



Actualización macro y renta fija



Research

Crédit Andorrà Financial Group

Agosto de 2019

Entorno económico

- **El sentimiento inversor mejoró en julio por la reanudación de las conversaciones entre EE. UU. y China acordadas en el G-20, y por la expectativa de una política monetaria más acomodaticia en los próximos trimestres. El anuncio de Donald Trump de nuevos aranceles (10% sobre 300.000 M de productos) renovó el miedo a la desaceleración económica.**
- **Brexit: aumenta la probabilidad de un Hard Brexit.** Boris Johnson ha manifestado que el Reino Unido abandonará la UE con o sin acuerdo el 31 de octubre.
- **Italia: a la espera de solucionar la crisis de gobierno** ante el ultimátum de Matteo Salvini.

Macro y bancos centrales

- **Datos PMI más débiles**, especialmente el manufacturero y de producción industrial (-5,2% anual en Alemania). El FMI advierte que el crecimiento mundial sigue siendo moderado.
- Mayores signos de **desaceleración económica pueden llevar a una nueva política expansiva** por parte de los bancos centrales. Tanto la FED como el BCE están preparados para implementar nuevas medidas expansivas.
- La FED redujo su tipo de referencia 25 pb (al que siguió bajadas del 0,5% en Nueva Zelanda, el 0,35 en la India y el 0,25% en Filipinas) y a la espera del paquete que entregue el BCE (bajada tipo depo, *tiering* y nuevo QE).





















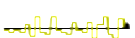





Mercados de renta fija

- **Tipos a corto plazo:** bajada de los tipos *forwards* del 3 meses en EE. UU. y la zona euro ante unos bancos centrales con un posicionamiento más *dovish*.
- Ahora se espera que el euríbor 3 m entre en terreno positivo en el 2023 (hasta 2 años más tarde que lo que mostraba el mes anterior) y en EE. UU. a finales del año que viene descuenta hasta 100 pb de bajada).
- **Los tipos gubernamentales continuaron reduciendo su rentabilidad.** El Bund alemán a 10 años se situó en un -0,55% y el Treasury americano al mismo vencimiento en el 1,74%, niveles no vistos desde el 2016 y que han provocado unas **curvas más planas** por la caída de rentabilidad de los tramos ultra largos. **El mundo periférico sigue estrechando gracias a las estrategias de carry trade** por parte de los inversores.
- **Los spreads de crédito recuperaron las ampliaciones registradas ante las renovadas conversaciones sobre un potencial acuerdo comercial entre EE. UU. y China y ante la expectativa de una política monetaria más acomodaticia en los próximos trimestres.** Todos los sectores presentan ganancias. Agosto se ha iniciado con ampliaciones ante nuevas dudas sobre los acuerdos comerciales (EE. UU. con China, y Brexit, principalmente).
- **Los flujos nos muestran salidas de los bonos High Yield y emergentes** ante un aumento de la volatilidad y los inversores en modo *risk off*.
- **Las autoridades chinas permiten que el yuan se deprecie hasta niveles de 7 CNH por dólar.**
- **El petróleo cae fuertemente perjudicado por la falta de acuerdo comercial a nivel global.**

EE.UU. ● Cuadro macro

El PIB de EE. UU. se desaceleró en el segundo trimestre, aunque sigue avanzando a un ritmo considerable. En concreto, la actividad económica estadounidense creció un 2,1% interanual.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SAAR	2,1	3,1	↔		30/06/2019	Ventas al por menor m/m%	0,4	0,4	↔		30/06/2019
ISM Manu	51,2	51,7	↔		31/07/2019	P.Industrial m/m%	0,0	0,4	↔		30/06/2019
ISM No Manu	53,7	55,1	↘		31/07/2019	Confianza consumidor M	98,4	98,2	↘		31/07/2019
PMI Compuesto	52,6	51,5	↔		31/07/2019	Confianza consumidor B	136	124,3	↔		31/07/2019
Citi surprise Index	-33,5	-33,5	↔		07/08/2019	Confianza PyMES	103	105,0	↔		30/06/2019
M.Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Precios	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	3,7	3,7	↔		31/07/2019	IPC	1,6	1,8	↔		30/06/2019
Asalariados	164	193	↔		31/07/2019	IPC core	2,1	2,0	↔		30/06/2019
Peticiones desempleo (w)	215	230	↘		27/07/2019	PCE	1,4	1,4	↔		30/06/2019
Tasa de participación	63	62,9	↔		31/07/2019	PCE core	1,6	1,5	↔		30/06/2019
Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
CAPEX Fed m/m%	0,5	0,4	↔		30/06/2019	Tipo oficial	2,25		↔		8-ago.-19
Pedidos duraderos m/m%	1,9	-2,3	↘		30/06/2019	10y rate	1,73		↘		8-ago.-19
Iniciación de viviendas	1253	1265	↔		30/06/2019	Salario a la hora y/y	3,2	3,1	↔		31/07/2019
Ventas de nuevas viviendas m/m%	7	-8,2	↘		30/06/2019	Subida esperada salario PyMES	17	21	↘		31/07/2019

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Europa ● Cuadro macro

Los indicadores de sentimiento empresarial de la eurozona retroceden al inicio del 3r trimestre. En concreto, el PMI compuesto de la eurozona descendió hasta los 51,5 puntos en julio (52,2 puntos en junio). Ello se debió, sobre todo, al importante descenso del componente de manufacturas,.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SA	0,2	0,4	→		30/06/2019
ISM Manu	46,5	47,6	↗		31/07/2019
ISM No Manu	53,2	53,6	↘		31/07/2019
PMI Compuesto	51,5	52,2	→		31/07/2019
Citi surprise Index	-53,3	-53,3	↗		07/08/2019

M.Trabajo

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	7,5	7,6	→		30/06/2019
Parados (millones)	12,4	12,4	↘		30/06/2019
Empleo q/q% SWDA	0,4	0,3	→		31/03/2019
Costes Laborales (Q) y/y%	2,4	2,3	↘		31/03/2019

Inversión

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	5	7,6	↗		31/07/2019
PMI Construcción	50,6	50,8	↘		31/07/2019
Confianza Industria	-7,4	-6	↗		31/07/2019
Utilización Capacidad Inst.	81,9	82,8	↘		30/09/2019

Actividad

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	1,1	-0,6	→		30/06/2019
PMI vental al por menor	51,8	51,7	↗		30/06/2019
Confianza consumidor	-6,6	-7,2	↗		31/07/2019
Producción Industrial y/y%	-0,5	-0,4	→		31/05/2019
Indicador de Senti.Económico	103	103,3	↗		31/07/2019

