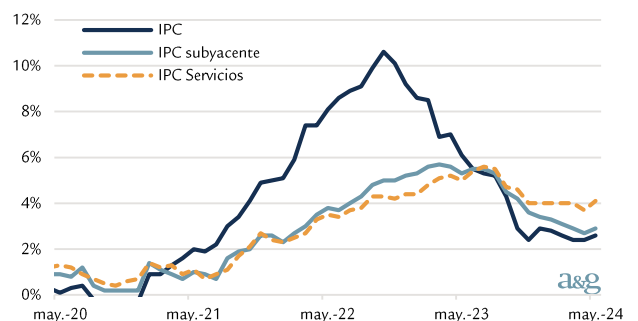
EEUU: IPC, subyacente y de servicios

Fuente: elaboración propia



Zona Euro: IPC, subyacente y de servicios

Fuente: elaboración propia



...que mantendrán la tendencia a la baja ante los menores incrementos salariales

Esperamos que la desaceleración de la inflación continúe impulsada por el menor ritmo de los incrementos salariales. No obstante, a un ritmo más lento y no exenta de las posibles fluctuaciones que puedan surgir por el incremento de los riesgos geopolíticos. **En EEUU, los precios reanudaron su desaceleración en abril y mayo tras el repunte del primer trimestre.** Esta caída vino **de la mano de los menores crecimientos salariales** que mantienen la tendencia a la baja y **la contribución negativa de la energía.** **En Europa,** la menor flexibilidad del mercado laboral está dando lugar a retrasos en la actualización de los mismos. Esto se ha visto reflejado en el reciente incremento de los salarios del 1T de este año, que sorprendió al alza pese a los menores niveles de inflación. Además a esto se sumaron algunos efectos base debido al incremento de los costes en comparación con los del años pasado que se beneficiaban de subvenciones. Todo ello contribuyó a que la inflación de los servicios, sensible a los salarios, se incrementara ligeramente hasta el 4,1% en mayo. Sin embargo, creemos que se trata de un retraso y no de una tendencia al alza. Así, **el indicador adelantado del Rastreador de Salarios de Indeed muestra una clara ralentización en el segundo trimestre, y apunta a un nuevo descenso de la inflación de los servicios en los próximos trimestres.**

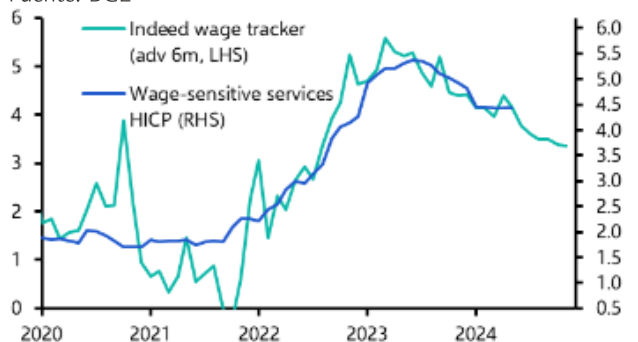
EEUU: IPC de servicios & salarios

Fuente: elaboración propia



Zona Euro: IPC de servicios & indicador de salarios

Fuente: BCE



[\(volver al índice\)](#)

Clave 3: Tipos de interés – el camino está claro y ya ha comenzado

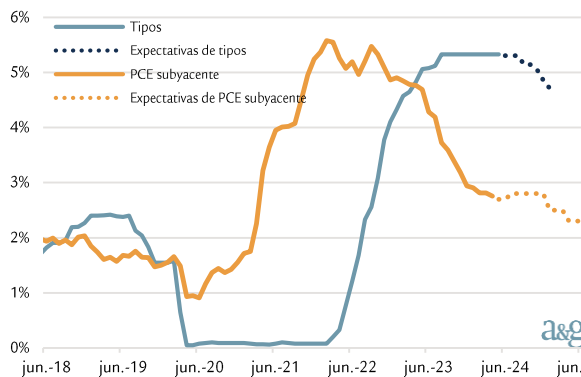
Lagarde se adelantó a Powell...

En el mes de junio, **algunos bancos centrales han iniciado los recortes de tipos** confirmando que la dirección de los próximos movimientos será a la baja. Además del BCE, destacaron el Banco de Canadá y el Banco Nacional Suizo. Este último llevó a cabo el segundo recorte en el año. **Si bien la dirección está clara, el calendario todavía es incierto.**

El BCE se adelantó a la Fed recortando los tipos en su reunión de junio pero ahí terminaron las divergencias. **Lagarde y Powell coincidieron en mantener un enfoque dependiente de los datos** y moderar las expectativas de futuros recortes de tipos. Lagarde insistió en que la bajada de tipos actual tiene como objetivo moderar la política monetaria que todavía se mantiene en niveles restrictivos evitando cualquier indicación sobre futuras actuaciones y reiterando que mantienen el objetivo de inflación en torno al 2%.

