



Actualización mensual de estrategia



Research

Crédit Andorrà Financial Group

17de octubre de 2019

Entorno económico

- **Las dudas sobre el crecimiento económico** quedaron en un segundo plano al reanudarse las conversaciones comerciales entre EE. UU. y China, que terminaron en un acuerdo preliminar. El tono más conciliador sirvió de apoyo a la mejora del optimismo de los inversores, que aumentan el apetito por los activos de mayor riesgo.
- **Brexit.** La reunión del CE del 17/10 no consiguió una salida acordada del Reino Unido el día 31/10. Se aceleran las negociaciones con el tema del *backstop* de Irlanda del Norte como principal escollo. La evolución de la libra descontaba optimismo a mitad de octubre.
- En las próximas semanas la atención se centrará también en la presentación de resultados trimestrales de las empresas.

Macro y bancos centrales

- **Los indicadores de actividad continúan débiles a nivel global**, a causa de la desaceleración del comercio global y la caída de los indicadores del sector industrial que empieza a afectar a los del sector servicios a pesar del mantenimiento de la confianza de los consumidores. En China las importaciones y exportaciones caen.
- Tanto en las actas de **la última reunión de la Reserva Federal como del BCE se evidenció la división de opiniones** entre sus miembros. En la Fed, la mayoría de integrantes abogó por reducir los tipos de interés ante el aumento de riesgos y las contenidas presiones inflacionistas. Sin embargo, unos pocos miembros defendieron que mientras estos riesgos no se manifestasen en los datos macroeconómicos del país, no consideraban necesario el viraje más acomodaticio. Según la cotización de los Fed Funds, hay una probabilidad del 72% que bajen tipos en la próxima reunión, el 30/10. Por su parte el BCE iniciará las compras del nuevo QE anunciado en su última reunión.

Mercados de renta fija (FICC)

- **Tipos a corto plazo:** El corto plazo sigue anclado 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 10 puntos básicos en los próximos meses (lo que situaría el euríbor a 3 meses al entorno del -0,5%) y en EE. UU. se espera una reducción de hasta un 0,5%, hasta niveles del entorno del 1,5%.
- **Corrección en los bonos del gobierno core.** El avance en las negociaciones entre EE. UU. y China y un mensaje más optimista por un potencial acuerdo del Brexit apoyó la venta de los bonos del gobierno, con la consiguiente subida de la tir. Desde el 30 de agosto el Bund alemán a 10 años ha aumentado su tir en 28 pb (-0,42% actual) y el Treasury al mismo plazo aumentó su rentabilidad en 26 pb (1,77% actual). **La prima de riesgo de los bonos periféricos se reduce.**
- Los bajos rendimientos de los bonos gubernamentales hace que la **deuda corporativa** parezca más atractiva. **Hasta septiembre, todos los sectores presentan un estrechamiento de sus diferenciales de crédito.** La búsqueda de *yield* ha hecho que se incrementen los flujos hacia esta tipología de activos. Además, **los inversores están ampliando duración y reduciendo su calidad crediticia en su selección de los bonos. Aumenta la tasa de default hasta el 2,1% en Europa** (Thomas Cook).
- La renta fija global han seguido **atrayendo flujos de capital en el último mes.** En el caso de los bonos emergentes observamos que la preferencia ha ido hacia los bonos con una menor calidad crediticia.
- **El dólar se hace más fuerte en relación al euro**, que pierde un 4,95% desde inicio de año. El dólar canadiense y el yen japonés son, de las principales divisas, las que superan al dólar. El rublo presenta el mejor comportamiento entre las divisas emergentes (+7,49% vs USD).
- Buen comportamiento del mercado de materias primas en general (Bloomberg Commodity Index +1,17%). Destacó el sector de agricultura y el petróleo se mantuvo en el rango bajo (Brent en 59,33).

EE. UU. • Cuadro macro

La inflación general se mantuvo en septiembre el 1,7%, ante un avance intermensual nulo con respecto a agosto. Por su parte, la inflación subyacente siguió emplazada en unos niveles más altos (2,4%), pero sin signos de tensiones. Por la parte negativa destacó la última publicación del ISM no manufacturero, que marcó un 47,8 al dejar notar la tensión de la guerra comercial con China.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SA	0,2	0,4	↔		30/06/2019
ISM Manu	45,7	47,0	↗		30/09/2019
ISM No Manu	51,6	53,5	↗		30/09/2019
PMI Compuesto	50,1	51,9	↗		30/09/2019
Citi surprise Index	-75	-78,1	↔		6:00:00

Actividad

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0,3	-0,5	↔		31/08/2019
PMI vental al por menor	51,8	51,7	↔		30/06/2018
Confianza consumidor	-6,5	-7,1	↔		30/09/2019
Producción Industrial y/y%	-2,8	-2,1	↔		31/08/2019
Indicador de Senti.Económic	102	103,1	↔		30/09/2019

M.Trabajo

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	7,4	7,5	↔		31/08/2019
Parados (millones)	12,2	12,3	↔		31/08/2019
Empleo q/q%SWDA	0,2	0,4	↔		30/06/2019
Costes Laborales (Q) y/y%	2,7	2,5	↔		30/06/2019

Precios

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	0,9		↔		30/09/2019
IPC core	1,0	0,9	↔		30/09/2019
Breakeven 5yr/5yr	1,18		↔		14/10/2019
10yr Breaven Germany	1,13		↔		14/10/2019

Inversión

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	3,8	3,9	↔		30/09/2019
PMI Construcción	50,5	49,1	↗		30/09/2019
Confianza Industria	-8,8	-6	↔		30/09/2019
Utilización Capacidad Inst.	81,9	82,8	↔		30/09/2019

Otros






	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial*	0		↔		12/09/2019
10y rate*	-0,5		↔		14/10/2019
CBPP3 (mm €)	260		↔		11/10/2019
EUR/USD	1,10		↔		14/10/2019

Europa • Cuadro macro






La producción industrial cayó en agosto. Alemania acumula un 4% en el año y Francia e Italia un -1,4% y un -1,9% respectivamente. Destaca positivamente que aumentaron las operaciones de crédito un 5%. El índice global de sentimiento empresarial (PMI) compuesto cayó al 50,1 afectado por la parte manufacturera, que presentó un dato que indicaría contracción económica (45,7).