Precios

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	1,1		↗		31/07/2019
IPC core	0,9	1,1	→		31/07/2019
Breakeven 5yr/5yr	1,21		→		8/08/2019
10yr Breaven Germany	1,18		↘		8/08/2019

Otros

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial*	0		→		25/07/2019
10y rate*	-0,6		→		8/08/2019
CBPP3 (mm €)	261		↗		02/08/2019
EUR/USD	1,12		→		8/08/2019

REUNIÓN DE BANCOS CENTRALES

- Banco Central Europeo (BCE) 12/9/2019
- Reserva Federal 18/09/2019
- Banco del Japón 19/09/2019
- Banco de Inglaterra 19/09/2019

DATOS MACRO

	PIB	Inflación	PMI	Mdo. Laboral
EE.UU.	2019/08/29 14:30:00	2019/08/13 14:30:00	2019/08/22 15:45:00	2019/09/06 14:30:00
Zona Euro	2019/08/14 11:00:00	2019/08/19 11:00:00	2019/08/22 10:00:00	2019/08/30 11:00:00
Uk	2019/08/09 10:30:00	2019/08/14 10:30:00	2019/09/02 10:30:00	2019/08/13 10:30:00
Japón	2019/08/09 01:50:00	2019/08/23 01:30:00	2019/08/22 02:30:00	2019/08/30 01:30:00
China	2019/10/18 04:00:00	2019/08/09 03:30:00	2019/09/04 03:45:00	2019/08/14 04:00:00

CALENDARIO POLÍTICO

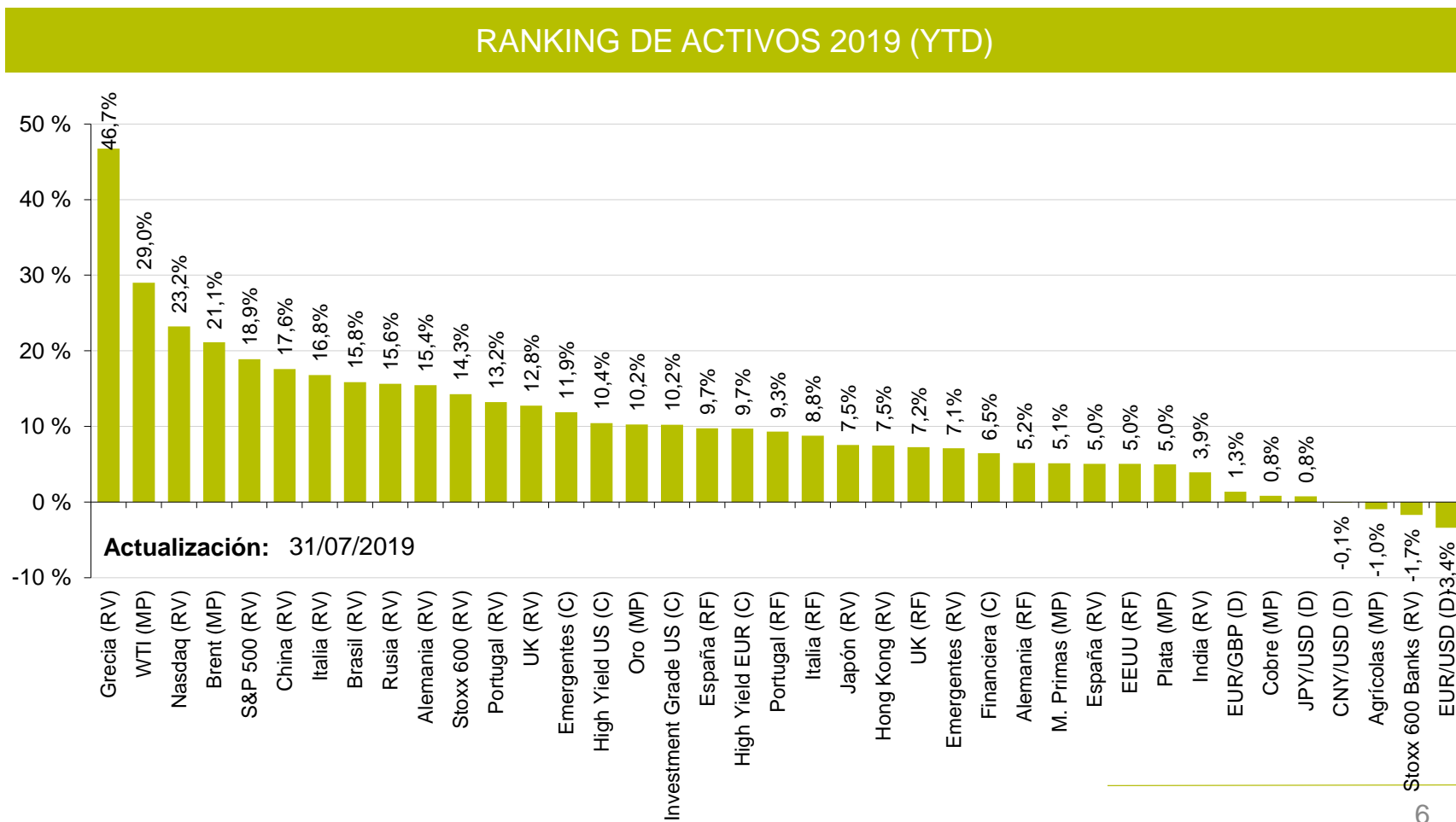
- 31/10/19: fecha prevista para la salida de la Gran Bretaña de la UE

