



CAJA RURAL

Informe mensual de mercados

Septiembre 2026

Índice

01
Temas Relevantes
del mes

02
Coyuntura
Económica

03
Renta Fija

04
Renta Variable

05
Posicionamiento
Global

01. Temas relevantes del mes

Solidez en datos macro, a pesar del enquistamiento en torno a Ormuz

Pese a la persistencia del conflicto en Oriente Medio, con el estrecho de Ormuz operando de forma semirrestringida y un petróleo por encima de los 90 dólares por barril, **la economía global sigue mostrando una resiliencia destacable**. El consumo privado mantiene un buen tono, los mercados laborales continúan mostrando fortaleza y la inversión resiste mejor de lo esperado. **Aunque el encarecimiento de la energía añade presión sobre la inflación, esta permanece relativamente contenida**. Además, las políticas fiscales siguen siendo moderadamente expansivas en numerosas economías, aportando apoyo al crecimiento. En conjunto, los datos evidencian una **capacidad de adaptación de la economía mundial superior a la prevista por muchos analistas**.

Intervención sobre deuda y divisas para aliviar tensiones financieras globales

Era noticia la intervención coordinada de la Reserva Federal y el Banco de Japón para limitar una depreciación excesiva del yen, así como, especialmente, **la propuesta del secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, de llevar a cabo un “switch” en la gestión de la deuda pública, recomprando bonos a largo plazo y emitiendo en los tramos cortos de la curva**. En nuestra opinión, **la efectividad de estas iniciativas resulta, como mínimo, discutible**. Aunque podrían generar un alivio temporal en los mercados, ninguna aborda el problema de fondo: **un déficit fiscal persistentemente elevado y una deuda pública estadounidense que continúa creciendo a un ritmo difícilmente sostenible**. Sin una corrección de estos desequilibrios estructurales, las presiones sobre los tipos de interés y la confianza de los inversores podrían reaparecer periódicamente.

La inversión en IA sigue centrando el debate bursátil

El debate ya no gira en torno a si la IA transformará la economía, algo que parece cada vez menos discutible, sino sobre **la velocidad a la que dicha transformación se convertirá en beneficios empresariales tangibles**. Si el crecimiento de la productividad y de los resultados acompaña las expectativas actuales, las valoraciones podrían resultar razonables retrospectivamente. En cambio, si la monetización avanza más lentamente de lo previsto, es probable que el mercado experimente episodios de corrección y una mayor dispersión entre ganadores y perdedores.

En definitiva, **no vemos una burbuja generalizada en la IA, pero sí unas valoraciones que exigen resultados excepcionales**. La narrativa sigue siendo muy sólida, pero, los inversores demandarán cada vez más evidencias de rentabilidad y productividad, y cada vez menos promesas de crecimiento futuro.

Agosto 2026

La fortaleza de los resultados empresariales sostuvo la renta variable, mientras la energía, la presión fiscal y los tipos de interés mantuvieron elevada la incertidumbre.



BOLSAS PRINCIPALES



S&P 500
7.686,14
+2,6% ▲



Euro Stoxx 50
6.420
+1,0% ▲



IBEX 35
19.974,10
+1,0% ▲



TOPIX
4.156,29
+3,8% ▲

Variación mensual (cierre vs. julio de 2026)



RENTA FIJA Y CRÉDITO

Tipos soberanos (cierre)

	Nivel	Var. mensual (puntos básicos)
EE. UU. 2 años	4,34%	+10
EE. UU. 10 años	4,75%	+3
Alemania 2 años	2,05%	+15
Alemania 10 años	3,20%	+10

Crédito corporativo (diferencial)



Índice global IG (USD)
98 pb +5 pb
(cierre vs. julio de 2026) **Leve ampliación**



DIVISAS

EUR/USD
1,1596
USD/JPY
159,7
Euro estable
Yen sin apreciación
duradera



PETRÓLEO (BRENT)

90,0
USD/barril
0% aprox.
Sin variación neta,
alta volatilidad
por Irán y Ormuz



ORO

4.457
USD/onza
+8,5%
Apoyo de dólar
débil, riesgo fiscal
y geopolítico



FOCO GEOPOLÍTICO

Irán y estrecho
de Ormuz
Negociaciones sin
acuerdo estable,
riesgo para energía
e inflación



Resultados sólidos
Sostienen el avance
de las bolsas.



Tipos al alza
Déficit elevado,
más emisiones y riesgo
inflacionista.



Crédito divergente
Diferenciales estables
en general, cautela en
IA y alto endeudamiento.



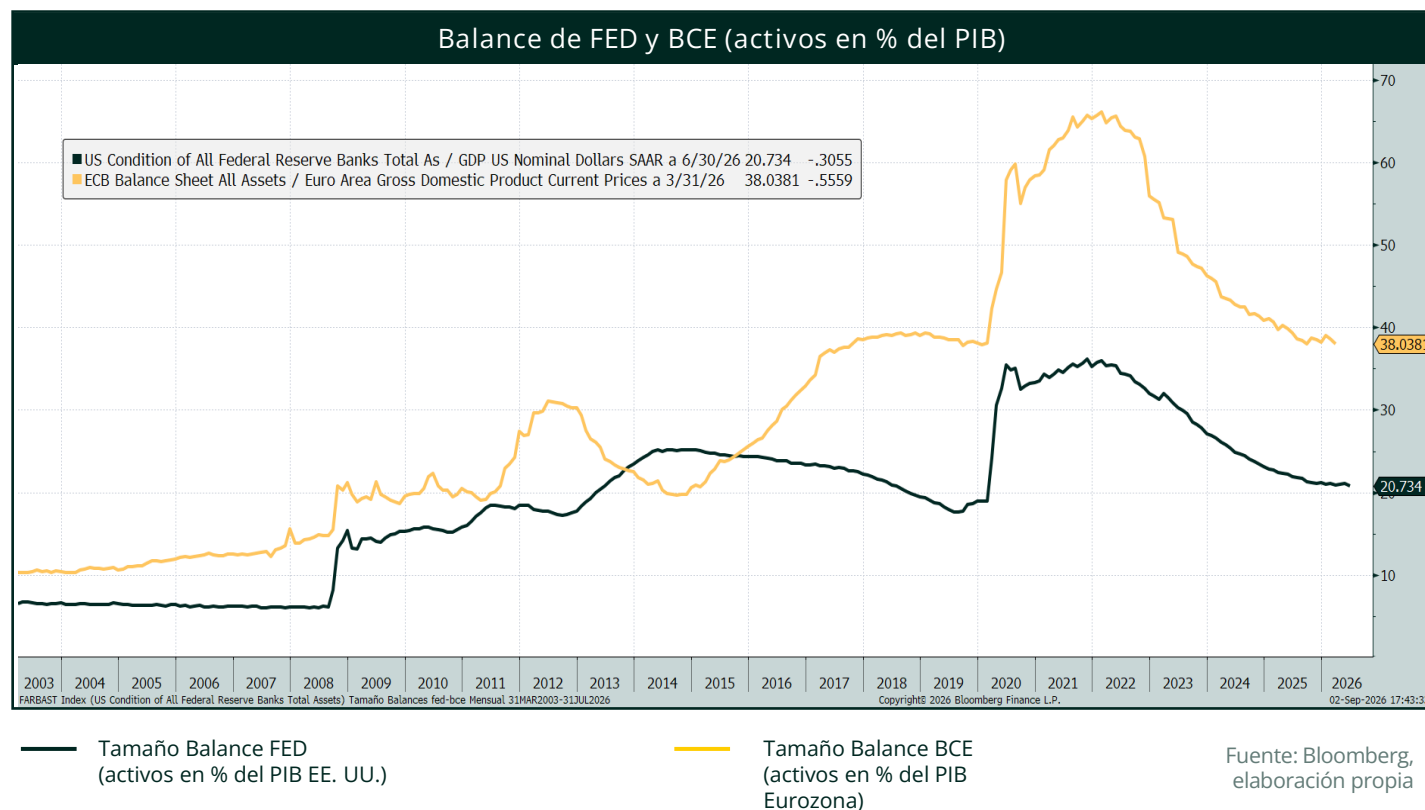
Energía sensible
Conflicto en Ormuz
y reservas a la baja
mantienen la tensión.



Dólar estable
Yen intervenido
sin cambio estructural
en el diferencial.