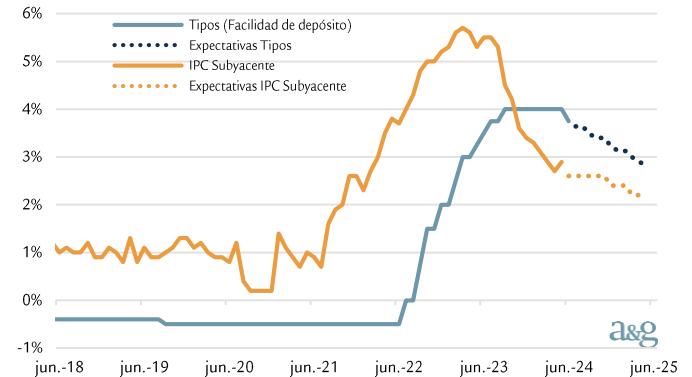
EEUU: Tipos & PCE sub. con expectativas

Fuente: elaboración propia



Zona Euro: Tipos & IPC sub. con expectativas

Fuente: elaboración propia



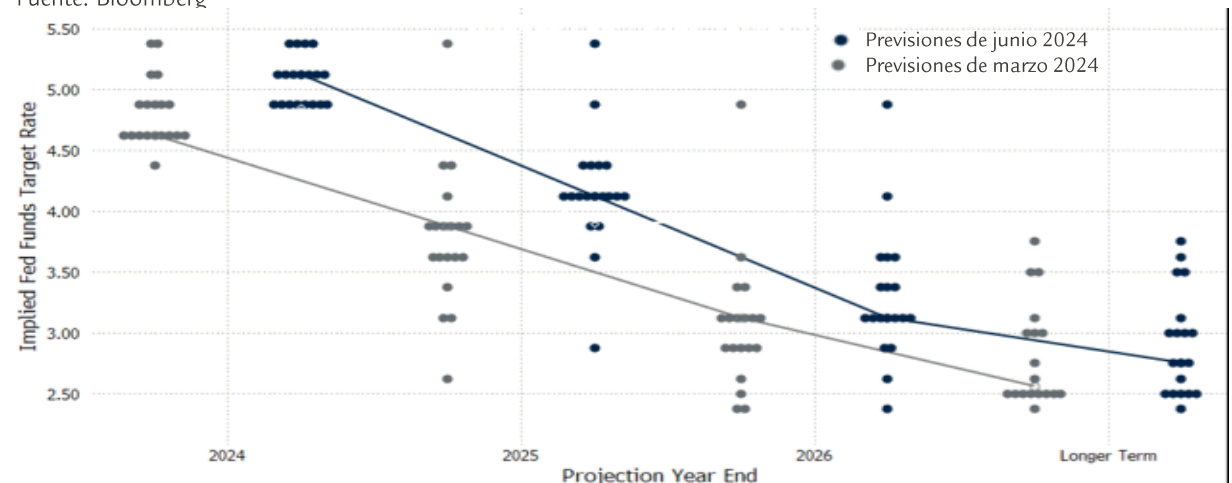
... y la Fed dio algunas indicaciones sobre el calendario de bajadas

La Fed en su reunión de junio publicó su diagrama de puntos, **dot plot** en inglés, en el que los miembros del Comité de Mercados Abiertos registran cada trimestre sus previsiones sobre los tipos de interés para el resto del año. El diagrama **apunta a una ralentización en el ritmo de bajadas** al mostrar que la mayoría de sus miembros esperan reducir los tipos solo una vez en 2024 frente a las tres reducciones previstas en la reunión de marzo e incrementar las de 2025 y 2026 de tres a cuatro. Así pues el número total de recortes en los próximos años sigue siendo nueve, solo que con un comienzo más tardío.

No obstante el detalle de los datos es algo menos cauto dado que las opiniones están divididas entre una y dos bajadas y ocho miembros mantienen los dos recortes de tipos que esperaban inicialmente.

Fed: diagrama de puntos (dot plot)

Fuente: Bloomberg



Renta Variable

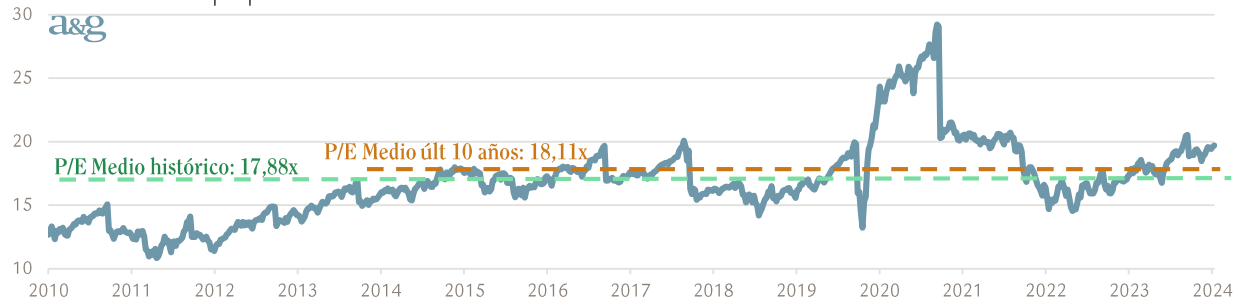
Los mercados de renta variable continúan con la **misma tendencia** de los últimos trimestres, en el que unas pocas compañías son las que han empujado a los índices a marcar nuevos máximos en Estados Unidos. Tan **sólo cinco compañías, Microsoft, Nvidia, Google, Amazon y Meta, han representado el 60% de la rentabilidad del S&P500** en lo que va de año representando ya el 25% del índice que agrupa a las 500 compañías más grandes de Estados Unidos. Mientras, en Europa, el resultado de las últimas elecciones europeas ha evidenciado el aumento de las tensiones geopolíticas y el potencial perjuicio para la economía haciendo temblar a las bolsas europeas de forma generalizada, especialmente en Francia, donde la renta variable se está viendo castigada por la convocatoria de elecciones de Macron y la posible victoria de los extremismos. En cambio, Asia ha aportado un gran comportamiento en el segundo trimestre con el resurgir de China tras el cambio en política fiscal y monetaria, revertir el pesimismo del mercado que había alcanzado niveles extremos en posiciones cortas y unas valoraciones históricamente bajas durante la primera parte del año.