OTROS

- Guerra comercial,
- Evolución precio petróleo, tensiones con Irán

Resumen de rendimientos

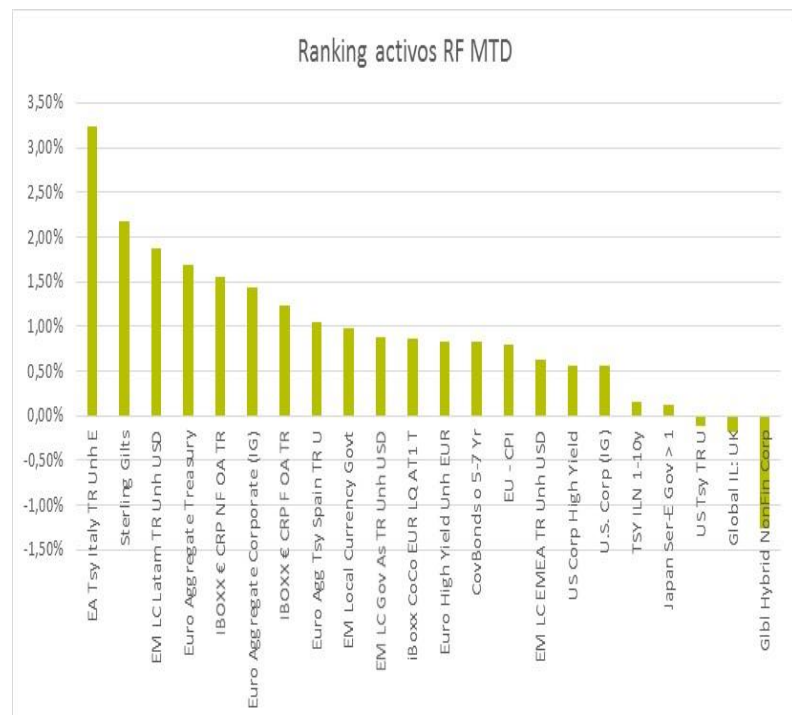
Grecia continúa como el mercado que más sube en lo que va de año, seguido del petróleo y la renta variable estadounidense. El **euro** cae un 3% frente al dólar, a la vez que los bancos europeos siguen perjudicados por el entorno de bajos tipos de interés.



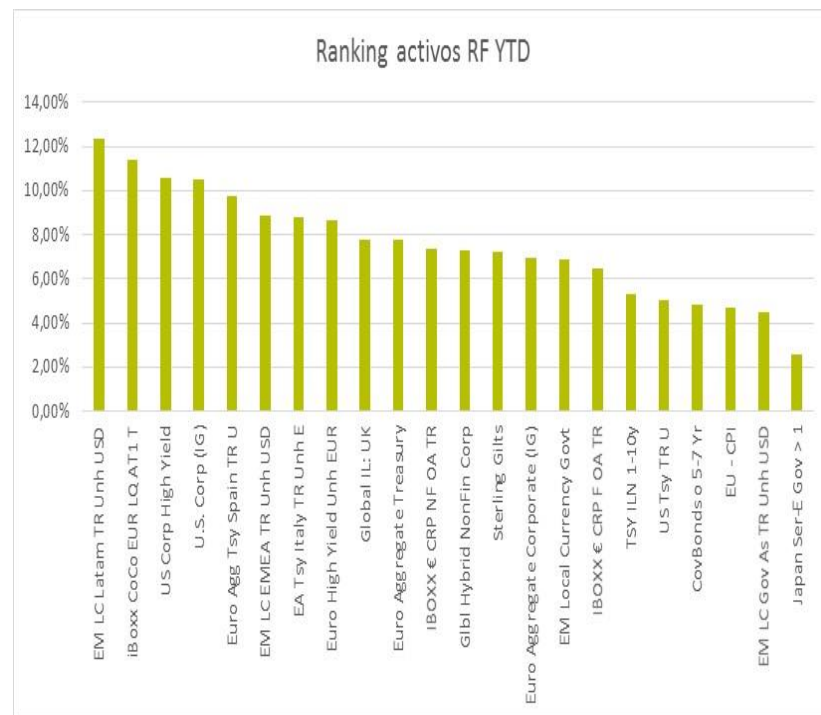
Renta Fija ● Resumen de rendimientos

El sentimiento inversor mejoró en julio gracias a la reanudación de las conversaciones entre EE. UU. y China acordadas en el G20, y a la expectativa de una política monetaria más acomodaticia en los próximos trimestres. **Iniciamos agosto con una perspectiva negativa en la guerra comercial y con el Brexit, que ha provocado en los inversores colocar el *risk off*.**