02. Coyuntura económica

2.1 Balance Bancos Centrales (FED y BCE)



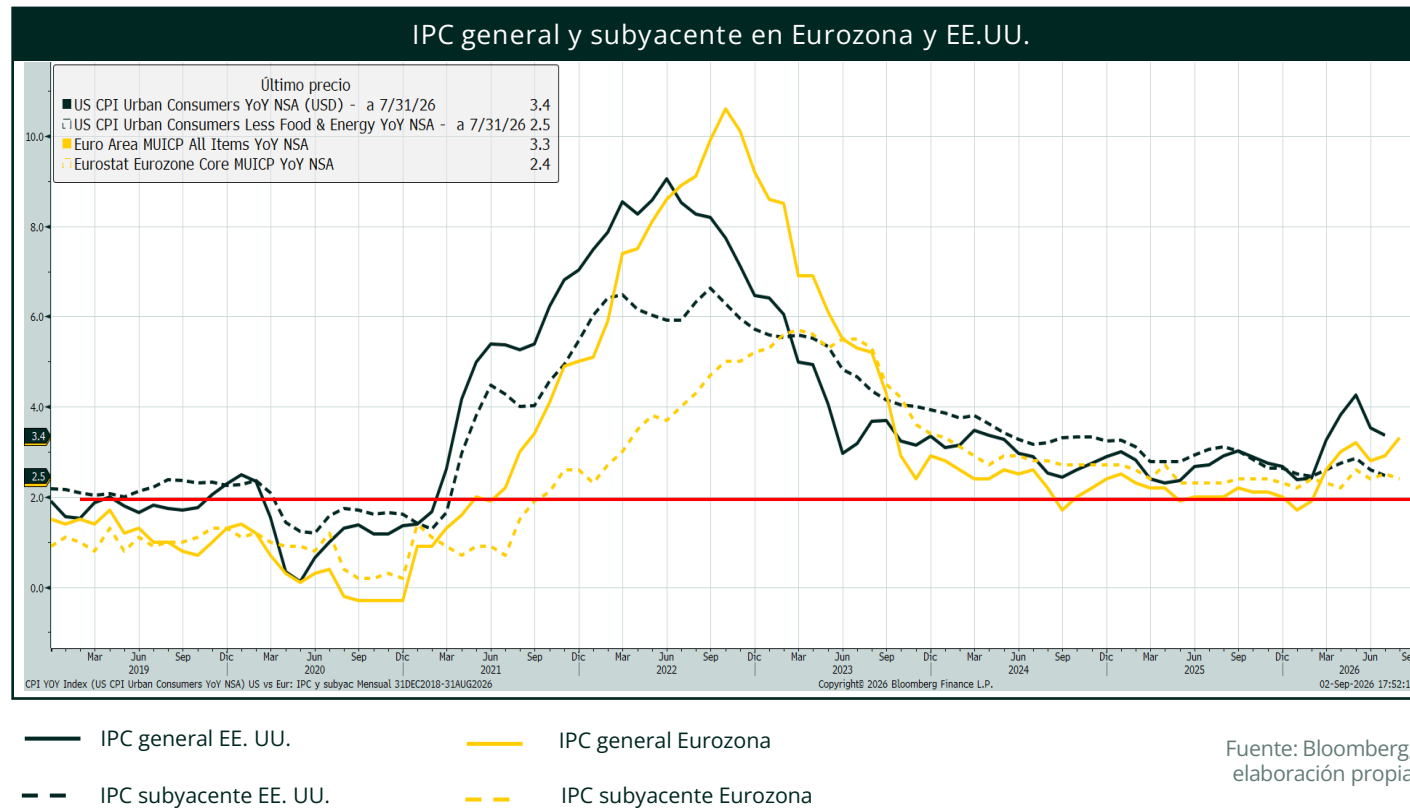
FED y BCE tendrían mucho margen de actuación llegado el caso

En los últimos cuatro años, tanto FED como BCE han reducido, de forma significativa, el peso de sus balances (formados, mayoritariamente, por deuda pública, aunque también con un porcentaje de deuda privada).

Esto quiere decir que, llegado el caso, dispondrían de esta herramienta “no convencional” para amortiguar con suficiencia potenciales crisis de confianza relacionadas con la deuda de determinados Estados. Aunque, obviamente, el mejor camino para que el inversor confíe en un deudor es ver progresos tendentes a la disminución de la deuda a medio plazo.

02. Coyuntura económica

2.2 IPC general y subyacente en Eurozona y EE. UU.



El crudo presiona a los IPC generales, con la subyacente aguantando por el momento

El encarecimiento del crudo está impulsando al alza las tasas generales de inflación, que se sitúan en el 3,3% en la eurozona y en el 3,4% en Estados Unidos. No obstante, la inflación subyacente continúa mostrando un comportamiento mucho más contenido, manteniéndose en el 2,4% y el 2,5%, respectivamente.

El principal riesgo inflacionista reside en que unos precios del petróleo elevados durante un periodo prolongado terminen trasladándose al conjunto de la economía, afectando a costes, salarios y expectativas de inflación. Por ello, los bancos centrales mantienen una estrecha vigilancia sobre la evolución de los precios, mientras aumenta la probabilidad de que se vean obligados a acometer nuevas subidas de tipos de interés.

02. Coyuntura económica

2.3 España



Cuadro macro España	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PIB real	6,40	2,50	3,50	2,80	2,40	1,90
IPC	5,70	3,10	2,80	2,90	3,40	2,60
Tasa desempleo	13,10	12,20	11,40	10,50	10,00	9,80
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	0,40	2,70	3,20	2,90	2,30	2,10
Déficit Público (% PIB)	-4,60	-3,30	-3,20	-2,40	-2,40	-2,30

- Tras las positivas cifras de PIB de segundo trimestre, **causaba cierta sorpresa el mal dato de ventas al por menor de julio**, si bien no cabe hablar aún de cambio de tendencia
- La inflación se eleva significativamente, hasta un **4,3%**, restando poder al consumidor. La subyacente permanece en tasas más bajas (3%), pero superiores al conjunto de la eurozona.
- Las cifras recientes del mercado laboral español deben interpretarse con cautela, ya que la regularización de inmigrantes está aflorando empleos previamente fuera de los registros de cotización. Además, la incorporación de estos trabajadores al mercado formal también aumenta el número de demandantes de empleo registrados.

Seguimiento indicadores económicos España							
	dic.-24	dic.-25	abr.-26	may.-26	jun.-26	jul.-26	ago.-26
PIB (trimestral - % qoq)	0,8%	0,8%	--	--	0,7%	--	--
PIB (interanual - % yoy)	3,7%	2,7%	--	--	2,7%	--	--
Producción Industrial (% yoy)	2,2%	-0,1%	2,2%	3,1%	1,1%	--	--
Ventas minoristas (% yoy)	4,2%	2,7%	0,6%	1,3%	0,6%	-0,3%	--
Matriculación autos (unidades)	105.364	103.011	106.862	111.895	128.424	101.949	68.544
Matriculación autos (% yoy)	28,9%	-2,2%	8,4%	-0,8%	7,8%	3,7%	11,8%
PMI Servicios	57,3	57,1	47,9	50,1	54,2	58,3	57,8
PMI Manufacturas	53,3	49,6	51,7	51,2	49,7	50,2	49,5
PMI Composite	56,8	55,6	48,7	50,2	53,3	56,5	55,8
IPC General (% yoy)	2,8%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,6%	4,3%
IPC Subyacente (% yoy)	2,6%	2,6%	2,8%	3,0%	2,9%	3,0%	2,9%
Afiliación S. S. (mill. personas)	21,36	21,87	22,05	22,12	22,21	22,29	22,37
Paro EPA (%)	10,6%	9,9%	--	--	9,9%	--	--

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

02. Coyuntura económica

2.4 Eurozona



Cuadro macro eurozona	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PIB real	3,60	0,40	1,00	1,20	0,80	1,20
IPC	8,40	5,50	2,40	2,10	2,80	2,30
Tasa desempleo	6,80	6,50	6,40	6,30	6,30	6,20
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	0,00	1,70	2,60	1,70	1,50	1,50
Déficit Público (% PIB)	-3,40	-3,50	-3,00	-2,90	-3,40	-3,50
Tipo intervención BCE	2,50	4,50	3,20	2,20	2,40	2,30

- Los PMI apuntan a un escenario de expansión económica, a pesar del repunte del gas y del petróleo en el contexto actual de incertidumbre geopolítica. Todo ello con unas políticas fiscales que cabe considerar como expansivas.
- El IPC repunta cuatro décimas, hasta el 3,3%, aunque la tasa subyacente bajaba una décima, hasta el 2,4%. El BCE se mantiene en alerta máxima.
- El mercado laboral se mantiene con una tasa de paro muy estable desde hace meses.

Seguimiento indicadores económicos de la eurozona							
	dic.-24	dic.-25	abr.-26	may.-26	jun.-26	jul.-26	ago.-26
PIB (trimestral - % qoq)	0,4%	0,2%	--	--	0,4%	--	--
PIB (interanual -% yoy)	1,3%	1,1%	--	--	1,0%	--	--
Producción Industrial (% yoy)	-1,4%	2,2%	0,4%	-0,1%	0,1%	--	--
Ventas minoristas (% yoy)	2,6%	2,0%	1,0%	2,0%	1,4%	0,6%	--
Matriculación autos (unidades)	760.635	794.063	835.155	817.114	980.124	--	--
Matriculación autos (% yoy)	3,5%	4,4%	6,5%	3,0%	12,7%	--	--
PMI Servicios	51,6	52,4	47,6	47,7	49,4	51,7	51,6
PMI Manufacturas	45,1	48,8	52,2	51,6	51,4	51,9	52,7
PMI Composite	49,6	51,5	48,8	48,5	50,0	52,0	52,0
IPC (% yoy)	2,4%	2,0%	3,0%	3,2%	2,8%	2,9%	3,3%
IPC Subyacente (% yoy)	2,7%	2,3%	2,2%	2,6%	2,4%	2,5%	2,4%
Nº empleos (mill. personas)	174,95	176,23	--	--	176,58	--	--
Tasa paro (%)	6,2%	6,3%	6,4%	6,3%	6,4%	6,4%	--