Indicadores macroeconómicos





Indicadores adelantados

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SA	0,2	0,4	↔		30/06/2019
ISM Manu	45,7	47,0	↗		30/09/2019
ISM No Manu	51,6	53,5	↗		30/09/2019
PMI Compuesto	50,1	51,9	↗		30/09/2019
Citi surprise Index	-75	-78,1	↔		6:00:00





Actividad

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0,3	-0,5	↔		31/08/2019
PMI vental al por menor	51,8	51,7	↔		30/06/2018
Confianza consumidor	-6,5	-7,1	↔		30/09/2019
Producción Industrial y/y%	-2,8	-2,1	↔		31/08/2019
Indicador de Senti.Económic	102	103,1	↔		30/09/2019





M.Trabajo

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	7,4	7,5	↔		31/08/2019
Parados (millones)	12,2	12,3	↔		31/08/2019
Empleo q/q% SWDA	0,2	0,4	↔		30/06/2019
Costes Laborales (Q) y/y%	2,7	2,5	↔		30/06/2019





Precios

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	0,9		↔		30/09/2019
IPC core	1,0	0,9	↔		30/09/2019
Breakeven 5yr/5yr	1,18		↔		14/10/2019
10yr Breaven Germany	1,13		↔		14/10/2019

Inversión

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	3,8	3,9	↔		30/09/2019
PMI Construcción	50,5	49,1	↗		30/09/2019
Confianza Industria	-8,8	-6	↔		30/09/2019
Utilización Capacidad Inst.	81,9	82,8	↔		30/09/2019

Otros

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial*	0		↔		12/09/2019
10y rate*	-0,5		↔		14/10/2019
CBPP3 (mm €)	260		↔		11/10/2019
EUR/USD	1,10		↔		14/10/2019

REUNIÓN DE BANCOS BENTRALES

- Banco Central Europeo 24/10/2019
- Reserva Federal 30/10/2019
- Banco del Japón 31/10/2019
- Banco de Inglaterra 07/11/2019

DATOS MACRO

	PIB	Inflación	PMI	Mdo. Laboral
EE.UU.	2019/10/30 13:30:00	2019/11/13 14:30:00	2019/10/24 15:45:00	2019/11/01 13:30:00
Zona Euro	2019/10/31 11:00:00	2019/10/16 11:00:00	2019/10/24 10:00:00	2019/10/31 11:00:00
Uk	2019/11/11 10:30:00	2019/10/16 10:30:00	2019/11/01 10:30:00	2019/10/15 10:30:00
Japón	2019/11/14 00:50:00	2019/10/18 01:30:00	2019/10/24 02:30:00	2019/11/01 00:30:00
China	2019/10/18 04:00:00	2019/10/15 03:30:00	2019/11/05 02:45:00	2019/10/18 04:00:00

CALENDARIO POLÍTICO

- 17/10/19 Consejo Europeo
- 31/10/19 Fecha prevista para la salida del Reino Unido de la UE