ÚLTIMO MES



ACUMULADOS ANUALES YTD

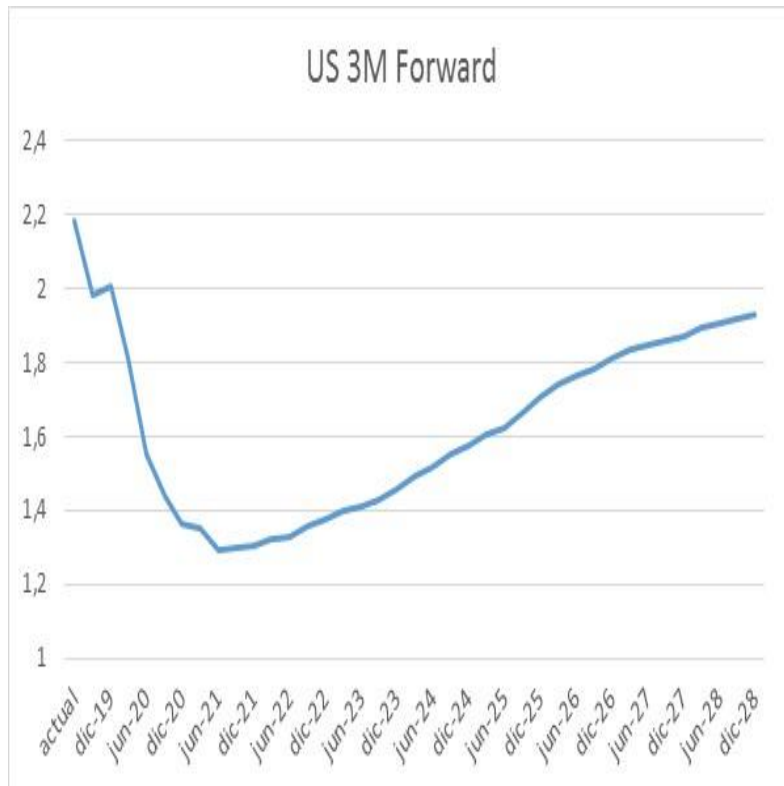


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

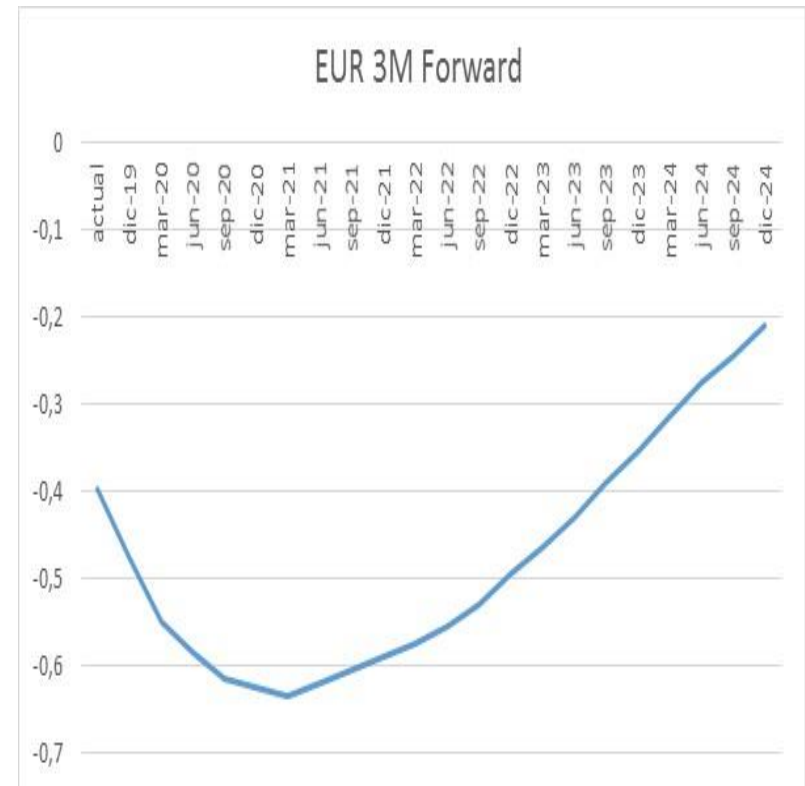
Renta Fija ● Mercado monetario

Sigue el descenso de los tipos a corto ante unos bancos centrales aplicando políticas expansivas. Siguiendo la cotización de los futuros a 3 meses, en Europa se descuenta que bajen los tipos cerca de 20 pb en los próximos meses y en EE. UU., hasta un 1%.

TIPOS INTERÉS FORWARD SOBRE FUTUROS
3 M (USD)



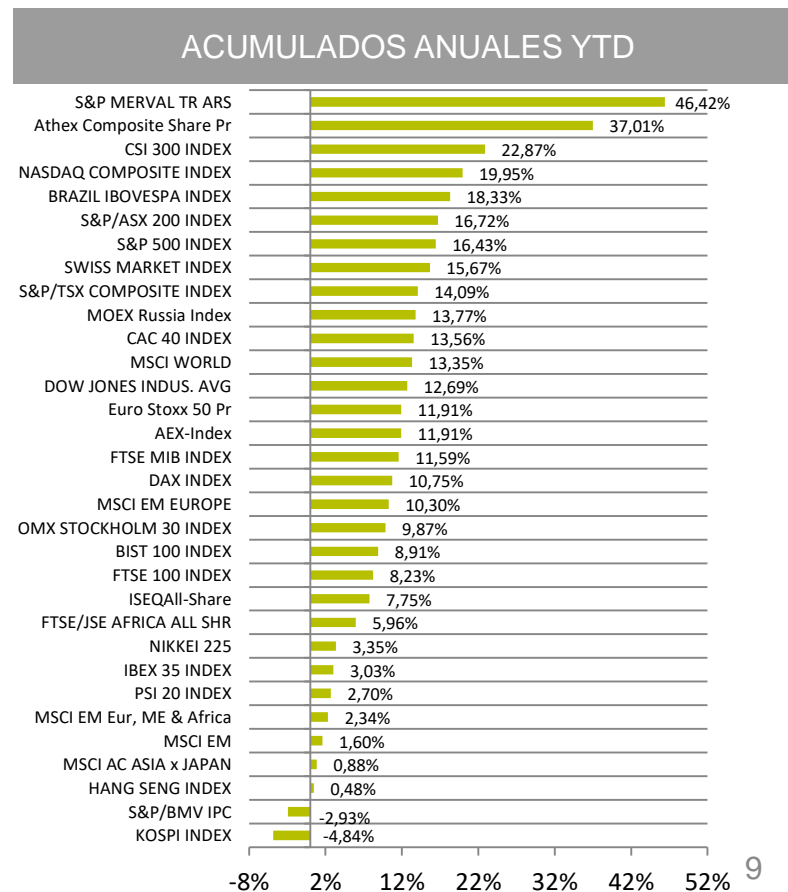
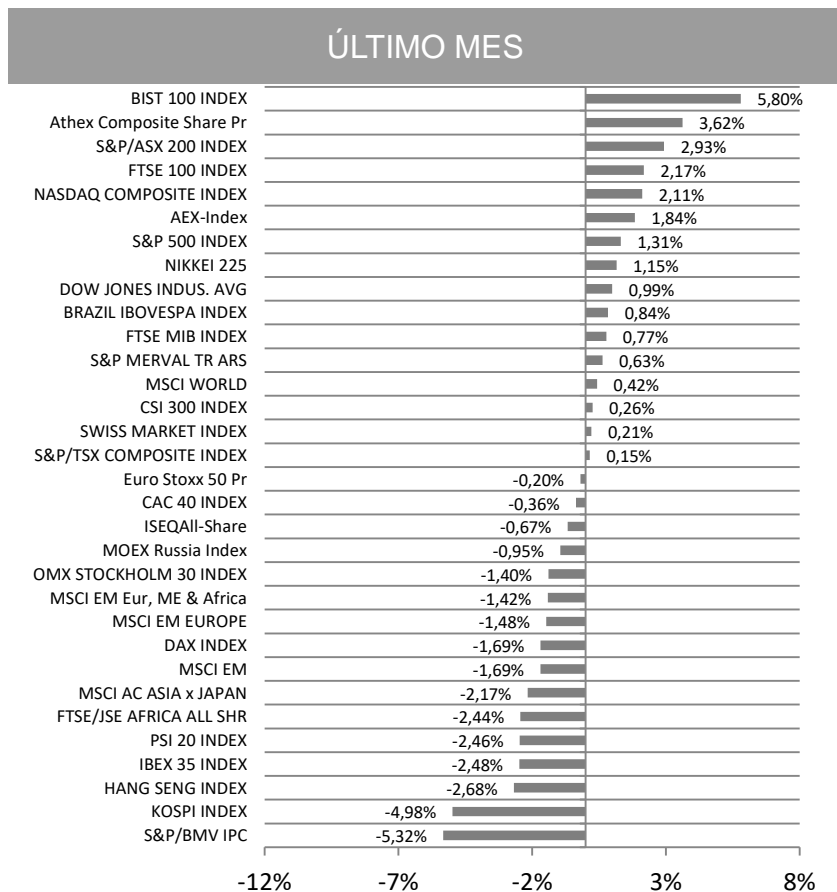
TIPOS INTERÉS FORWARD SOBRE FUTUROS
3 M EUR



Fuente: Bloomberg

Resumen de rendimientos

Los mercados continuaron con el tono positivo en julio pensando que podrían tenerlo todo: que el crecimiento económico aguantaría y que a la vez los bancos centrales recortarían tipos. El S&P 500 y el Nasdaq consolidaron la subida de doble dígito del año y aportaron un +1,31% y +2,11%, respectivamente, durante julio. Por el lado algo más negativo destacó el comportamiento del Eurostoxx, prácticamente plano al bajar un -0,20% durante el mes.