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

02. Coyuntura económica

2.5 EE. UU.



Cuadro macro EE.UU.	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PIB real	2,50	2,90	2,80	2,10	2,10	2,10
IPC	8,00	4,10	3,00	2,70	3,30	2,40
Tasa desempleo	3,60	3,60	4,00	4,30	4,30	4,30
Balanza Cta. Corr. (% PIB)	-3,80	-3,40	-4,10	-3,80	-3,10	-3,20
Déficit Público (% PIB)	-5,30	-6,30	-6,80	-5,30	-6,40	-6,40
Tipo intervención FED	4,50	5,50	4,50	3,80	3,80	3,60

- Aunque el PIB crecía menos que el trimestre previo (un 0,4% trimestral, 1,6% anualizado), la lectura era positiva: venía afectado negativamente por el gasto público, mientras que **tanto el consumo como la inversión crecían por encima del 3% en términos anualizados. Los PMI marcan una clara expansión a futuro.**
- El IPC ha cedido en los últimos dos meses, aunque un petróleo nuevamente por encima de 90\$/barril vuelve a ser una amenaza.
- El mercado laboral aguanta las “acometidas de la IA” y las restricciones a la inmigración, reflejando una **moderada creación de empleo.**

Seguimiento indicadores económicos EE. UU.							
	dic.-24	dic.-25	abr.-26	may.-26	jun.-26	jul.-26	ago.-26
PIB (trimestral - % qoq)	0,5%	0,1%	--	--	0,4%	--	--
PIB (interanual - % yoy)	2,4%	2,0%	--	--	2,1%	--	--
Producción Industrial (% yoy)	-0,3%	1,2%	1,4%	1,5%	1,3%	1,1%	--
Ventas minoristas (% yoy)	4,5%	2,4%	5,1%	7,2%	6,8%	5,0%	--
Matricul. autos (millones anualiz.)	16,800	16,020	15,920	16,080	16,520	16,330	16,760
Matriculación autos (% yoy)	6,1%	-4,6%	-7,8%	2,7%	7,7%	-0,5%	4,3%
PMI Servicios	56,8	52,5	51,0	50,7	51,2	54,6	56,5
PMI Manufacturas	49,4	51,8	54,5	55,1	53,9	53,9	53,9
PMI Composite	55,4	52,7	51,7	51,5	51,9	54,5	56,0
IPC (%)	2,9%	2,7%	3,8%	4,2%	3,5%	3,4%	--
IPC subyacente (%)	3,2%	2,6%	2,8%	2,9%	2,6%	2,5%	--
Nº empleos (mill. personas)	161,59	163,99	162,62	162,77	162,26	162,18	162,75
Tasa paro (%)	4,1%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%

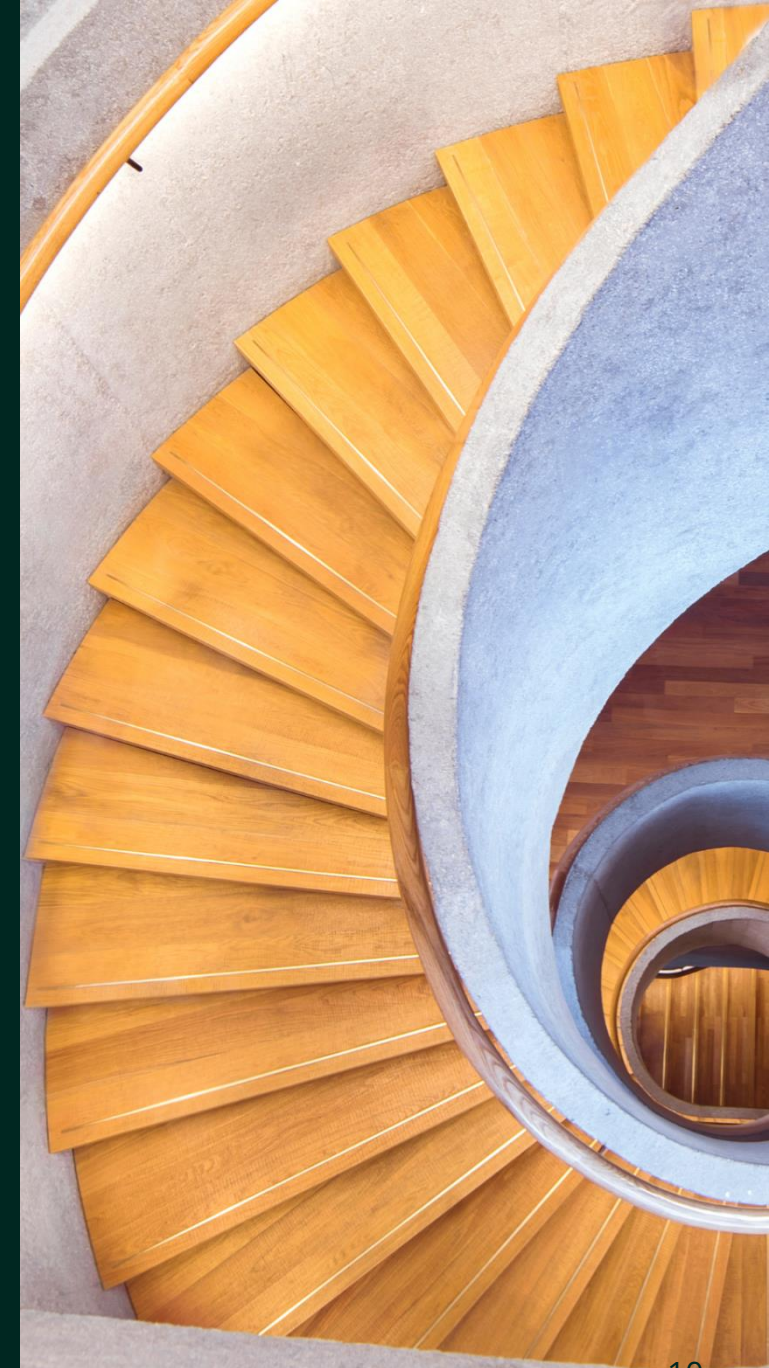
Fuente: Bloomberg, elaboración propia

02. Coyuntura económica

2.6 Resumen

A pesar de la incertidumbre geopolítica asociada a la situación en Oriente Medio y a las restricciones que siguen afectando al estrecho de Ormuz, la economía mundial continúa mostrando una notable capacidad de adaptación. Los indicadores de actividad mantienen un tono sólido, especialmente en Estados Unidos, donde los índices PMI se sitúan claramente en zona de expansión, reflejando un crecimiento robusto tanto en el sector servicios como en la actividad empresarial en su conjunto. Esta fortaleza se ve respaldada por unos mercados laborales resilientes, un consumo que continúa avanzando a buen ritmo y unas políticas fiscales que siguen aportando soporte al crecimiento. En este contexto, la economía global mantiene una velocidad de crucero razonablemente sólida, mientras los mercados siguen descontando que el impacto económico derivado de las tensiones en Ormuz será manejable siempre que no se produzca una escalada adicional del conflicto.

Entre las principales sombras que planean sobre la economía mundial destacamos los elevados niveles de deuda sobre PIB en países clave como EE.UU., Francia, Italia, Reino Unido o Japón.



03. Renta Fija

3.1 Tipos de Interés

		Variación en el período					
Curvas de tipos	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025		
Tipo interés España 10 años	3,78	0,12	0,31	0,49	0,23		
Tipo interés España 2 años	2,97	0,10	0,27	0,70	0,01		
Tipo interés Alemania 10 años	3,32	0,12	0,35	0,47	0,49		
Tipo interés Alemania 2 años	2,94	0,12	0,29	0,82	0,04		
Tipo interés EE.UU. 10 años	4,75	0,02	0,27	0,58	-0,40		
Tipo interés EE.UU. 2 años	4,34	0,05	0,12	0,87	-0,77		
Prima riesgo España 10a (vs Ale.)	0,45	0,00	-0,04	0,02	-0,26		
Pendiente 10-2 años España	0,81	0,02	0,04	-0,21	0,21		
Pendiente 10-2 años Alemania	0,39	0,00	0,05	-0,35	0,45		
Pendiente 10-2 años EE.UU.	0,41	-0,04	0,15	-0,29	0,37		

Bancos Centrales / Mdo. Monetario	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025		
BCE- Facilidad Marg. Depósito	2,25	0,00	0,00	0,25	-1,00		
BCE- Tipo repo 2 semanas	2,40	0,00	0,00	0,25	-1,00		
BCE - Facilidad Marg. Préstamo	2,65	0,00	0,00	0,25	-1,00		
FED - tipo fed funds	3,75	0,00	0,00	0,00	-0,75		
Euribor 12 meses	3,00	0,04	0,24	0,76	-0,22		