La valoración de los índices globales muestran complacencia

Las fuertes subidas generalizadas de las bolsas han llevado a los índices globales a **niveles de valoración por encima de la media de los últimos diez años**, más influenciados por la composición que ha ido sesgándose hacia sectores más ligados a la tecnología. Estos niveles de PER tan sólo han sido superados por las valoraciones del mercado alcista que comenzó en 2020.

PER MSCI World Index

Fuente: Elaboración propia



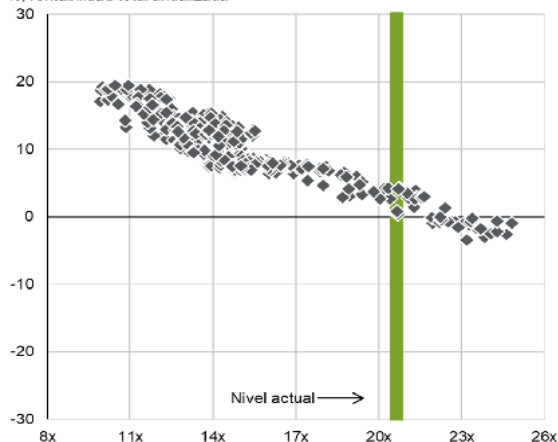
... con unas valoraciones relativas que nos hacen estar cautos en exposición

La rentabilidad histórica del índice S&P500 a niveles PER actuales sugieren un **potencial de revalorización en los próximos 10 años de entre el 0% y el 5%**, rentabilidades muy pobres que se encuentran por debajo de su rentabilidad histórica media y en niveles parecidos a lo que actualmente se espera de la renta fija. Consideramos que ante este escenario hay que ser activo tanto en exposición como desde el punto de vista sectorial, pero para inversores pasivos creemos que vienen una época difícil en cuanto a rentabilidad ajustada por riesgo.

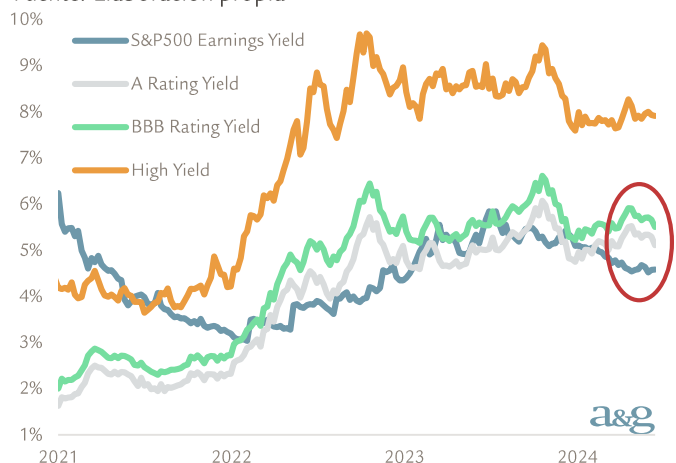
Rentab. esperada S&P 500 a 10 años según PER Evolución S&P500 rentab. beneficios vs rentab. RF

Fuente: JPMorgan AM

%, rentabilidad total anualizada*



Fuente: Elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

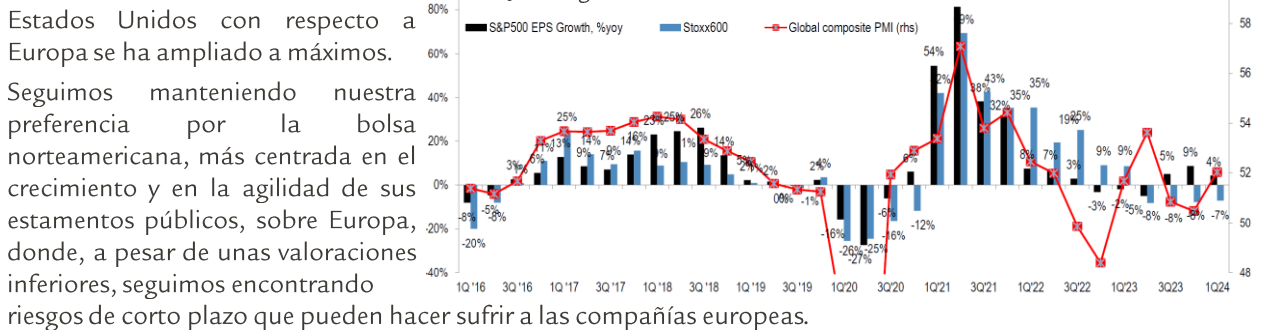
Momento de ser selectivos en renta variable