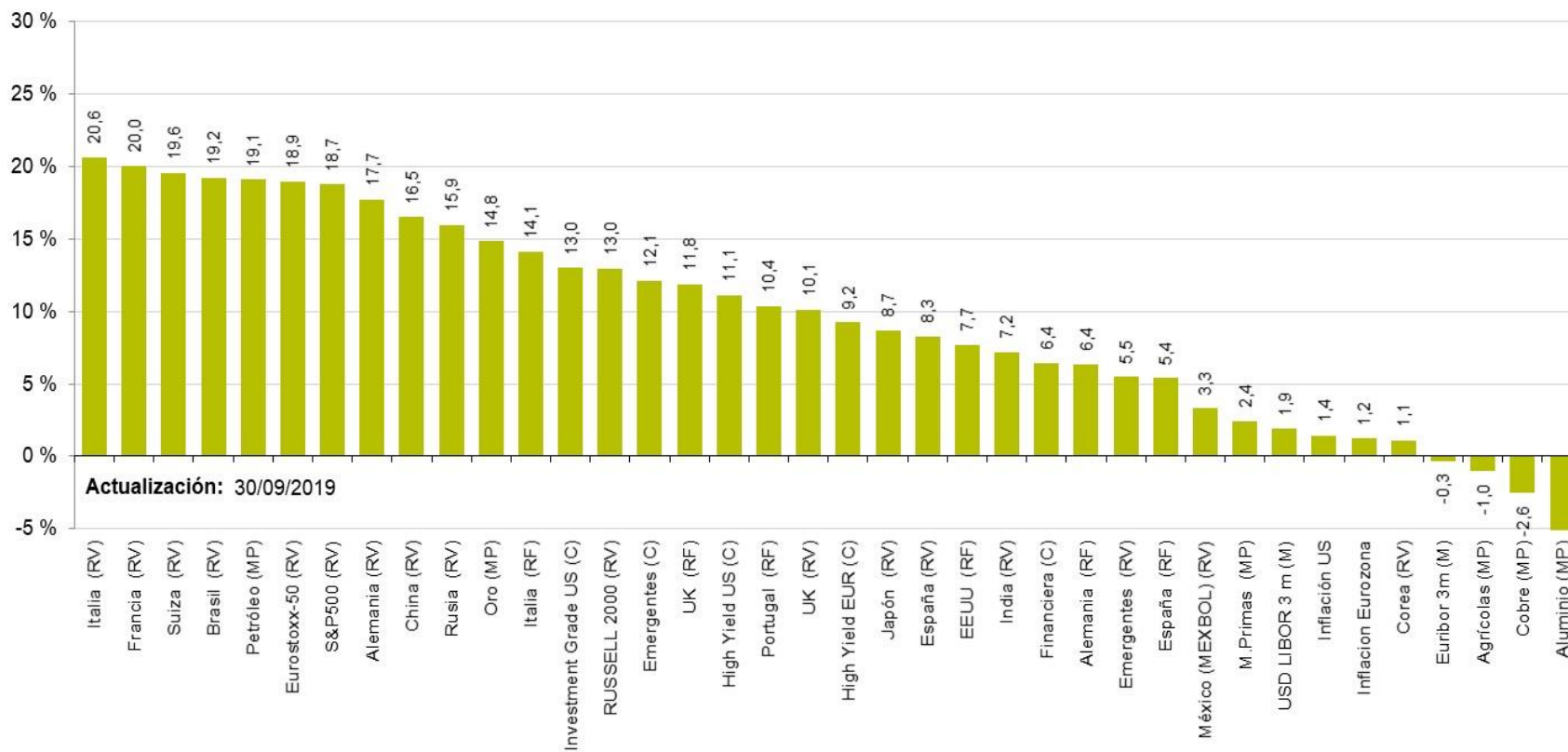
OTROS

- Guerra comercial: reinicio de conversaciones EE. UU. - China
- Evolución precio petróleo, tensiones con Irán

Resumen de rendimientos

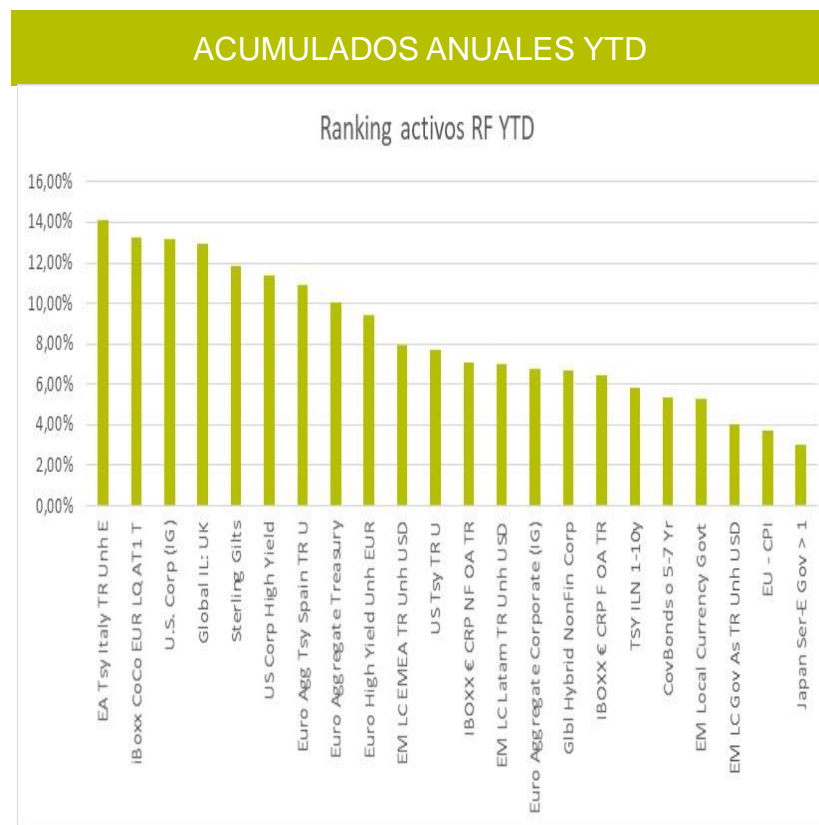
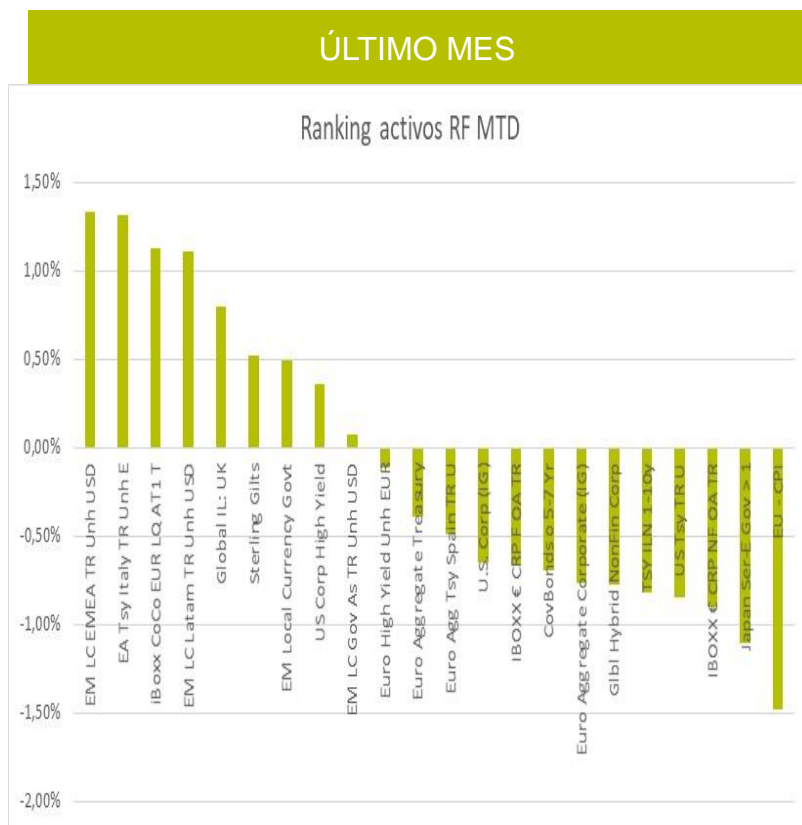
El **petróleo** queda rezagado a la quinta posición tras el buen comportamiento de la renta variable italiana, francesa y suiza, seguido de Brasil. El resto de materias primas mantienen la misma tónica, con el cobre y el aluminio a la cola de los rendimientos.