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

Nuevo repunte de las tires europeas, con mayor estabilidad en Estados Unidos

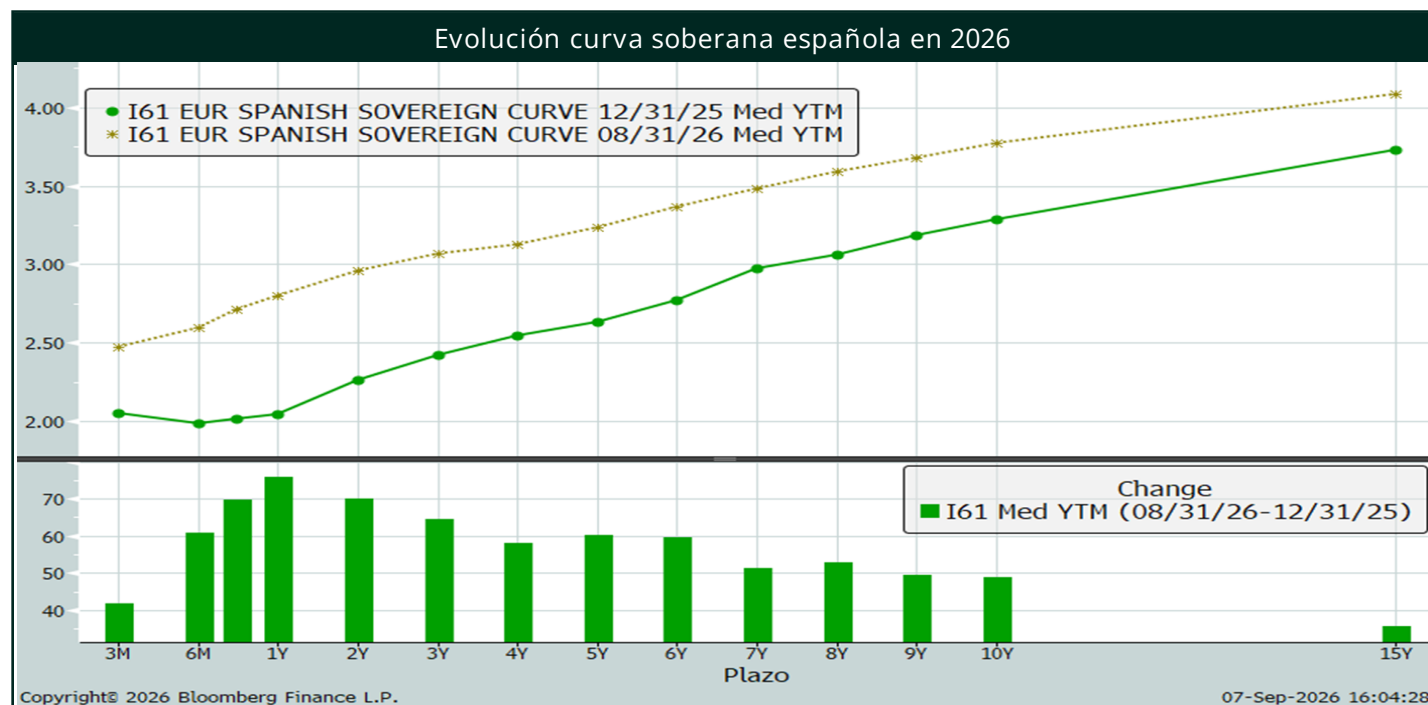
Los tipos de interés han sido uno de los grandes protagonistas de agosto.

En la eurozona se producía un nuevo desplazamiento al alza de las curvas. Las tires españolas y alemanas aumentaron entre 10 y 12 p.b. en sus principales plazos, situándose el bono español a 10 años en el 3,78% y el alemán en el 3,32%. La prima de riesgo española se mantuvo estable en torno a 45 p.b., mientras las pendientes de las curvas apenas registraron cambios. El Euribor 12m proseguía su ascenso, y volvía a la cota del 3%.

En EE. UU., el movimiento fue más moderado y se concentró en el tramo corto. La rentabilidad a dos años aumentó 5 p.b., hasta el 4,34%, frente al avance de 2 p.b. del 10 años, que cerró en el 4,75%. Esta diferencia redujo la pendiente de la curva en 4 p.b., a 41 p.b.

03. Renta Fija

3.2 Movimiento de la curva de tipos en el año



— Curva deuda Tesoro
español 31-dic-25

..... Curva deuda Tesoro
español 31-ago-26

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

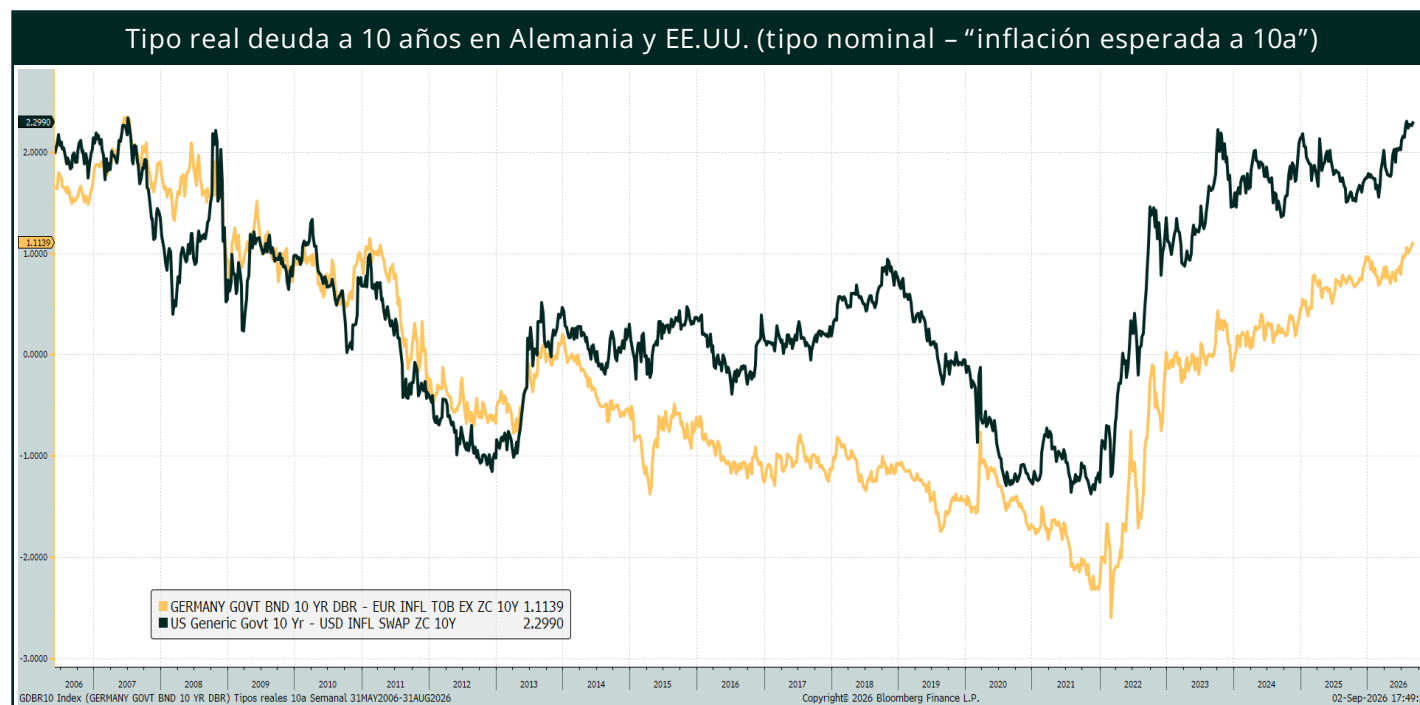
Repunte generalizado de las curvas de tipos, con especial incidencia en plazos cortos

El gráfico refleja el desplazamiento al alza de la curva de tipos española en el año. El repunte ha sido más intenso en los vencimientos cortos, como consecuencia de unas expectativas de política monetaria más restrictivas por parte del BCE. Por su parte, los tramos largos continúan recogiendo no solo el efecto de unos tipos oficiales más elevados, sino también una creciente prima asociada a unos niveles de deuda pública que permanecen en cotas históricamente altas y sin perspectivas claras de corrección a corto plazo.

Actualmente, los mercados descuentan que el BCE podría acometer hasta tres subidas adicionales de 25 puntos básicos durante los próximos nueve meses (la primera el 10-sep) mientras que para la Reserva Federal se anticipan dos movimientos de 0,25%.

03. Renta Fija

3.3 Tipos reales de la deuda pública



— Tipo real 10 años
Deuda soberana
EE.UU.

— Tipo real 10 años
Deuda soberana
Alemania

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

Los tipos reales de la deuda pública prolongan su ascenso

Los tipos reales a diez años continúan aumentando en EE. UU. y Alemania, consolidándose en niveles elevados dentro de su trayectoria histórica.

En EE. UU., el tipo real a diez años avanzó hasta situarse cerca del 2,30%, prolongando la tendencia alcista iniciada en 2022. El movimiento refleja un aumento de los tipos nominales superior al de las expectativas de inflación a largo plazo.

En Alemania, la referencia equivalente también repuntó, hasta aproximadamente el 1,12%. Aunque permanece por debajo del nivel estadounidense, la subida confirma una evolución común a ambos mercados y refuerza el rendimiento real ofrecido por la deuda soberana.