La inestabilidad política en Europa nos hace mantener nuestra preferencia en Estados Unidos

De nuevo **Europa** está siendo la economía **más afectada por la inestabilidad política** y los mercados lo están sufriendo. El auge de los partidos euroescépticos en las elecciones europeas han llevado a varios países a convocar elecciones, siendo el caso de Francia el que más incertidumbre ha llevado a las bolsas. Además, en las últimas semanas hemos podido conocer la imposición de **nuevos aranceles** de hasta el 40% **al coche eléctrico** chino, siendo respondido por el gigante asiático lanzando una investigación anti-dumping contra la importación de cerdo desde la Unión Europea, por lo que, a los problemas políticos se suma también una guerra comercial con China.

En cuanto a **resultados de las compañías, la gran triunfadora**, una vez más, ha sido **Estados Unidos** en detrimento de 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, **Crecimiento en beneficios del S&P500 y Stoxx600 vs PMIs globales**

Fuente: JP Morgan Research

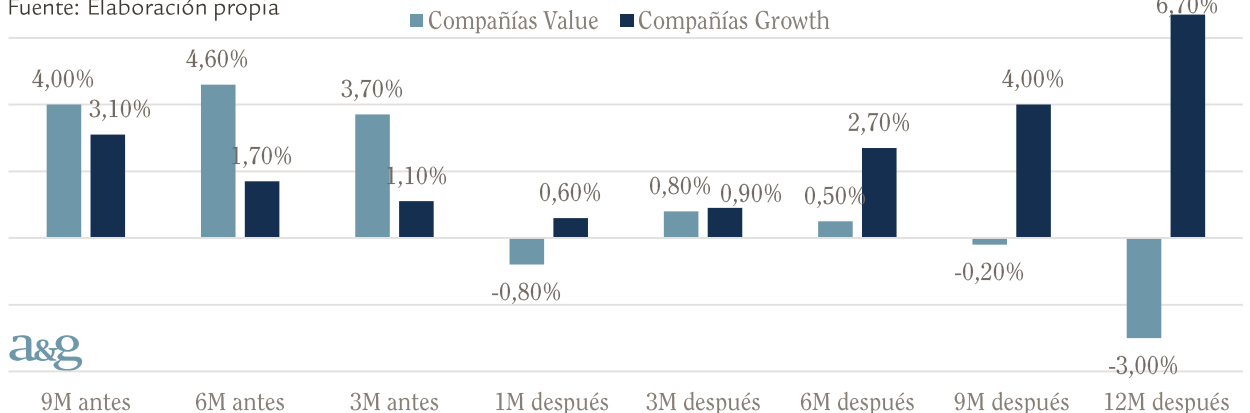


Las compañías de crecimiento, las grandes beneficiadas ante las bajadas de tipos

Durante junio pudimos ver como los datos de inflación del consumidor y del productor sorprendían a la baja frente a las expectativas de consenso, señal de que la Fed no retrasará mucho las primeras bajadas de tipos. En cuanto a los beneficios, son las compañías de crecimiento las que están teniendo unas revisiones positivas mucho más fuertes que el universo value. Ante este escenario, hemos analizado el comportamiento histórico tras una primera bajada en tipos entre las compañías de crecimiento y las compañías de valor.

Comportamiento Growth vs Value desde que empiezan las bajadas de tipos de la Fed

Fuente: Elaboración propia



Como muestra el gráfico, en realidad son **las compañías de crecimiento las que obtienen las mejores rentabilidades de forma persistente una vez que la Fed empieza a bajar tipos**. En línea con nuestro escenario macroeconómico, esto tiene que ver con la noción de que la Fed suele recortar los tipos más tarde en el ciclo, cuando el crecimiento se ralentiza siendo un momento en el que el mercado paga más por el "Quality Growth".