Ranking de activos YTD



Renta fija • Resumen de rendimientos

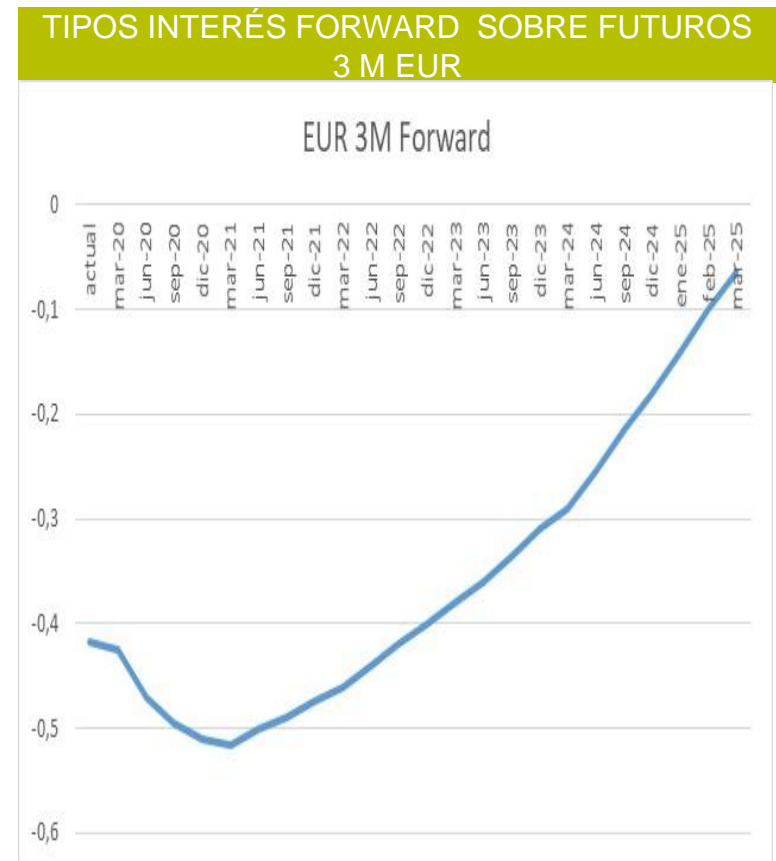
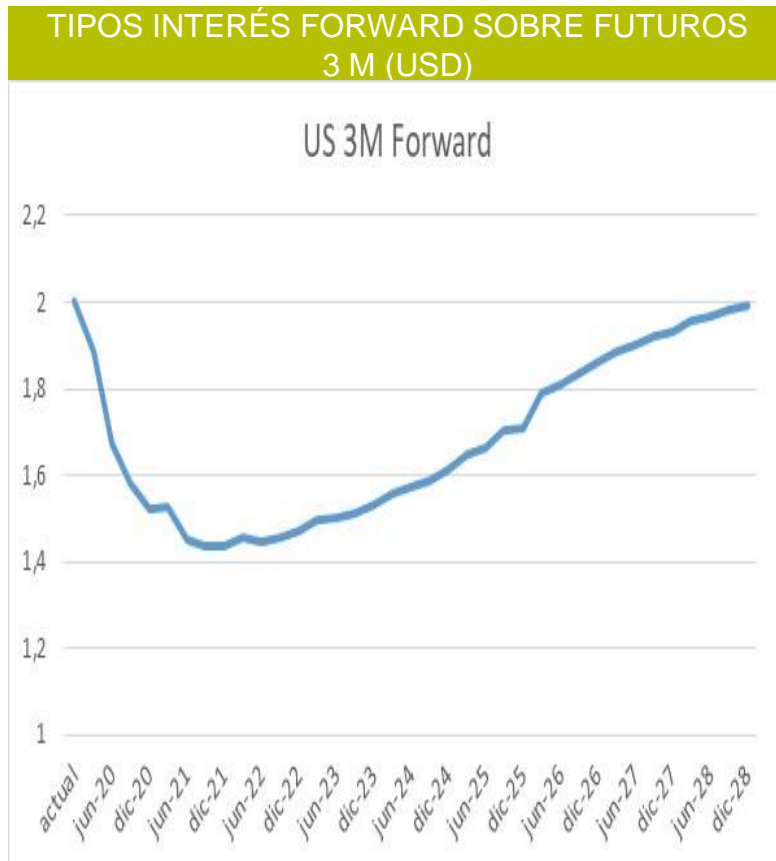
Las **dudas sobre el crecimiento económico** quedaron en un segundo plano al reanudarse las conversaciones comerciales entre EE. UU. y China, que terminaron en un acuerdo preliminar. El tono más conciliador sirvió de apoyo a la mejora del optimismo de los inversores que aumentan el apetito por los activos de mayor riesgo. Subió la rentabilidad de los bonos del gobierno *core* y se estrecharon los *spreads* de crédito de los bonos *high yield* y emergentes.