03. Renta Fija

3.4 Diferenciales de Crédito e Índices de Deuda

		Variación en el período				
Diferenciales crediticios	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025	
iTraxx € "IG", dif. sobre swap (p.b.)	51	-2,65	2,12	0,54	-7,11	
iTraxx € Xover "HY", dif. sobre swap (p.b.)	247	-13,81	16,06	3,26	-69,82	
CDX EE.UU. "IG", dif. sobre swap (p.b.)	50	-2,69	2,40	0,35	0,12	
CDX EE.UU. "HY", dif. sobre swap (p.b.)	301	-11,58	6,63	-15,76	5,01	
J.P. Morgan EMBI Global Spread	217	-10,09	10,01	-14,40	-65,23	

Índices de deuda (precio)	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025
Índice 1-3 años Soberanos Eurozona	178,35	0,0%	-0,3%	0,3%	2,3%
Índice total Soberanos Eurozone	225,25	-0,6%	-1,7%	-1,1%	0,6%
Índice 1-3 años Corporates Eurozona	214,23	0,1%	-0,2%	0,9%	3,3%
Índice total Corporates Eurozona	241,88	-0,2%	-1,0%	0,1%	3,0%
Índice total High Yield Eurozona	418,52	0,5%	-0,3%	2,0%	5,2%
Índice total High Yield EE.UU. (USD)	2.992,90	1,0%	-0,2%	2,7%	8,6%
Índice total Emergentes Hard Currency	501,52	0,8%	-1,2%	1,3%	12,2%

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

Compresión de los diferenciales de crédito europeos, revirtiendo el movimiento de julio

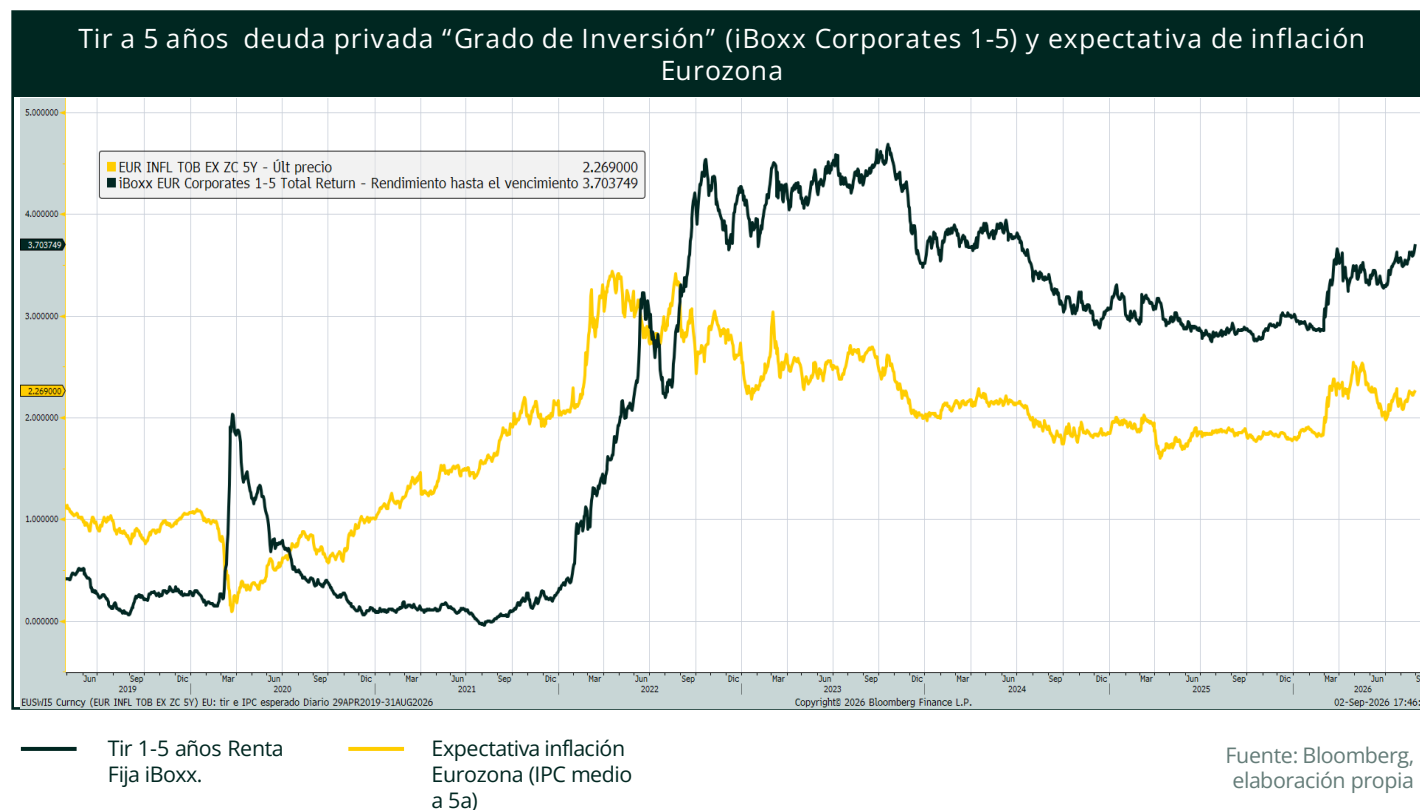
Los diferenciales de crédito registraron en agosto un estrechamiento moderado en todas las regiones y categorías.

La compresión fue más intensa en el segmento europeo “High Yield”, cuyo diferencial descendió 14 p.b. El “Investment Grade” europeo se redujo 3 p.b., mientras que en EE. UU. los diferenciales “IG” y “HY” cayeron 3 y 12 p.b., respectivamente. El EMBI emergente también mejoró, con un estrechamiento de 10 p.b.

Los índices de deuda cerraron el mes con avances generalizados. Destacaron el “High Yield” estadounidense, con una subida del 1,0%, y la deuda emergente en divisa fuerte, que ganó un 0,8%. La deuda soberana y corporativa de la eurozona mostró aumentos más moderados, entre el 0,1% y el 0,2%.

03. Renta Fija

3.5 Tir de los bonos y expectativa de inflación



Ampliación del “carry” real: el repunte de las tires mejora el diferencial frente a la inflación.

La rentabilidad del crédito europeo con grado de inversión a 1-5 años volvió a repuntar durante agosto, prolongando la recuperación iniciada en los meses anteriores. Este movimiento situó el rendimiento nominal en niveles elevados dentro del periodo reciente.

Al mismo tiempo, las expectativas de inflación de la eurozona a cinco años permanecieron relativamente contenidas y claramente por debajo de la rentabilidad ofrecida por la deuda corporativa. Como resultado, se amplió el diferencial entre ambas referencias, reforzando el “carry” real positivo del activo y su capacidad para absorber movimientos moderados de los tipos de interés.

03. Renta Fija

3.6 Otras variables (divisas, materias primas, etc.)

		Variación en el período				
Otras variables	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025	
Divisa \$/Euro	1,1618	0,8%	0,9%	-1,1%	13,4%	
Bitcoin (USD)	78.853,76	25,4%	7,3%	-10,0%	-6,5%	
Petróleo Brent (USD)	89,71	-6,8%	34,5%	43,7%	-15,7%	
Gas Natural (Holanda, Eur/Mwh)	69,91	20,3%	33,2%	137,1%	-39,6%	
Onza Oro (USD)	4.437,38	9,7%	1,0%	2,7%	64,6%	
Onza Plata (USD)	66,58	15,6%	-1,7%	-7,1%	148,0%	
Hierro (USD)	748,00	5,9%	-4,8%	-7,4%	3,7%	
Aluminio (USD)	3.242,00	1,8%	3,2%	8,2%	17,4%	
Cobre (USD)	14.294,00	3,6%	3,1%	15,1%	41,7%	
Níquel (USD)	16.861,00	-2,2%	5,9%	1,3%	8,6%	
Trigo (USD)	537,75	15,9%	6,4%	16,8%	2,3%	
Algodón (USD)	93,14	13,9%	6,5%	36,3%	-1,4%	
Soja (USD)	1.288,00	8,5%	3,8%	21,0%	3,1%	

Fuente: Bloomberg,
elaboración propia

Corrección del crudo y fuertes avances en metales preciosos y productos agrícolas

Las materias primas registraron un comportamiento mayoritariamente alcista, pese al descenso del petróleo Brent.

El Brent corrigió un 6,8%, hasta 89,71 dólares por barril, revirtiendo parcialmente el fuerte avance de julio. En contraste, el gas natural europeo repuntó un 20,3%, mientras el oro y la plata subieron un 9,7% y un 15,6%, respectivamente.

También destacaron los avances del trigo, el algodón y la soja, con ganancias comprendidas entre el 8,5% y el 15,9%. Los metales industriales mostraron aumentos más moderados, salvo el níquel, que retrocedió un 2,2%. Por su parte, el bitcoin avanzó un 25,4% y el euro se apreció un 0,8% frente al dólar.

03. Renta Fija

3.7 Posicionamiento

SOBREPONDERAR. Se reafirma nuestra visión positiva sobre la renta fija.

Tras los repuntes de tipos, seguimos positivos en renta fija. Durante agosto, las rentabilidades soberanas volvieron a repuntar, especialmente en Europa, mientras que en Estados Unidos los movimientos fueron más moderados. Este ajuste elevó nuevamente los niveles de entrada y reforzó el colchón que ofrece el rendimiento corriente de los bonos.

El entorno también resultó favorable para el crédito. Los diferenciales se estrecharon en todas las regiones y categorías, con una mejora especialmente intensa en el segmento “High Yield” europeo y estadounidense. Este movimiento permitió avances generalizados en los índices de deuda, liderados por el “High Yield” estadounidense y la deuda emergente en divisa fuerte. Al mismo tiempo, el aumento de los tipos reales y la estabilidad de las expectativas de inflación ampliaron el “carry” real positivo del crédito europeo de alta calidad.