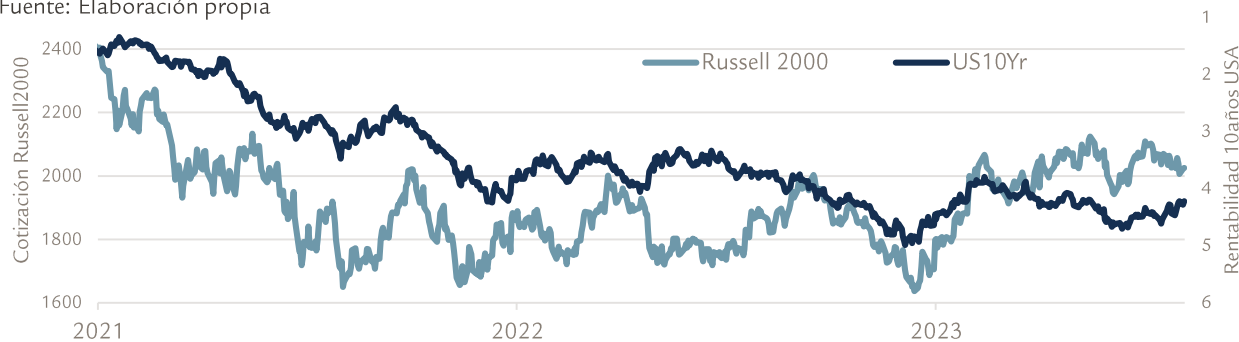
[\(volver al índice\)](#)

Las valoraciones y el techo en tipos marcarán el comportamiento de las pequeñas compañías

Tras las subidas de las pequeñas compañías norteamericanas en el primer trimestre del año, el segundo trimestre ha devuelto las cotizaciones al punto de partida. La fuerte correlación entre el comportamiento de las pequeñas compañías y las rentabilidades de la deuda desde 2022 están haciendo sufrir de nuevo las cotizaciones de las primeras. Esta correlación negativa con los tipos de interés se debe a la alta sensibilidad de este tipo de compañías a los costes de la deuda ya que tienen un menor acceso a los mercados de capital para satisfacer sus necesidades de endeudamiento.

Cotización Russell 2000 vs Rentabilidad Bono 10 años USA (*invertido*)

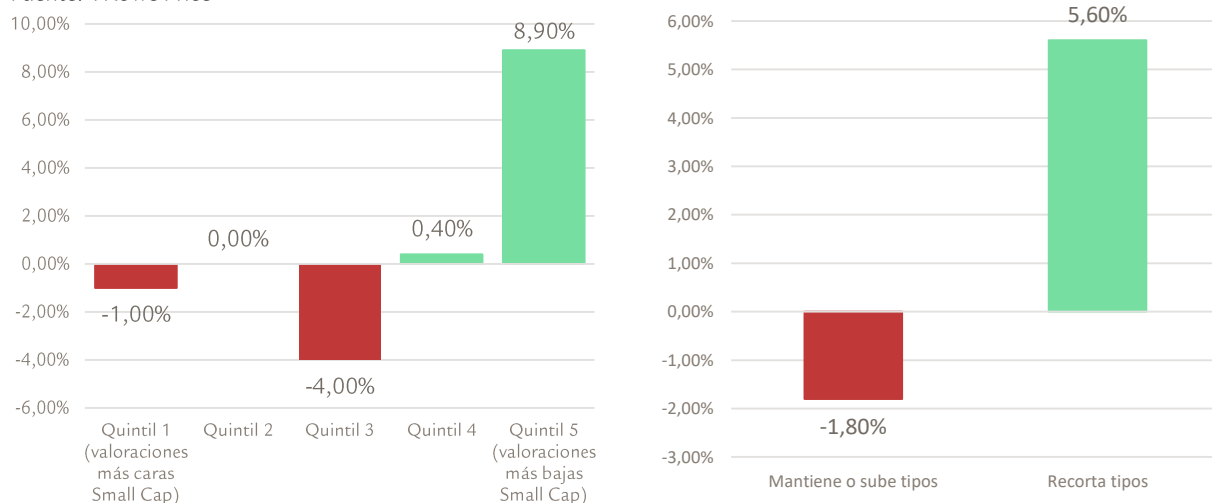
Fuente: Elaboración propia



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 (Small – Large)

Fuente: TRowe Price



En el escenario en el que nos situamos actualmente, en el que encontramos valoraciones por debajo de su media histórica y ante la inminentes bajadas de tipos, vemos como la reciente caída de las rentabilidades de la deuda por la debilidad de la actividad económica, podría hacer que las compañías de pequeña capitalización lideren el mercado.

[\(volver al índice\)](#)