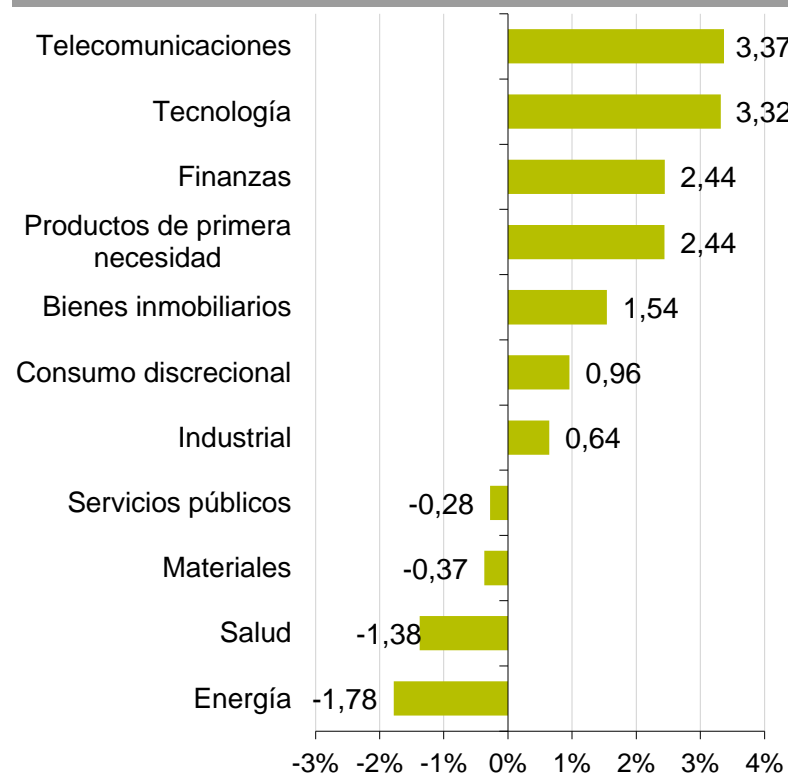


Estados Unidos

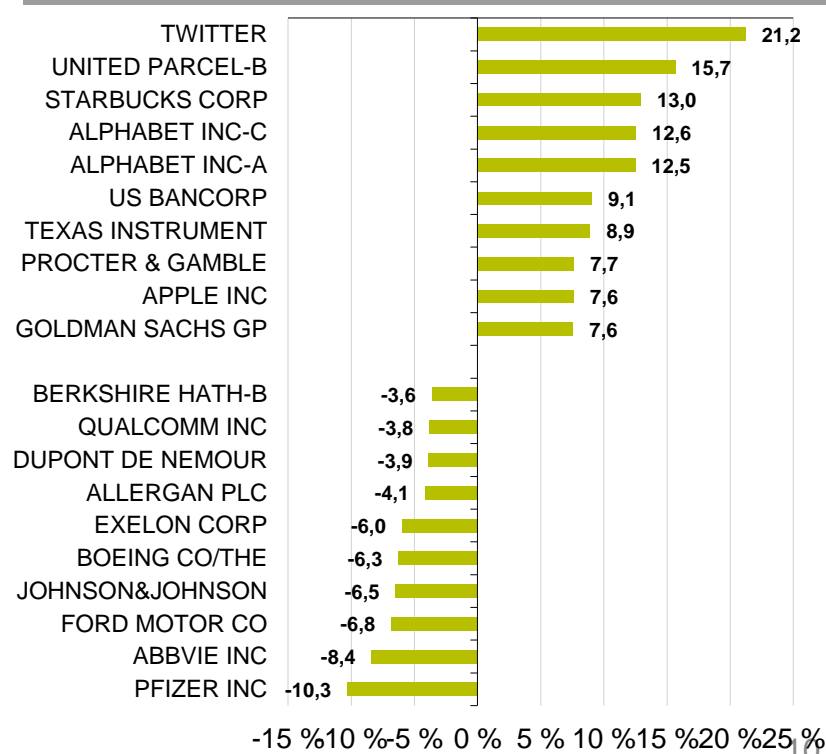
El mercado continuó con su tono positivo en julio. La rebaja de la tensión comercial entre EE. UU. y China, y la esperanza de que la Fed iba empezar a recortar los tipos impulsaron al mercado. Finalmente, la Fed bajó los tipos 25 puntos básicos, pero los comentarios del presidente, Jerome Powell, fueron bastante *hawkish*. Aunque el mercado perdió una parte de las ganancias durante los últimos días de julio, permaneció en territorio positivo.

Destacó también el aluvión de resultados empresariales, con varios de los *mega-caps* (Apple, Alphabet y Microsoft) batiendo al consenso.

RENDIMIENTO SECTORIAL EE. UU. (%)