En este contexto, mantenemos la sobreponderación en renta fija, favoreciendo el **crédito corporativo con grado de inversión y una exposición equilibrada, pero mayor que el mes previo, a duración.**

04. Renta Variable

4.1 Evolución Índices

		Variación en el período							
Índices	Último	agosto		julio		2026 (YTD)		2025	
IBEX 35	19.974,10		1,0%		1,6%		15,4%		49,3%
Eurostoxx 50 (Eurozona)	6.420,16		1,0%		0,5%		10,9%		18,3%
Dax (Alemania)	26.258,11		2,5%		2,5%		7,2%		23,0%
Cac 40 (Francia)	8.334,50		-2,1%		1,3%		2,3%		10,4%
FTSE 100 (UK)	10.824,26		-0,4%		3,5%		9,0%		21,5%
S&P 500 (EE.UU.)	7.686,14		2,6%		-0,1%		12,3%		16,4%
Nasdaq 100 (EE.UU.)	29.456,97		4,2%		-6,6%		16,7%		20,2%
Nikkei (Japón)	66.311,93		3,0%		-8,1%		31,7%		26,2%
Shangai Comp. (China)	3.986,30		4,0%		-6,4%		0,4%		18,4%
MSCI Emerging Markets	1.719,31		3,2%		-3,3%		22,4%		30,6%
MSCI World (USD)	4.967,92		2,5%		0,5%		12,1%		19,5%
MSCI World (EUR)	436,72		1,5%		-0,2%		13,4%		5,4%
Estilos	Último	agosto		julio		2026 (YTD)		2025	
S&P 500 Growth	5.628		3,2%		-1,8%		13,2%		21,4%
S&P 500 Value	2.326		1,9%		1,9%		11,2%		11,0%
MSCI WORLD GROWTH INDEX	7.533		2,5%		-2,5%		8,5%		20,4%
MSCI WORLD VALUE INDEX	5.037		2,4%		3,5%		15,9%		18,2%
MSCI EUROPE GROWTH	231		1,1%		-2,4%		7,6%		7,3%
MSCI EUROPE VALUE	190		-0,6%		4,2%		12,6%		25,8%

Mayor subida de las bolsas estadounidenses en agosto

El S&P 500 cerró el mes con una rentabilidad del 2,6%. El avance estuvo respaldado por los excelentes resultados empresariales. La campaña del segundo trimestre confirmó un crecimiento amplio de los beneficios, aunque el comportamiento sectorial fue muy desigual.

En Europa, el Euro Stoxx 50 concluyó, con una subida cercana al 1%, similar a la registrada por el IBEX 35. La renta variable europea se benefició de una temporada de resultados resistente, pero terminó más condicionada por el encarecimiento de la energía, la expectativa de una política monetaria más restrictiva y el aumento del riesgo fiscal francés.

Fuerte ascenso en el mes de Japón y mercados emergentes.

04. Renta Variable

4.2 Evolución principales sectores

Sectores Eurostoxx	Último	Variación en el período				
		agosto	julio	2026 (YTD)	2025	
Industriales	1.736,14	 0,8%	 2,3%	 7,9%	 23,2%	
Tecnología	1.472,12	 3,6%	 -11,8%	 26,0%	 10,6%	
Consumo	364,80	 -2,4%	 -1,1%	 -16,4%	 -2,6%	
Bancos	316,06	 1,9%	 5,6%	 20,1%	 80,3%	
Salud/Farma	846,50	 2,8%	 -2,0%	 -5,6%	 8,7%	
Utilities	563,24	 -2,8%	 -2,3%	 10,9%	 34,1%	
Seguros	590,30	 1,1%	 4,7%	 9,6%	 26,7%	
Automóviles y Componentes	449,42	 2,7%	 4,6%	 -11,9%	 -4,3%	
Energía	205,07	 -0,9%	 3,8%	 33,2%	 29,7%	
Alimentación	481,16	 -4,7%	 2,4%	 9,0%	 0,7%	
Químicas	1.587,25	 1,8%	 2,6%	 17,8%	 -3,9%	
Telecomunicaciones	382,65	 3,5%	 -4,5%	 11,3%	 6,0%	

Sectores EE.UU.	Último	agosto	julio	2026 (YTD)	2025	
Tecnología	6.959,48	 6,2%	 -3,5%	 22,4%	 23,3%	
Salud/Farma	1.984,28	 4,8%	 2,2%	 9,9%	 12,5%	
Financieras	958,36	 1,2%	 6,0%	 5,1%	 13,3%	
Consumo cíclico	1.920,67	 -0,1%	 0,8%	 -0,4%	 5,3%	
Telecomunicaciones	450,98	 -1,2%	 0,5%	 -0,3%	 32,4%	
Industriales	1.479,83	 -2,7%	 -3,1%	 12,7%	 17,7%	
Consumo no cíclico	933,49	 -0,8%	 1,9%	 7,9%	 1,3%	
Energía	971,77	 6,5%	 12,5%	 41,4%	 5,0%	
Materiales básicos	663,71	 5,8%	 -1,7%	 15,5%	 8,4%	
Utilities	426,86	 -5,2%	 -2,3%	 -1,6%	 12,7%	
Inmobiliarias	280,86	 -2,0%	 2,5%	 10,1%	 -0,3%	

La tecnología vuelve a mejorar en agosto

El sector tecnológico recuperó liderazgo en agosto gracias a la fortaleza de la demanda de inteligencia artificial y a una mejor percepción sobre el subsector de software.

Buen comportamiento, asimismo, de telecomunicaciones y autos en el mes.

En cambio, consumo discrecional, alimentación y algunos sectores sensibles a los tipos de interés mostraron mayor debilidad.

Nvidia superó las previsiones de ingresos y beneficios y mantuvo una perspectiva de fuerte crecimiento, pero el mercado empezó a prestar mayor atención al coste de la memoria, a los compromisos de suministro y a la concentración de clientes.

04. Renta Variable

4.3 Ibex 35

Caída de valores ligados a tipos en agosto

Destacaba, dentro del Ibex 35, la corrección en agosto de valores ligados en negativo a subidas de tipos de interés como Acciona, Ferrovial, Merlín Properties, ACS o Sacyr.

En cambio, buen avance de doble dígito de Puig Brands, que recupera niveles previos a la fallida operación corporativa con Estee Lauder.

Subida asimismo de Sabadell y Unicaja en banca doméstica impulsados por tipos al alza, así como de Amadeus o Indra en el mes.



IBEX 35	Último	Variación en el período			
		agosto	julio	2026 (YTD)	2025
PUIG BRANDS SA-B	18,44	10,5%	3,5%	24,0%	-16,6%
BANCO DE SABADELL SA	3,63	9,3%	7,3%	8,0%	79,3%
AMADEUS IT GROUP SA	58,22	9,1%	4,4%	-7,4%	-7,9%
INDRA SISTEMAS SA	61,20	7,7%	18,5%	26,1%	184,2%
UNICAJA BANCO SA	3,53	6,1%	6,7%	27,1%	118,1%
ARCELORMITTAL	64,10	5,7%	15,0%	64,1%	74,7%
CAIXABANK SA	13,16	4,7%	1,5%	26,0%	99,5%
BANKINTER SA	16,67	4,6%	8,8%	17,7%	85,3%
LABORATORIOS FARMACEUTICOS R	60,60	3,5%	1,2%	-4,6%	0,9%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	25,03	3,4%	10,7%	24,8%	112,1%
REPSOL SA	27,25	3,3%	19,9%	71,1%	36,2%
ACERINOX SA	17,92	3,1%	13,4%	41,5%	34,0%
BANCO SANTANDER SA	12,66	2,8%	1,9%	25,8%	125,6%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	58,00	2,8%	2,4%	2,9%	13,5%
TELEFONICA SA	3,65	1,9%	1,9%	4,5%	-11,3%
NATURGY ENERGY GROUP SA	29,46	1,7%	5,5%	13,7%	10,9%
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBI	16,96	0,8%	-15,5%	-6,6%	132,2%
FLUIDRA SA	19,44	0,8%	-2,6%	-16,1%	-1,5%
MAPFRE SA	4,47	0,8%	2,4%	4,4%	75,1%
REDEIA CORP SA	15,28	-0,3%	2,9%	0,7%	-8,1%
ENAGAS SA	16,85	-0,4%	-0,2%	28,1%	11,6%
ENDESA SA	42,10	-0,6%	6,2%	37,4%	47,5%
INTL CONSOLIDATED AIRLINE-DI	5,01	-0,9%	-8,8%	5,5%	30,9%
AENA SME SA	26,42	-1,0%	0,1%	10,9%	20,7%
CORP ACCIONA ENERGIAS RENOVA	21,48	-1,0%	-6,2%	-4,1%	25,8%
GRIFOLS SA	9,83	-1,3%	11,2%	-8,1%	17,0%
CELLNEX TELECOM SA	26,48	-1,5%	2,8%	-3,5%	-10,1%
LOGISTA INTEGRAL SA	36,12	-2,4%	9,7%	19,9%	3,2%
IBERDROLA SA	20,08	-2,8%	-5,4%	8,7%	38,8%
COLONIAL SFL SOCIMI SA	5,32	-4,2%	-2,1%	-2,7%	5,6%
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	102,10	-7,4%	-14,3%	20,3%	75,2%
SACYR SA	4,24	-9,8%	0,5%	9,6%	21,5%
MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA	13,40	-11,0%	-1,8%	7,8%	22,3%
FERROVIAL NV	50,40	-11,2%	-5,4%	-8,9%	36,3%
ACCIONA SA	209,60	-12,2%	-13,9%	12,7%	71,0%

04. Renta Variable

4.4 Eurostoxx 50

Software al poder

Por segundo mes consecutivo, fuerte avance en el mes de la alemana SAP, que aunque sigue negativa en el año, ha pasado de perder casi un 40% a solo un 8% en el ejercicio.