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Renta fija • Mercado monetario

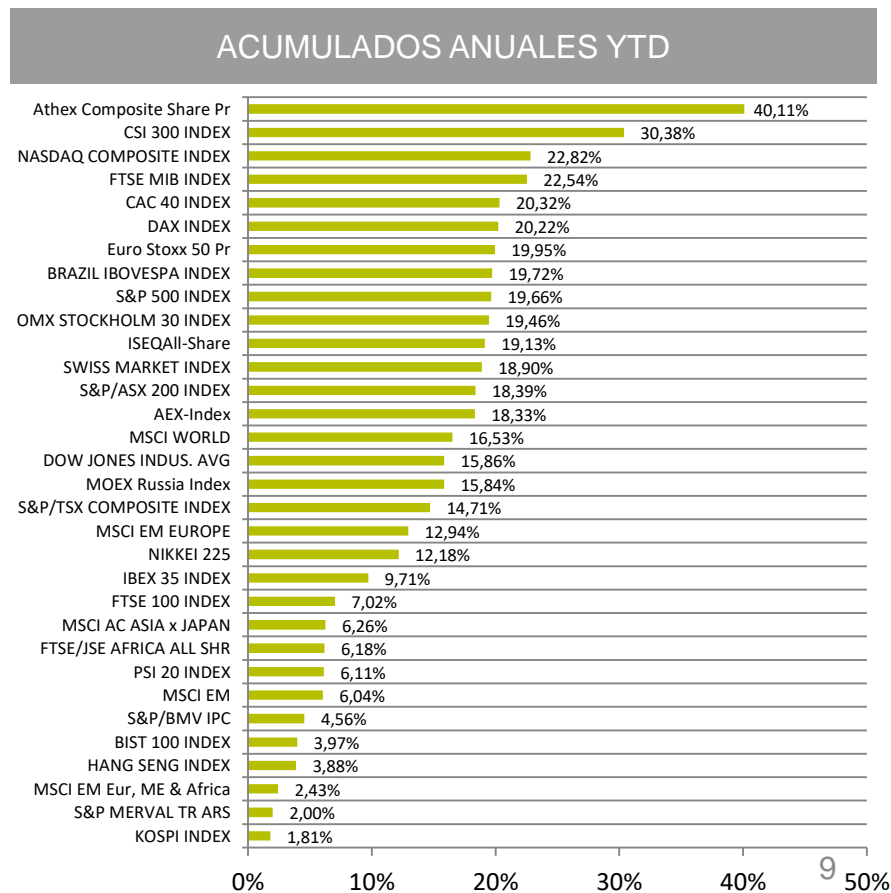
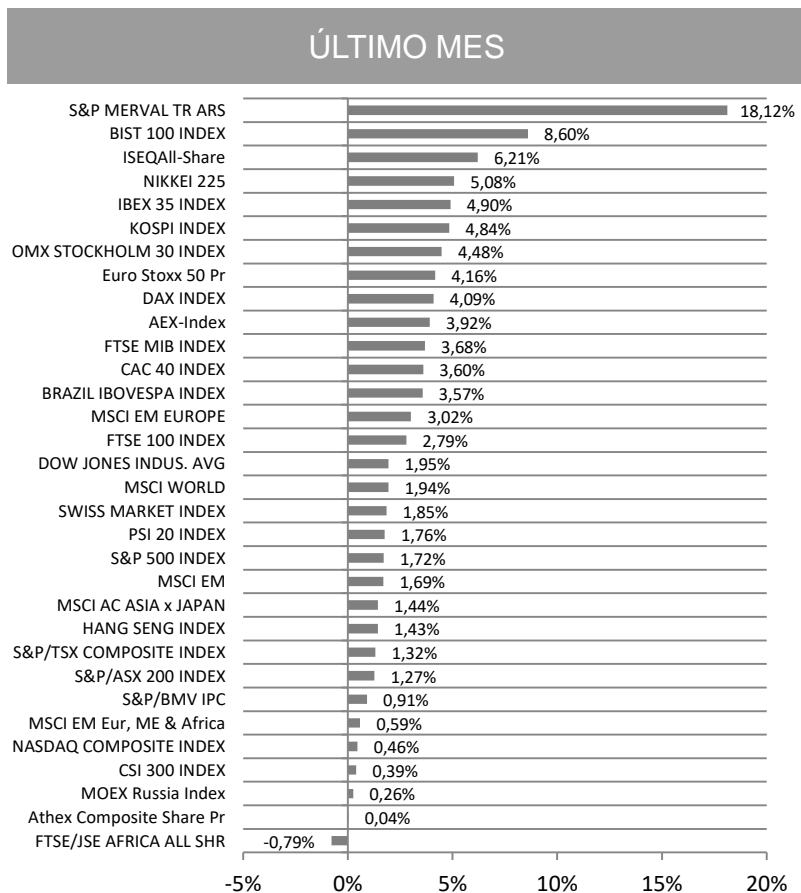
El corto plazo sigue anclado ante unos bancos centrales aplicando políticas expansivas. Siguiendo la cotización de los futuros a 3 meses, en Europa se descuenta que bajen los tipos cerca de 10pb en los próximos meses (lo que situaría el Euribor a 3 meses en el entorno del -0,5%) y en EEUU se espera una reducción de hasta un 0,5% hasta niveles del entorno del 1,5%.