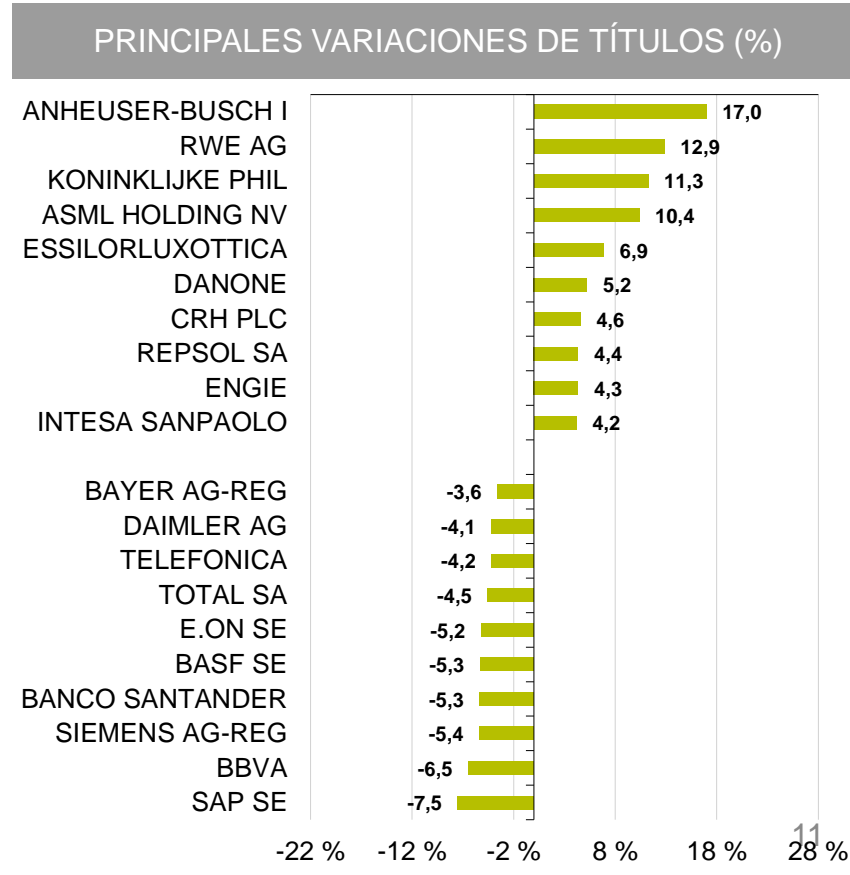
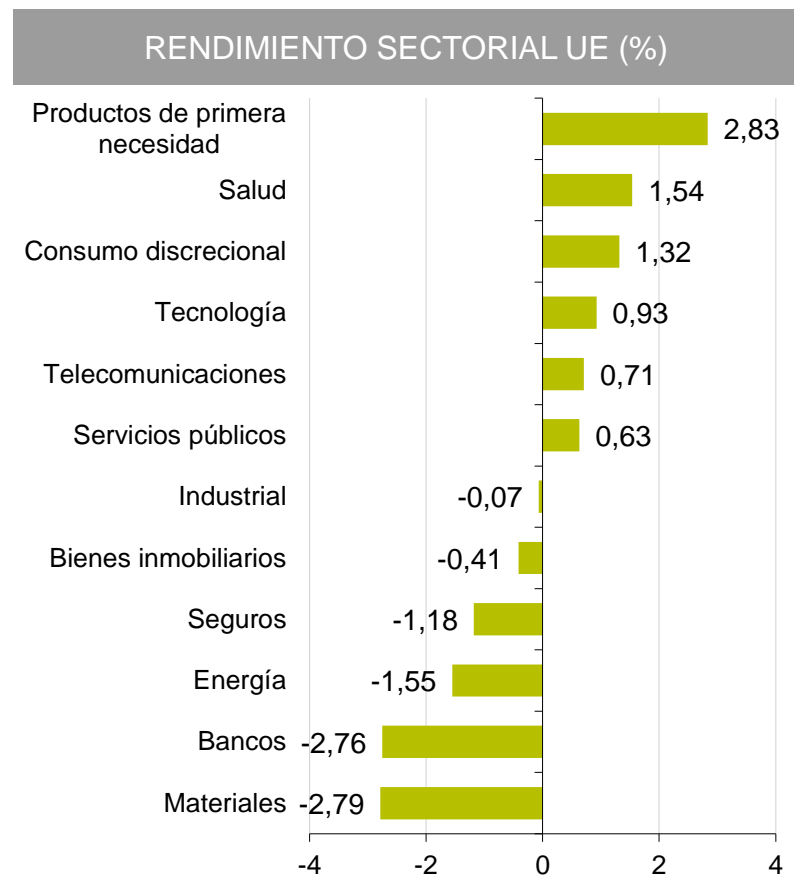
PRINCIPALES VARIACIONES DE TÍTULOS (%)



Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

Europa

Tras el buen comportamiento vivido en las bolsas europeas durante junio, el mes de julio ha destacado por un comportamiento prácticamente plano de los mercados. La renta variable europea ha caído un -0,20% y ha dejado atrás la gran subida cercana al +6% de junio. En cuanto a presentación de resultados, están batiendo con la mayor fuerza en 2 años, aunque en su mayor parte es el reflejo de un 5% de bajada de estimaciones antes del trimestre.

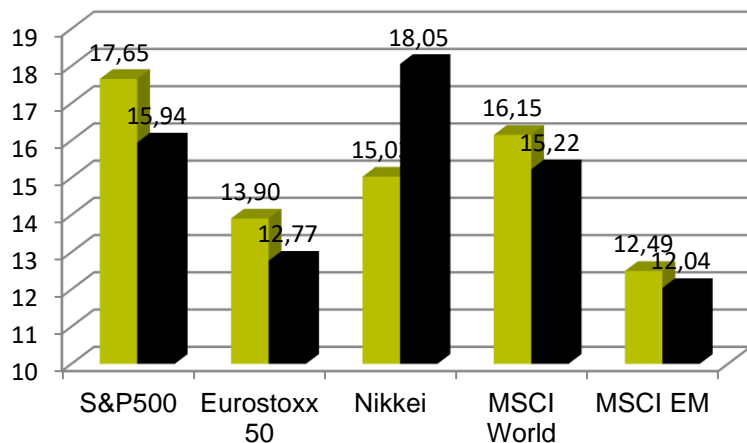


Valoraciones de la renta variable

- **Subida fuerte de las valoraciones en lo que va de año. El S&P 500 ha visto como en muy poco tiempo su P/E Forward descendía a 13,5x para luego volver a subir y situarse en el 17,7x actual.** El año pasado fue un año de bajada generalizada de las valoraciones de todos los índices, que se aproximaron a sus medias históricas, pero con los rebotes de este año vuelven a situarse por encima. El **Eurostoxx 50 se encuentra en niveles de 13,9x P/E Forward.**
- **En cuanto a los beneficios esperados por acción,** destacan las peores perspectivas para 2019, que se están revisando a la baja una y otra vez.