Subida también próxima al 20% en Adyen, tras resultados, y en la biotecnológica Argenx.

El software recuperó credibilidad después de que algunas compañías mostraran que la inteligencia artificial también puede reforzar productos existentes, acelerar ingresos recurrentes y ampliar márgenes.

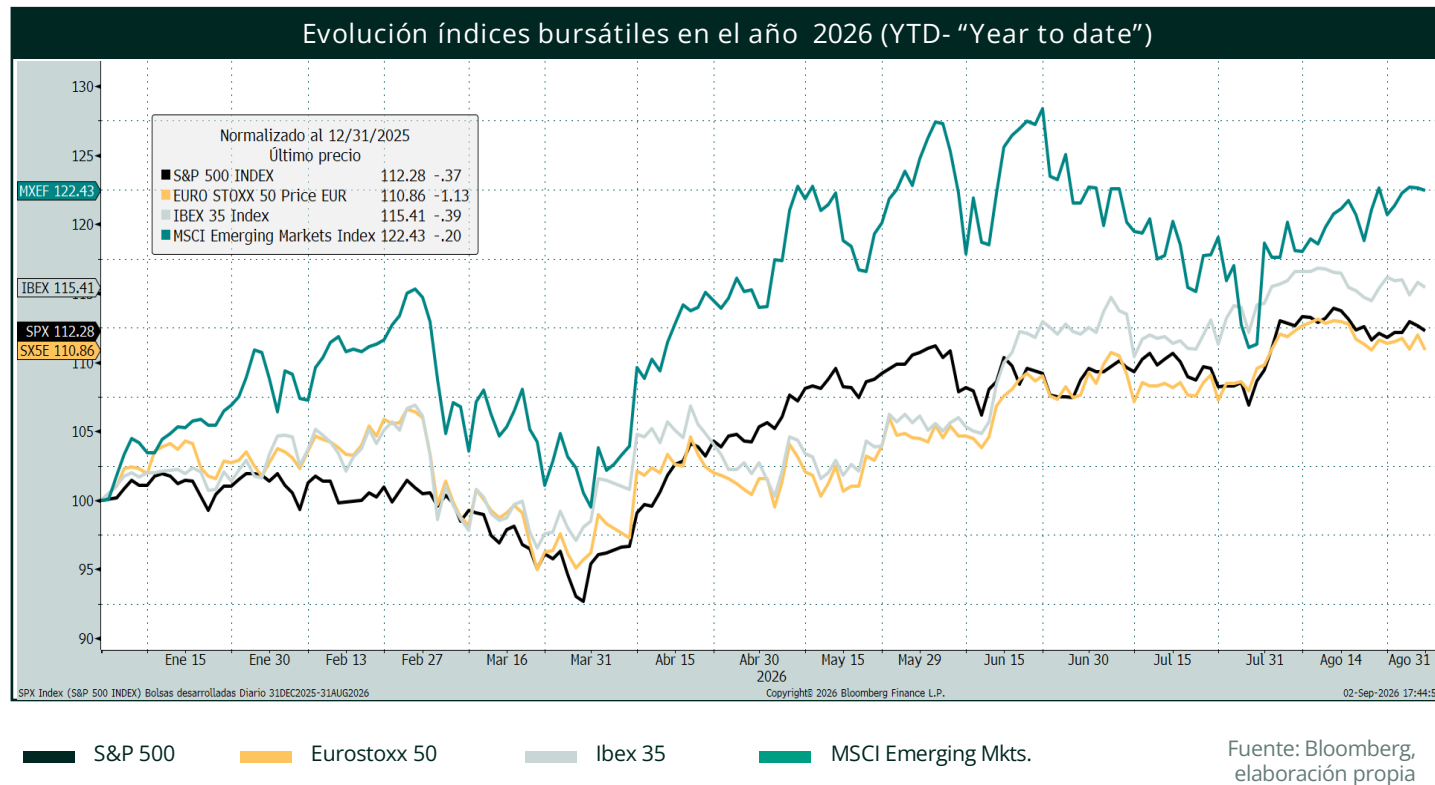
Se quedaban atrás en el mes, en cambio Ahold, Anheuser Busch o Infineon, así como compañías francesas como Vinci o BNP Paribas.

EUROSTOXX 50	Último	Variación en el período			
		agosto	julio	2026 (YTD)	2025
SAP SE	190,90	21,1%	17,7%	-8,4%	-11,8%
ADYEN NV	1.047,40	19,4%	6,9%	-23,8%	-4,3%
ARGENX SE	875,60	17,5%	-8,2%	22,2%	19,5%
DEUTSCHE BOERSE AG	288,00	9,8%	9,8%	28,7%	0,6%
DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED	34,66	8,7%	7,6%	4,7%	99,0%
FERRARI NV	364,50	7,2%	4,9%	14,4%	-22,7%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	28,38	6,1%	12,2%	2,6%	-4,3%
BASF SE	52,98	5,1%	7,7%	19,2%	4,6%
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	61,98	4,5%	3,6%	-33,5%	17,9%
WOLTERS KLUWER	70,84	4,4%	20,3%	-19,8%	-44,9%
ALLIANZ SE-REG	450,80	4,2%	4,4%	15,4%	32,0%
VOLKSWAGEN AG-PREF	77,68	4,0%	6,5%	-25,0%	16,3%
INTESA SANPAOLO	6,79	3,8%	9,2%	14,7%	53,3%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	25,03	3,4%	10,7%	24,8%	112,1%
HERMES INTERNATIONAL	1.581,00	3,2%	-4,2%	-25,5%	-8,6%
SANOFI	76,81	3,1%	-0,8%	-7,1%	-11,8%
UNICREDIT SPA	84,14	3,1%	4,3%	18,6%	84,1%
BANCO SANTANDER SA	12,66	2,8%	1,9%	25,8%	125,6%
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL	58,00	2,8%	2,4%	2,9%	13,5%
BAYER AG-REG	49,04	2,1%	-0,7%	32,5%	91,6%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	294,60	1,7%	1,5%	25,4%	-2,5%
ASML HOLDING NV	1.451,80	1,2%	-16,7%	57,6%	35,8%
MERCEDES-BENZ GROUP AG	47,22	1,0%	6,4%	-21,4%	11,7%
SIEMENS AG-REG	285,60	1,0%	0,5%	19,4%	26,8%
NORDEA BANK ABP	17,62	0,7%	5,4%	9,5%	53,2%
ING GROEP NV	30,49	0,1%	10,0%	27,0%	58,7%
SAFRAN SA	337,00	-0,4%	-1,9%	13,3%	40,2%
L'OREAL	384,70	-0,6%	0,9%	4,9%	7,2%
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	518,80	-0,7%	6,9%	-7,7%	15,4%
AIR LIQUIDE SA	169,54	-0,7%	-1,5%	16,4%	2,1%
TOTALENERGIES SE	75,53	-1,2%	12,3%	35,9%	4,2%
ESSILORLUXOTTICA	160,35	-2,3%	0,0%	-40,6%	14,6%
AIRBUS SE	197,24	-2,5%	3,9%	-0,6%	28,2%
RHEINMETALL AG	1.110,80	-2,6%	15,1%	-28,8%	154,0%
IBERDROLA SA	20,08	-2,8%	-5,4%	8,7%	38,8%
DHL AG	56,14	-2,8%	8,8%	20,1%	37,5%
ENI SPA	23,31	-2,8%	16,3%	44,4%	23,3%
SIEMENS ENERGY AG	142,18	-3,6%	-11,1%	18,1%	139,0%
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	78,32	-3,6%	2,7%	-9,9%	1,5%
ENEL SPA	9,42	-3,9%	-2,5%	6,1%	28,9%
PROSUS NV	38,33	-4,1%	5,2%	-27,5%	37,8%
AXA SA	43,10	-4,1%	2,5%	5,2%	19,3%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	453,30	-4,6%	-1,8%	-29,7%	1,5%
DANONE	64,28	-4,8%	-5,9%	-16,3%	17,9%
ADIDAS AG	151,40	-5,0%	-11,1%	-10,4%	-28,6%
BNP PARIBAS	102,78	-6,3%	7,4%	27,2%	36,4%
VINCI SA	113,15	-7,7%	-4,1%	-5,7%	20,4%
INFINEON TECHNOLOGIES AG	56,29	-8,7%	-24,5%	49,2%	20,2%
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	68,28	-9,2%	3,5%	24,4%	13,8%
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE N	30,65	-10,8%	-2,4%	-12,1%	10,7%

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

04. Renta Variable

4.5 Evolución en el año 2026



Seguimos en zona de máximos en los mercados de renta variable

Agosto presentó una combinación poco habitual: la renta variable avanzó, los beneficios empresariales conservaron un tono sólido y el apetito por el riesgo se mantuvo, pero los mercados de deuda transmitieron una lectura más prudente.