Renta Fija

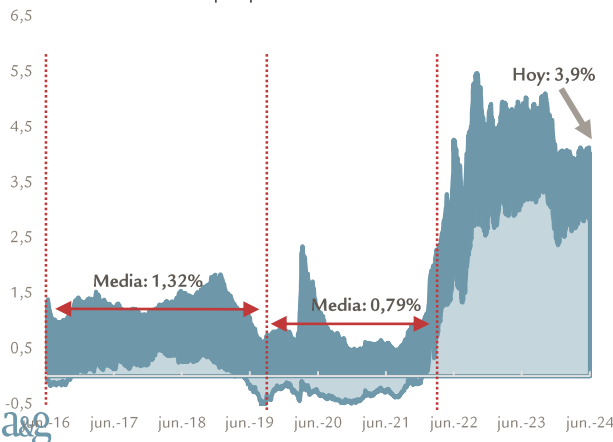
El mercado de renta fija se está moviendo principalmente por las expectativas de tipos de interés. No debemos olvidar que lo que está ocurriendo es que la misma magnitud de bajadas descontadas por el mercado se está retrasando en el tiempo, pero lo que el mercado parece tener cada vez más claro es que no veremos nuevas subidas y por tanto, la dirección es clara, es de bajadas y esto es lo importante. Después de todo, **la Fed sigue anticipando 125 puntos básicos de recortes hasta diciembre de 2025 y otros 100 puntos básicos en 2026** con un escenario base de crecimiento y empleo muy optimista, que de no cumplirse podría acelerar el ritmo de bajadas y por otro lado, parece difícil que esas expectativas puedan mejorarse y por ello, que veamos repuntes. Por otro lado, **la incertidumbre política en Francia ha generado un ensanchamiento de las primas de riesgo** de los países percibidos como más vulnerables, destacando las ampliaciones en Grecia, Italia y España, acordes con un movimiento de aversión al riesgo. Creemos que la volatilidad permanecerá hasta el final de las elecciones y es probable que veamos nuevas ampliaciones, pero no vemos margen para incrementos de gran calibre, que de producirse, aprovecharíamos para tomar posiciones.

Que los árboles no impidan ver el bosque, es momento para la renta fija...

Si miramos con perspectiva, **las rentabilidades totales de la renta fija siguen siendo históricamente altas** a pesar de que los diferenciales de crédito se encuentran en niveles estrechos y el "carry" adicional que nos ofrece el crédito debería compensar posibles repuntes. En este contexto, esperamos una correlación negativa entre tipos de interés y diferenciales, lo cual es especialmente beneficioso para carteras que complementen gobiernos con crédito, ya que nos ofrecerá un colchón adicional de cobertura sea cual sea el desenlace económico.

Rentabilidad esperada en Grado de Inversión

Fuente: Elaboración propia



Análisis de sensibilidad cartera crédito y gobiernos

Fuente: Elaboración propia a 28/06/2024

TIR Esperada	4,27%	Bajada en tipos de interés		Subida en tipos de interés		
Rating Emisión	BBB+	Tipos de interés				
Duración	4,73	-100	-50	0	50	100
Diferenciales de crédito	-100	10,3%	8,0%	5,7%	3,4%	1,2%
	-50	9,5%	7,3%	5,0%	2,7%	0,5%
	0	8,8%	6,5%	4,27%	2,0%	-0,3%
	50	8,1%	5,8%	3,5%	1,3%	-1,0%
	100	7,4%	5,1%	2,8%	0,6%	-1,7%

Reducción del diferencial (escenario azul) / Aumento del diferencial (escenario rojo)

Tal y como podemos observar, **mediante la toma de exposición a crédito de calidad**, a través de una cartera con estructura: 40% gobiernos, 30% deuda senior y 30% híbridos y CoCos, **podemos potenciar los escenarios proyectados**. Si la economía sigue mostrando resiliencia (**escenarios marcados en rojo**) los tipos de interés podrían repuntar por un escenario de tipos altos durante más tiempo, pero en ese caso el crédito debería hacerlo especialmente bien. Si por el contrario, la economía se debilita más que la narrativa actual de mercado (**escenario marcado en azul**) y que contemplamos como base, esperamos cesiones en tipos de interés acompañadas de repuntes moderados en los diferenciales de crédito, escenario que sería especialmente positivo para las carteras al contar con mayor duración de tipos que de crédito.

... con CoCos e híbridos liderando las subidas en 2024

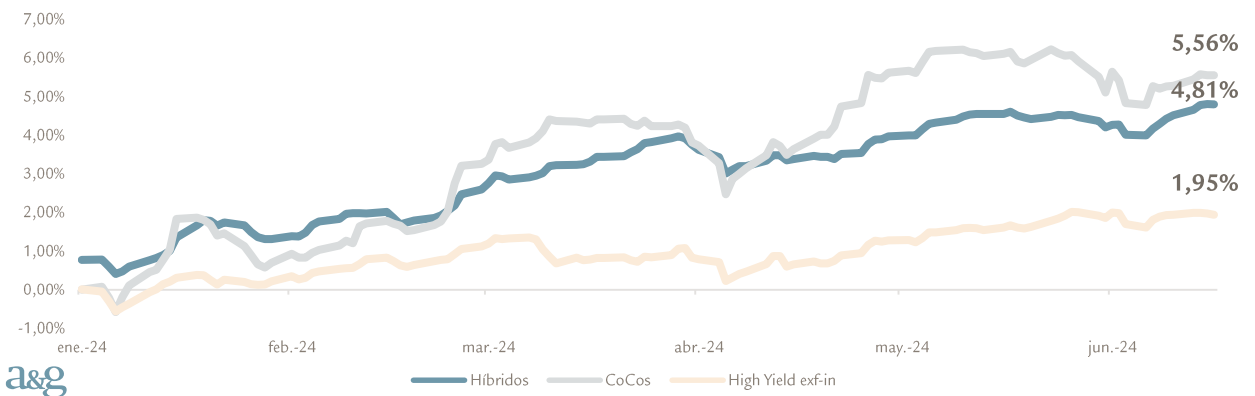
La deuda subordinada, **tanto CoCos como híbridos corporativos**, han ofrecido muy buenos rendimientos en lo que va del año en comparación con el segmento de alto rendimiento. Concretamente, han registrado un **rendimiento en el año entorno al 6% y 5% respectivamente** y **muy por encima de los bonos de alto rendimiento** excluyendo financieros, que actualmente se sitúan entorno al 2%.