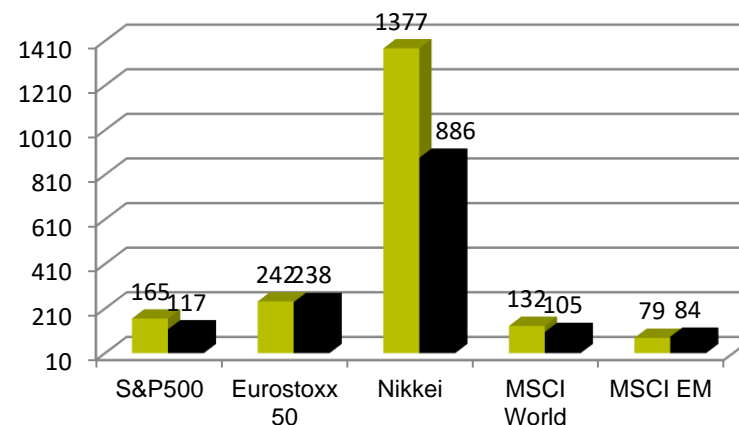
P/E FORWARD 12 MESES

■ Forward P/E ■ MEDIA 10Y



BPA ESPERADO

■ BPA Esperado ■ MEDIA 10Y

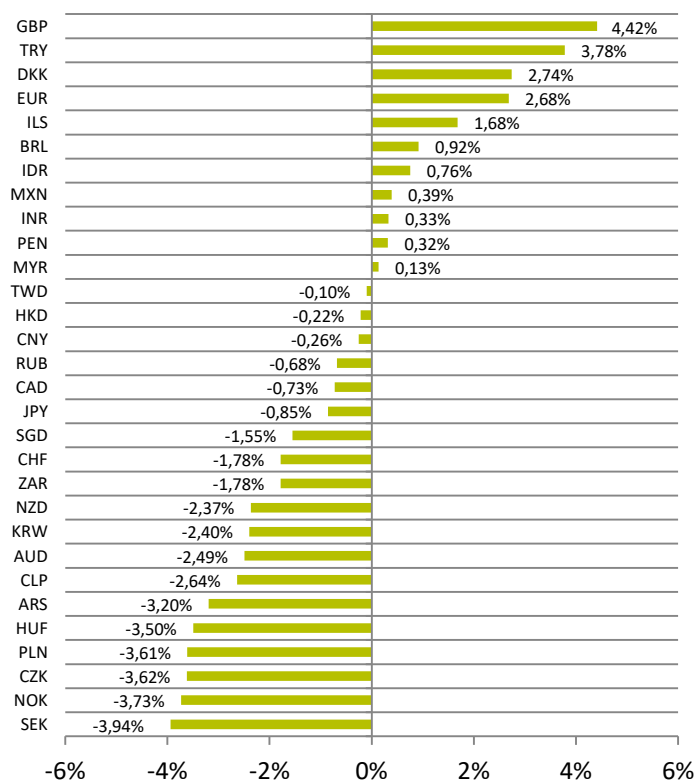


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

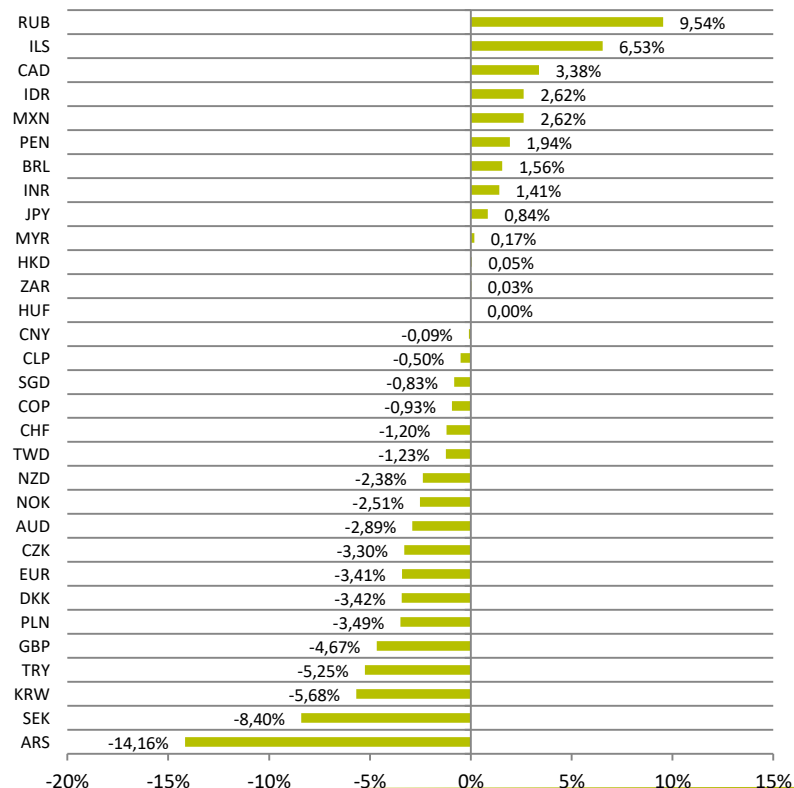
Mercados financieros ● Divisas

El USD se hace más fuerte en relación con el euro, que pierde un 3,41% desde inicio de año. Lo más destacado en este apartado es que las autoridades chinas han permitido la devaluación del yuan, lo que ha llevado a Trump a acusarlos de manipular la divisa.

ÚLTIMO MES



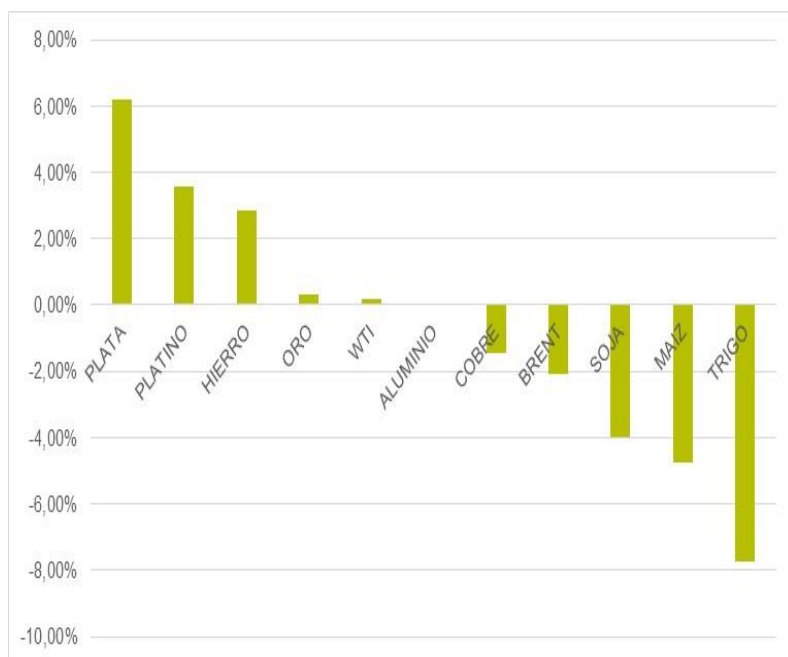
AÑO 2019 (PRINCIPALES DIVISAS VS USD)