Fuente: Bloomberg

Resumen de rendimientos

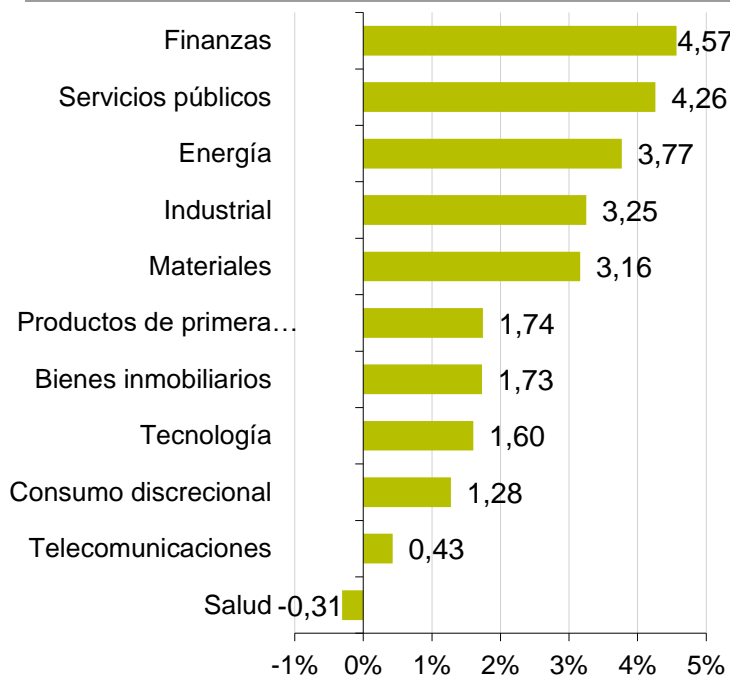
Septiembre se ha caracterizado por subidas notables en los principales índices bursátiles, aún siendo un mes de no muy buenas noticias (la Fed algo *hawkish*, la amenaza del *impeachment* a Trump y un estancamiento de la guerra comercial). El mal comportamiento de los mercados en agosto ha dado paso a un septiembre positivo, en el que casi la totalidad de los índices ha subido aproximadamente un +2%, para situarlos cerca del +20% en lo que va de año.



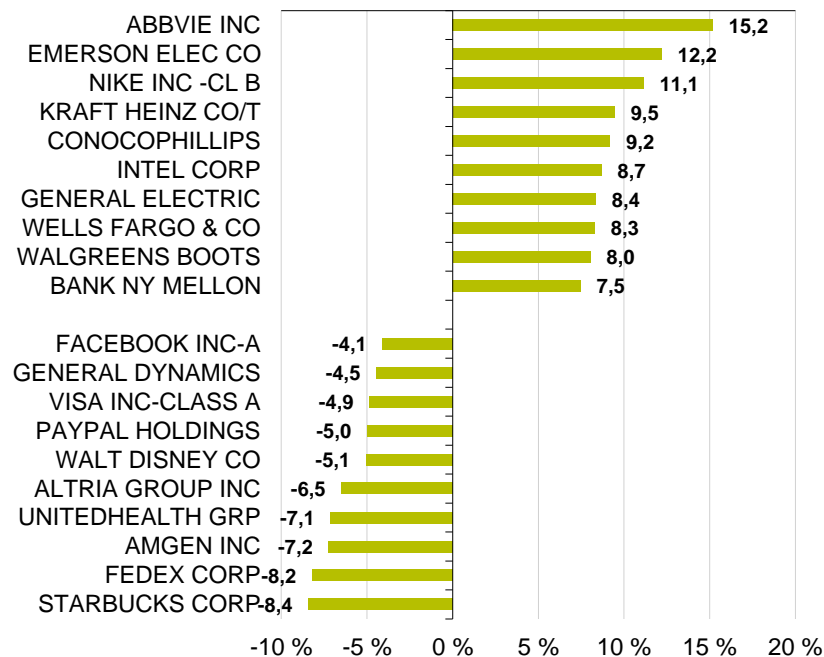
Estados Unidos

Después de un agosto difícil, el mercado se recuperó durante septiembre. El principal catalizador fue el renovado optimismo de que la guerra comercial podría finalizar. Trump despertó el optimismo al decir que China expresó su deseo de reanudar las negociaciones. Además, Trump pospuso los aumentos de tarifas programados como signo de buena voluntad. Sin embargo, no todas las acciones se recuperaron y hubo una rotación bastante significativa de los títulos *growth* hacia los *value*. Tanto el S&P 500 como el Nasdaq aumentaron la rentabilidad cercana al +20% que llevan ambos índices en el año, aportando un +1,72% y +0,46% respectivamente durante agosto.

RENDIMIENTO SECTORIAL EE. UU. (%)



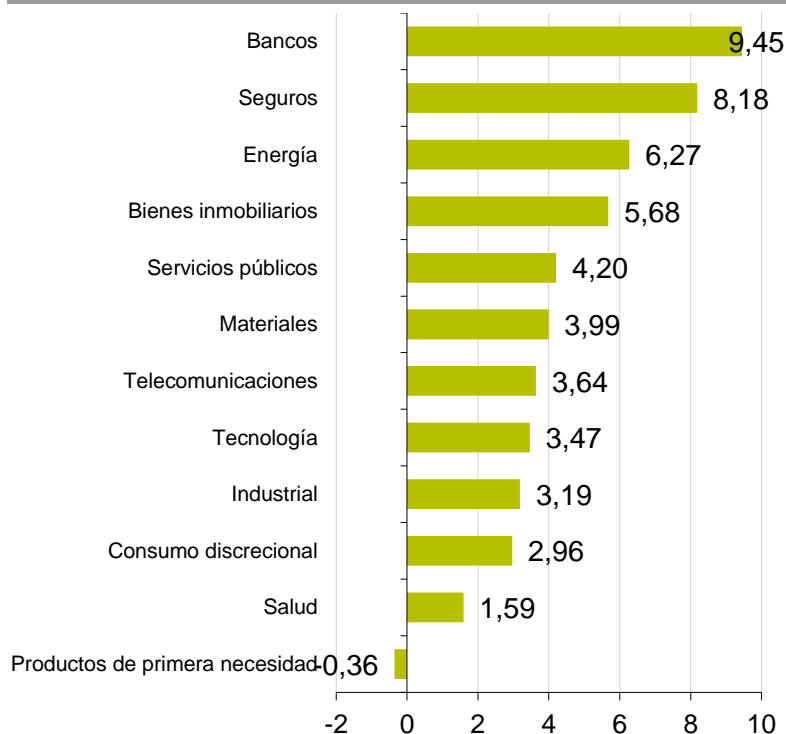
PRINCIPALES VARIACIONES DE TÍTULOS (%)