[\(volver al índice\)](#)

Además, el **diferencial entre los híbridos y CoCos respecto al segmento Tier2 ha disminuido**, y esto, al radicar la principal diferencia entre ambas en el **riesgo de extensión, refleja una mayor confianza del mercado en que los ejercicios de amortización se sigan llevando a cabo**, escenario que esperamos que se mantenga a lo largo de 2024 y que creemos que contribuirá a mantener los diferenciales en niveles estables.

Rentabilidad YTD: CoCos e Híbridos vs High Yield

Fuente: Elaboración propia



... y en el que seguimos encontrando valor frente a High Yield

Ante estos niveles del segmento de alto rendimiento, seguimos prefiriendo híbridos corporativos, al ser emisores de alta calidad crediticia, con balances sólidos, y donde a pesar de que el diferencial frente a la deuda senior se ha reducido, seguimos obteniendo una rentabilidad adicional atractiva entorno a los 150 puntos básicos. Por otro lado, los **subordinados financieros nos siguen gustando** en un mercado que ha recuperado la normalidad y confianza, con unos **fundamentales sólidos** beneficiados por un mayor margen de intereses si cabe que en el año 2023, **ratios de capital muy holgados**, y una **tasa de mora en mínimos**, que ha permitido una mejora continua de los ratios de capitalización, solvencia y liquidez.

Rentabilidad esperada por tipo de deuda y duración

Fuente: elaboración propia



[\(volver al índice\)](#)

Divisas

El euro/dólar continúa sin una tendencia clara a corto plazo

El dólar se mantiene, un trimestre más, dentro del **rango lateral del que no se ha salido durante todo el año**

moviéndose en niveles entre el 1,06€//\$ y 1,10€//\$. La cotización del dólar frente al euro se **mantendrá vinculada a las dinámicas de crecimiento** y al contexto global y esperamos que se mantenga dentro del rango en los próximos meses si no vemos ninguna sorpresa en la macroeconomía o bancos centrales. La **geopolítica, los precios de las materias primas y un crecimiento global a la baja** continúan siendo riesgos para la cotización del euro/dólar. Esperamos que estas tendencias se mantengan a medio plazo con lo que mantenemos un posicionamiento neutral en el dólar.

Cotización Euro / Dólar

Fuente: MarketScreener



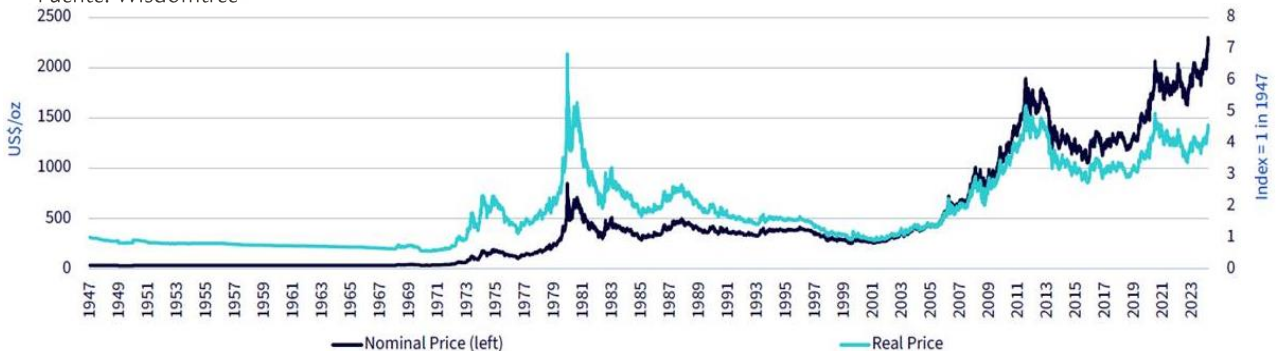
Materias Primas

Nuevos máximos en oro, con recorrido en términos reales

Los precios del oro vuelven a marcar máximos históricos en este trimestre impulsados por un escenario de techo en tipos y el aumento de la demanda por parte de los bancos centrales. Aunque el precio del oro en términos nominales ha alcanzado un nuevo máximo, **el precio real ajustado por inflación, aún no se encuentra en máximos históricos**. En términos reales, el precio actual está por debajo del nivel alcanzado durante el COVID en agosto de 2020 y también por debajo del máximo histórico de enero de 1980. Por lo tanto, aunque el oro ha subido en términos nominales, su valor real indica que todavía no ha superado sus niveles más altos históricos.