Mercados financieros ● Materias primas

La OPEP extiende los recortes a la producción de crudo. El 1 y 2 de julio pasados, junto con sus socios acordaron extender el acuerdo de recortes a la producción de petróleo hasta marzo del 2020. Con esta decisión pretende dar soporte al precio del petróleo ante una moderación del crecimiento económico mundial y la expectativa de una mayor producción de *shale* en EE. UU. En concreto, se mantendrá el recorte de 1,2 millones de barriles por día respecto a los niveles de octubre de 2018. **A pesar de estos esfuerzos el precio del crudo ha bajado cerca de un 8% en los primeros días de agosto perjudicado por la falta de acuerdo comercial a nivel global.**

ÚLTIMO MES



EVOLUCIÓN BRENT



Este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group.

Este documento sirve únicamente para su distribución en forma permitida en derecho. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que Crédit Andorrà Financial Group quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción. La información contenida en este documento representa la opinión de los analistas de Crédit Andorrà Financial Group sobre mercados y podrá ser modificada y/o actualizada sin previo aviso. Este documento contiene únicamente información general, y si bien se ha obtenido esta información de fuentes consideradas fiables, ni Crédit Andorrà Financial Group ni sus analistas garantizan ni se responsabilizan de que la información contenida en el mismo sea completa o exacta. Los analistas financieros y las otras personas competentes que pudieran estar implicadas en la elaboración y difusión de este documento son independientes de aquellas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión. En ningún caso media compromiso o vinculación alguna con los emisores para elaborar informes favorables. Las declaraciones incluidas en el presente documento en ningún caso deben considerarse como hechos fácticos y contrastados, quedando aquellas proyecciones y estimaciones sobre condiciones económicas y previsiones sobre el desarrollo de la industria sujetas a cambios sin notificación previa. Cierta información incluida en el presente documento hace referencia a "proyecciones de futuro" que pueden identificarse por el uso de formas verbales tales como "podrá", "debería", "se espera", "se estima" o mediante terminología similar, tanto en positivo como en negativo. Debido a varios riesgos e incertidumbres, ciertos eventos, resultados o el desempeño real de los mismos podrán variar sustancialmente de aquellos reflejados o contemplados en las citadas proyecciones a futuro incluidas en este informe. Los resultados obtenidos en el pasado, ya fueren estos positivos o negativos, no está garantizado que se cumplan en el futuro y, por lo tanto, no pueden servir como indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o de los servicios de inversión que el presente documento pueda contener, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos, una disminución en los mismos, que podrá ser mayor o menor dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate.

Este documento no constituye una oferta por parte de Crédit Andorrà Financial Group ni tampoco de sus analistas y no podrá ser en ningún caso considerado como una recomendación personal de compra o venta de activos. Tampoco se podrá considerar que cualquiera de las estrategias de inversión o recomendaciones realizadas en el presente documento es idónea o apropiada para las circunstancias individuales de un inversor. Ni este documento ni su contenido constituirán la base de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Los lectores del presente documento deberán tomar sus decisiones de inversión basándose en su propio análisis así como en la recomendación de asesores independientes que consideren apropiados. En ningún caso podrá entenderse que mediante la distribución de este documento Crédit Andorrà Financial Group o sus analistas, están realizando recomendaciones personalizadas de inversión. La negociación en mercados financieros puede conllevar riesgos considerables y requiere un seguimiento constante de las posiciones actuales. Ni Crédit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas, empleados o directores asumen ninguna responsabilidad por ninguna inversión o desinversión realizada con base en este documento, ni por ninguna pérdida que pudiera resultar por una inversión o desinversión basada en este documento. Cualquier declaración contenida en este documento que haga referencia a información, opiniones o datos emitidos por una tercera entidad representará en todo caso la interpretación de los mismos realizada por Crédit Andorrà Financial Group, a los cuales ha tenido acceso por ser de carácter público o bien a través de un servicio de suscripción. Este uso e interpretación no ha sido revisado por la mencionada tercera entidad, por lo tanto, ni Crédit Andorrà Financial Group ni ninguno de sus analistas ofrece ninguna garantía, ni expresa ni implícita, de que sean exactos, íntegros o correctos.

La información contenida en esta publicación es estrictamente confidencial. Ni la totalidad ni parte de esta publicación puede ser reproducida, transformada, distribuida, publicada, reenviada o usada de ninguna manera sin el previo permiso por escrito del autor. Ninguna publicación, modificación o actualización de este material está sujeta a periodicidad y no implica ninguna obligación por parte de Crédit Andorrà Financial Group.

Aviso para:

Inversores del Principado de Andorra: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Crédit Andorrà, SA y/o Credi-invest, SA., ambas entidades autorizadas, reguladas y supervisadas por la Autoritat Financera Andorrana (AFA).

Inversores de España: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Alcalá, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Inversores de EE.UU.: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Beta Capital Management, LLC (IARD No. 154894), un asesor de inversiones registrado aprobado para operar en octubre de 2012, y autorizado, regulado y supervisado por la U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.).

Inversores de Luxemburgo: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banque de Patrimoines Privés, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Inversores de Suiza: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Private Investment Management, SA, entidad autorizada, regulada y supervisada por la Association Suisse des Gérants de Fortune. Este documento no es producto de ninguna "Financial Research Unit" y no está sujeta a las "Directives on the Independence of Financial Research" de la Asociación de Bancos Suizos. Este documento no ha sido preparado de acuerdo con los requisitos legales y regulatorios para promover la independencia del research y no está sujeto a ninguna prohibición en referencia a su difusión. Por lo tanto, las restricciones regulatorias sobre Crédit Andorrà Financial Group en relación a cualquier instrumento financiero mencionado en cualquier momento antes de su distribución no serán de aplicación.

Inversores de México: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por CA México Asesores Patrimoniales en Inversiones Independientes, SA de CV., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Inversores de Panamá: este documento ha sido preparado por Crédit Andorrà Financial Group y es distribuido por Banco Crédit Andorrà (Panamá), SA entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), y/o por Private Investment Management Advisors Panamá, S.A., entidad autorizada, regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