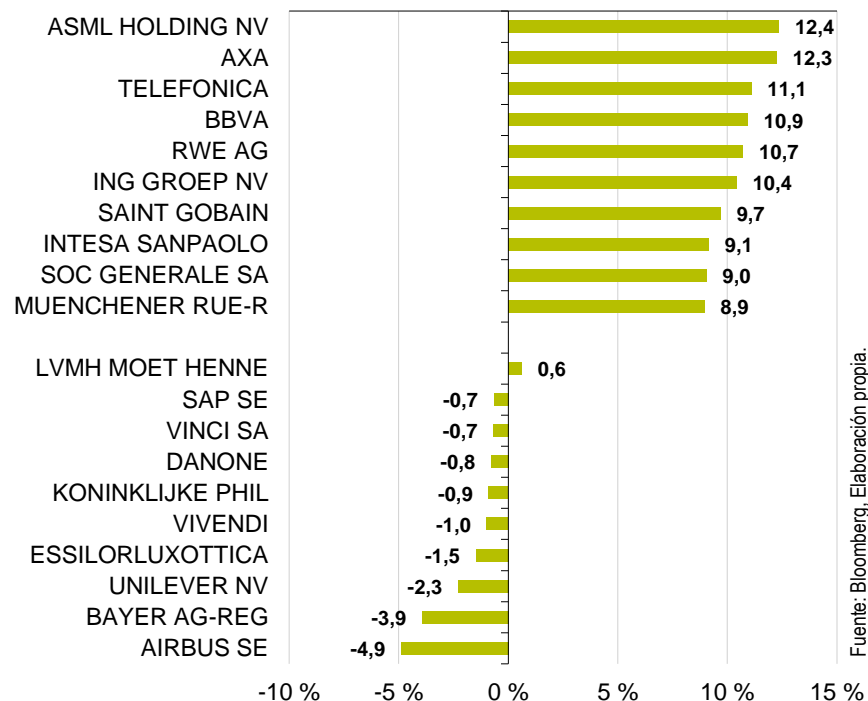
Europa

El comportamiento negativo que tuvieron los mercados durante agosto ha dado paso a un mes de septiembre muy positivo para las bolsas europeas. La renta variable ha subido más de un +4% durante el mes y ha colocado al Eurostoxx cerca del +20 % en lo que va de año. La entrada de flujos durante el mes ha sido muy fuerte, la mejor que se ha visto durante el año. Además, estas últimas entradas han venido acompañadas de apetito por el *value*, con la particularidad de que entra dinero en todo aquello que estaba absolutamente defenestrado.

RENDIMIENTO SECTORIAL UE (%)



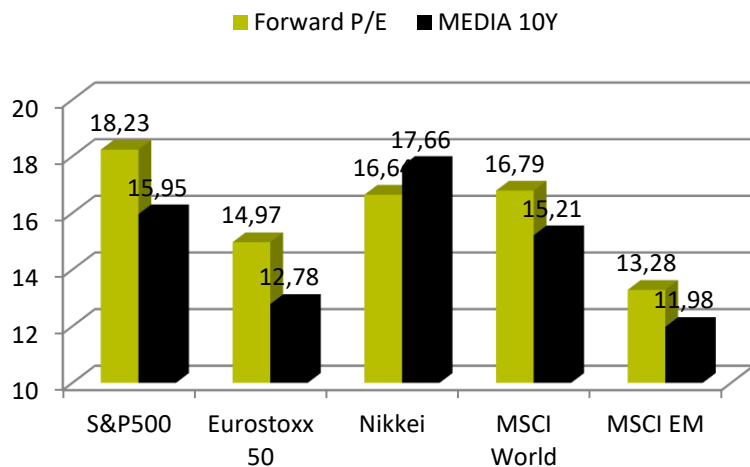
PRINCIPALES VARIACIONES DE TÍTULOS (%)



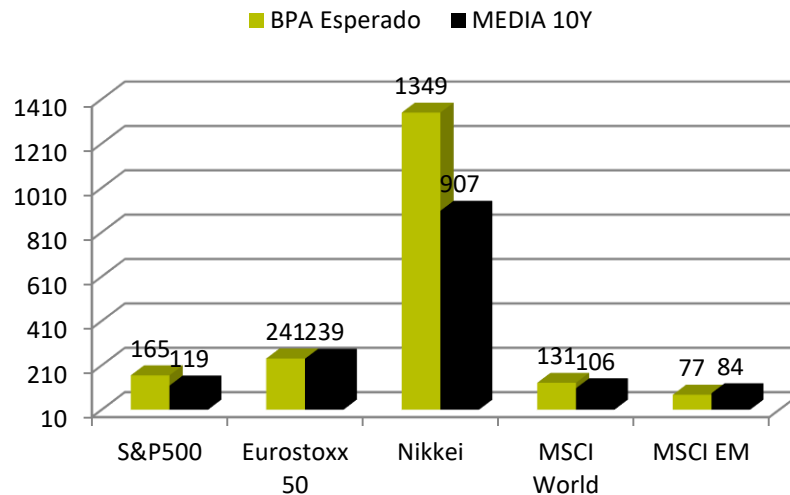
Valoraciones de la renta variable

- **Subida 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 18,2x 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 15x 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