Evolución del precio del oro en términos nominal y real

Fuente: Wisdomtree



Otro punto relevante es la evolución entre el precio del oro con respecto al ratio de deuda americana sobre PIB: al final, **a mayor endeudamiento de EEUU, mayor desconfianza se genera** y, como consecuencia, el oro gana peso como activo refugio. En 2023, la deuda en relación con el PIB aumentó y el ritmo de ese incremento podría acelerarse en los próximos años. Esta relación es clave para entender cómo el incremento de la deuda puede influir en la preferencia por el oro entre los inversores que buscan proteger su capital en tiempos de incertidumbre económica.

Ante **la fuerte y consistente demanda de oro por parte de los bancos centrales, el inicio de las bajadas de tipos** por los principales bancos centrales y el **incremento de los riesgos geopolíticos**, consideramos que estamos en un **buen momento para invertir en oro**.

[\(volver al índice\)](#)

Posicionamiento

Nuestro escenario base se centra en 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, con los índices más relevantes en niveles superiores a la media histórica.

Nuestro posicionamiento se beneficiará de las bajadas de tipos, con estrategias relativas agresivas tanto en renta variable como renta fija, que nos conducirían a una sensibilidad a los índices mayor que 1. Crecimiento sobre valor, el mercado asiático, pequeñas sobre grandes compañías o sectores como tecnología son algunas de ellas en renta variable, mientras que la inversión en bonos subordinados sería un ejemplo en renta fija. Para compensar esta Beta alta, optamos por una exposición algo inferior a nuestra neutralidad en el mercado de acciones y sobreponderamos la exposición a renta fija en el tramo medio de la curva.

En renta fija corporativa, aunque pensamos que no está especialmente barata, optamos por mantener las posiciones abiertas actualmente y estaríamos pendientes de aprovechar momentos de ampliación de los diferenciales de crédito para incrementar nuestro riesgo.

Aunque seremos pacientes para ello, no podemos olvidar que actualmente se pueden hacer carteras a 5 años, con calidad crediticia dentro del grado de inversión y rentabilidades por encima del 4%. Para aquellos inversores dispuestos a asumir mayor riesgo, antes que los bonos de alta rentabilidad, seguimos prefiriendo bonos híbridos corporativos de compañías sólidas, con buena calidad de balance y cuyo emisor disfrute de una buena calificación crediticia.

En cuanto a renta variable, creemos que el mercado está cotizando un escenario demasiado complaciente. 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 mostrar su capacidad de generar beneficios en esta temática. Confiamos en su enorme potencial de largo plazo, pero no descartamos correcciones en el corto.

Mantenemos nuestra preferencia por economías que mantengan un fuerte crecimiento en beneficios, como Estados Unidos, áreas donde el mercado mantiene bajas expectativas y existe un menor riesgo de decepción, como Asia, ciertos sectores defensivos como consumo estable o Utilities o ciertos sectores más cíclicos como energía y tecnología. Así mismo, 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 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 y nuestra preferencia por sectores ligados a crecimiento respecto valor. 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

Dentro de la región asiática encontramos una diversidad de países que contribuyen al dinamismo y al atractivo de la región. **El crecimiento robusto de estas economías emergentes y desarrolladas subraya la resiliencia y el potencial de Asia**, consolidándola como un **actor crucial en el panorama económico mundial**. El resurgimiento de **China** gracias 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. **India**, con su creciente mercado de consumo y su impulso hacia la digitalización, **Corea del Sur que continúa destacándose por su innovación tecnológica** y **Taiwán**, con su fortaleza en la producción de semiconductores hacen que estemos positivos en la región gracias al alto crecimiento y unas **valoraciones atractivas**. **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

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 han tocado techo y el principal catalizador de la renta fija serán las expectativas de bajadas de tipos de interés. No debemos olvidar que el mercado parece tener cada vez más claro que no veremos nuevas subidas y por tanto, la dirección es de bajadas y esto es lo que tiene que importar. Entendemos que es buen momento para complementar gobiernos con crédito, en el tramo medio de la curva, donde vemos cierta revalorización si los tipos caen desde estos niveles y por otro lado, colchón de seguridad ante posibles repuntes.

[\(volver al índice\)](#)

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. Su elevado déficit público y posible agresividad en las bajadas de tipos deberían limitarlo, si bien es cierto que la incertidumbre en Europa no debería fortalecer al Euro.

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.

[\(volver al índice\)](#)



Renta Variable



Renta Fija



Liquidez

Infraponderar Neutral Sobreponderar



Cambio Clase de Activos

=	Renta Variable	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Renta Fija	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Liquidez	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Renta Variable			
=	Europa	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	USA	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Relativos			
=	Europa / USA	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Desarrollados / Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Growth / Value	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
=	Large / Small	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Cíclicos / Defensivos	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Asia / Resto Emergentes	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	Renta Fija			
=	Duración	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	Relativos			
=	Gobiernos / Grado de Inversión	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Grado de Inversión / Alta rentabilidad	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	Divisas			
=	USD	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
=	Inversiones Privadas	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

[\(volver al índice\)](#)



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