Se cerraba una excelente campaña de resultados del primer semestre, batiendo claramente expectativas.

Los resultados mostraron que la inversión en inteligencia artificial continúa generando ingresos, pedidos y demanda de infraestructura. Sin embargo, también pusieron de manifiesto unos gastos de capital y unas necesidades de financiación muy superiores a las de ciclos anteriores.

04. Renta Variable

4.6 Valoración

Valoraciones por encima de la media histórica, pero con sólidos beneficios

Con la publicación semestral de resultados, mucho mejores de lo esperado, los ratios de precio sobre beneficios estimados para el próximo año siguen siendo elevados, pero sin exageraciones.

Así, con la ligera subida del S&P en agosto, las 21,4x a las que cotiza el índice (similar a las 21,1x de julio o 21,9x en junio) están en buena medida justificadas por el peso del sector tecnológico, con cifras de crecimiento en beneficios que siguen sorprendiendo.

En la eurozona tenemos niveles de valoración más bajos, aunque también se sitúan ligeramente por encima de sus promedios históricos.

Índice bursátil	PER (2026)	PER (2027)	PER medio últimos 15a	Rentab. dividendo
S&P 500	21,4	18,6	18,2	1,1%
Eurostoxx 50	16,1	14,7	14,2	2,9%
Ibex 35	14,8	13,6	12,1	3,5%
Dax (Alem.)	16,9	14,8	14,3	2,7%
MSCI Emerg.	11,5	9,3	13,5	2,5%

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

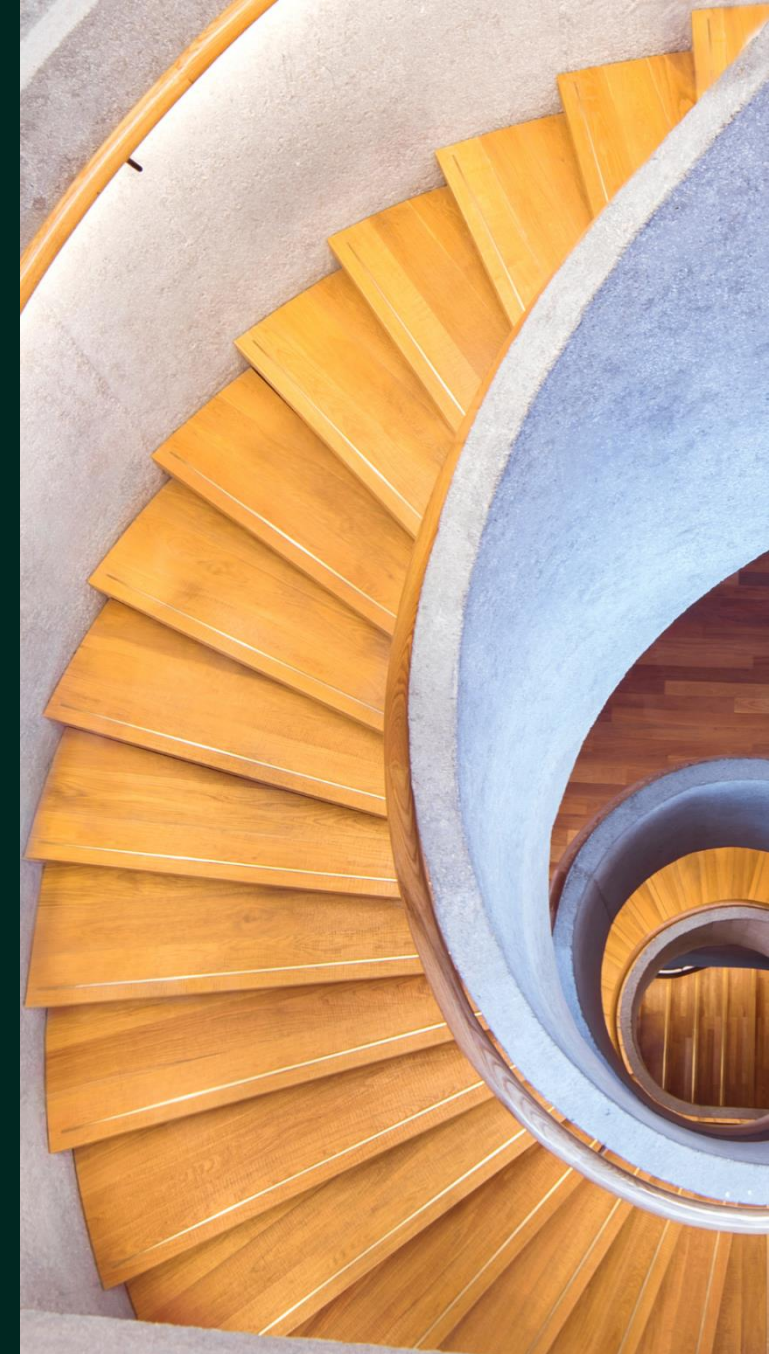
04. Renta Variable

4.7 Posicionamiento

NEUTRAL.

Mantenemos una postura neutral en renta variable a nivel global, si bien seguimos favoreciendo marginalmente la exposición a Estados Unidos frente a otros mercados.

En el caso europeo, aunque las valoraciones continúan siendo razonables, el contexto macroeconómico sigue caracterizándose por una expansión moderada. La economía ha mostrado una resiliencia superior a la esperada, pero todavía no observamos señales suficientemente sólidas que apunten a una aceleración relevante del crecimiento, lo que justifica mantener una posición más prudente y equilibrada. Por el contrario, seguimos viendo un mejor perfil relativo en la renta variable estadounidense. Esta visión se sustenta, principalmente, en la fortaleza del sector tecnológico, que continúa concentrando buena parte del crecimiento de beneficios y actuando como motor de la inversión corporativa. Además, las expectativas de gasto en capital (CAPEX) mantienen una tendencia de revisión al alza y, por el momento, no muestran indicios significativos de desaceleración. Todo ello sigue respaldando una perspectiva relativamente más constructiva para el mercado estadounidense.



05. Posicionamiento Global

Mantenemos sin cambios el posicionamiento adoptado el mes anterior, preservando la misma asignación estratégica de activos.

Seguimos confiando en la capacidad de la renta fija para generar rentabilidades reales positivas en el contexto actual, lo que nos lleva a mantener una sobreponderación de esta clase de activo dentro de las carteras.

En renta variable, aunque el escenario macroeconómico y la evolución de los beneficios empresariales continúan siendo favorables, optamos por una postura neutral debido a los niveles de valoración alcanzados. No obstante, mantenemos una ligera preferencia por el mercado estadounidense, donde seguimos identificando un perfil relativo más atractivo.

	--	-	NEUTRAL	+	++
RENTA FIJA					
GOBIERNO CORE EURO				■	
GOBIERNO PERIFERIA EURO				■	
GOBIERNO USA			■		
CRÉDITO GRADO DE INVERSIÓN				■	
HIGH YIELD			■		
EMERGENTE			■		
RENTA VARIABLE					
ESPAÑA			■		
EUROPA			■		
ESTADOS UNIDOS				■	
JAPON			■		
EMERGENTES			■		
INVERSIONES ALTERNATIVAS					
GESTIÓN ALTERNATIVA			■		
ACTIVOS REALES			■		
OTROS ACTIVOS					
DÓLAR AMERICANO		■			
COMMODITIES		■			
EFFECTIVO			■		



El Grupo Caja Rural en los medios

Economía | europa **press**

europapress / economía finanzas / finanzas

Gescooperativo apuesta por la deuda española y alemana a 10 años tras el repunte de rentabilidades



Archivo - Logo de Gescooperativo.
- GESCOOPERATIVO - Archivo

Europa Press Economía Finanzas

Publicado: jueves, 3 septiembre 2026 11:21



IA

Seguir en

MADRID 3 Sep. (EUROPA PRESS) -

Gescooperativo, la sociedad de inversión colectiva de Caja Rural, ha identificado una oportunidad "atractiva" para los inversores en la renta fija a diez años de España y Alemania tras el aumento de las rentabilidades en los bonos a largo plazo.

BUSINESS INSIDER

Banco BiG, Afi y Gescooperativo revisan sus carteras: tres estrategias para afrontar septiembre



Septiembre abre la puerta a revisar las carteras de los inversores con nuevas estrategias / Getty Images; Alyssa Powell/BI

MERCADOS NOTICIA 02 sep 2026 - 05:30

Ana Ruiz

Añádenos en Google

- Banco BiG, Afi y Grupo Caja Rural mantienen su apuesta por la bolsa, aunque con distintos grados de cautela, reducen exposición a IA y buscan alternativas en Europa, Japón y oro.
- Cómo ve Wall Street las próximas subidas de tipos tras el revelador discurso de Kevin Warsh en Jackson Hole

Aviso legal

El presente documento no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Este documento ha sido preparado por el Área de Gestión de Inversiones de Gescooperativo, S.A., con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Gescooperativo no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra de los instrumentos que en él se detallan, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Gescooperativo y están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Gescooperativo, por lo que no se ofrece garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Gescooperativo no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los instrumentos no garantiza la evolución futura o resultados futuros. El precio de los instrumentos descritos puede fluctuar en contra del interés del inversor. Las transacciones en derivados pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios valores subyacentes de los mismos. Asimismo, los inversores deben tener en cuenta que la rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de la evolución o resultados futuros.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Gescooperativo. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