BPA ESPERADO

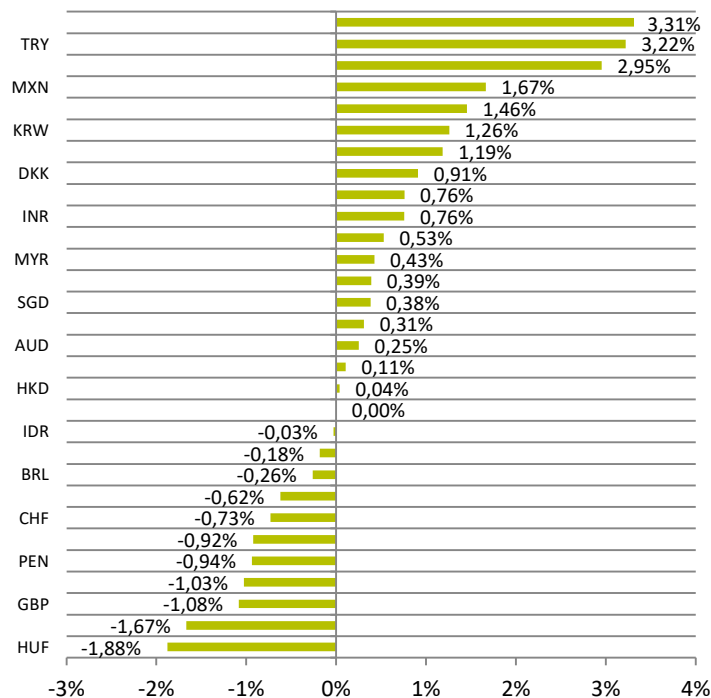


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

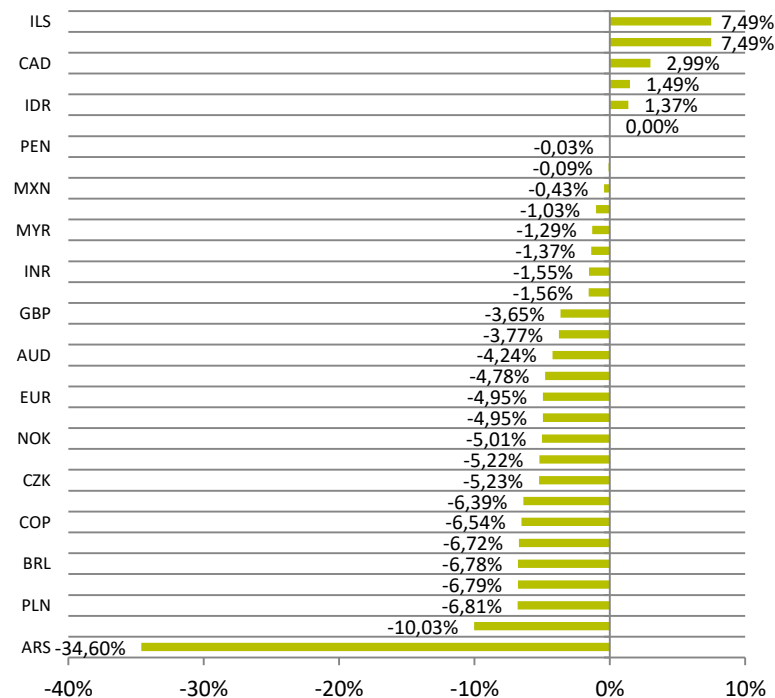
Mercados financieros • Divisas

El USD se hace más fuerte en relación al euro, que pierde un 4,95% desde inicio de año. El Dólar Canadiense y el Yen japonés son, de las principales divisas, las que superan al dólar. En los mercados emergentes el rublo se ha apreciado en el año un 7,49% vs el dólar estadounidense, mientras que el Peso Argentino cae un 34,6% afectado por la incertidumbre política en Argentina.

ÚLTIMO MES



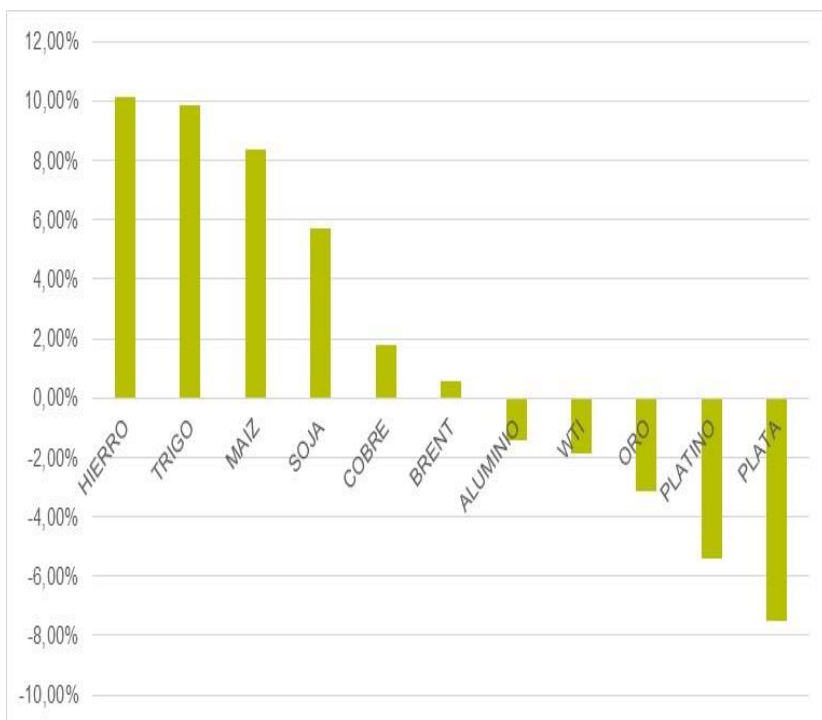
AÑO 2019 (PRINCIPALES DIVISAS VS USD)



Mercados financieros • Materias primas

Buen comportamiento del mercado de materias primas en general con el índice Bloomberg Commodity Index subiendo un +1,17%. Destacó el sector de agricultura que presentó buenas rentabilidades en el Trigo, Maíz y Soja. El petróleo se mantuvo en el rango bajo de cotización de los últimos meses.

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).

