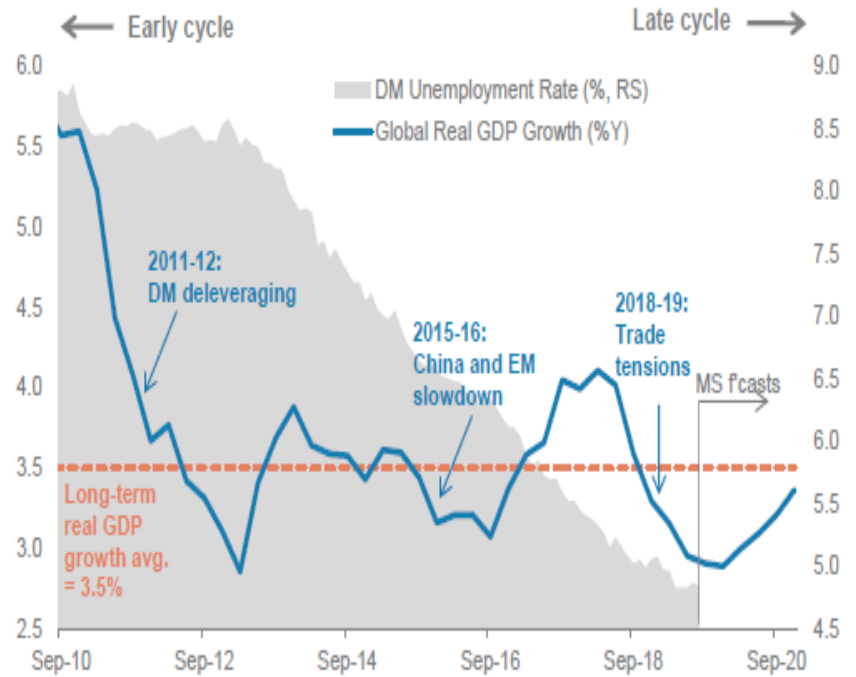




Another mini-cycle recovery in the context of a late-cycle expansion



Actualización mensual de estrategia



Research

Crédit Andorrà Financial Group

Entorno económico

- **Moderación en cuanto a las tensiones entre Estados Unidos y China**, con la fase 1 del acuerdo en el horizonte aunque el apoyo de EE. UU. a Hong Kong podría afectar negativamente.
- Mayor tranquilidad con el **Brexit a la espera del resultado de las elecciones** pero con el partido de Boris Johnson tomando la delantera. La libra se ha apreciado en los últimos 4 meses un 8% respecto al euro y se encuentra cotizando cerca de la zona de máximos del último año.
- **Se suceden protestas en LatAm (Chile, Bolivia, Colombia) y Hong Kong.**

Macro y bancos centrales

- **Ligera recuperación de los indicadores de confianza manufactureros aunque por debajo del nivel que se considera que adelanta expansión económica.** El PIB de Alemania creció un 0,1% intertrimestral en el 3T (0,5% interanual) y evita la recesión técnica con este repunte. En China peores datos de PMI y del PIB.
- Las últimas actas publicadas por la **FED muestran** cómo sus miembros **ven adecuada la actual política monetaria** en el entorno económico aunque piensan que los riesgos permanecen a la baja. En el BCE su **consejo de gobierno está más preocupado por evitar la división interna que por atacar la persistente baja inflación.** Lagarde en su primera comparecencia como gobernadora insiste en que Europa necesita una mezcla de políticas, haciendo hincapié en la fiscal como clave.

Mercados de Renta Fija (FICC)






- **Tipos a corto plazo.** El corto plazo sigue anclado ante unos bancos centrales aplicando políticas expansivas. En EE. UU. se siguen esperando bajadas de tipos durante el año que viene de unos 50 pb. En la zona euro se revierte la tendencia a la baja como se puede observar en el gráfico.
- **Los tipos se mantienen estables por encima de los niveles mínimos de agosto.** El avance en las negociaciones entre EE. UU. y China y un mensaje más optimista sobre un potencial acuerdo del Brexit apoyó la venta de los bonos del gobierno, con el consiguiente aumento de la TIR. Desde el 30 de agosto el Bund alemán a 10 años ha aumentado su TIR en 35 pb, hasta situarse en el -0,35% actual, y el Treasury al mismo plazo también aumentó su rentabilidad en 25 pb, situándose en el 1,75% actual. **Siguen las operaciones de carry trade en periféricos con entradas de domésticos ante repuntes de spreads.** Alerta de Bruselas a Francia, España e Italia sobre los altos niveles de deuda que mantienen.
- **Después de la tendencia de flattening, la curva ha empezado a coger pendiente ante unos bancos centrales más pausados.** Se mantiene la convergencia de tipos entre EE. UU. y la zona euro.
- Mayor diferencial en los bonos High Yield que en los Investment Grade entre EUR y USD. Tanto **los bonos High Yield como los Investment Grade se mantienen en la zona de mínimos.** El ratio de *downgrades* vs *upgrades* que llegó al máximo en el 2016 (4x) ha empezado a subir de nuevo hasta niveles de 2x
- La renta fija global han seguido **atrayendo flujos de capital en el último mes**, con salidas puntuales de los bonos High Yield en euros pero con entradas en los bonos emergentes ante mayor posibilidad de *easing* de sus bancos centrales y donde se espera récord de nuevas emisiones en 2020.
- **El USD se ha apreciado vs el euro un 3,5%** desde inicio de año. El dólar canadiense y el peso mexicano son, de las principales divisas, las que superan al dólar. En los mercados emergentes destaca el rublo (+9,13%)
- **El petróleo se mantuvo en el rango bajo de cotización de los últimos meses afectados por el no-acuerdo de reducción de la producción de los principales países productores.**

EE. UU. - Cuadro macro





La última publicación del ISM refleja una mejora de los datos de confianza tanto del sector manufacturero, aunque todavía presenta niveles por debajo de 50, como del no-manufacturero. La inflación subió una décima hasta el 1,8% pero aún en un contexto de escasas tensiones inflacionistas.

Indicadores macroeconómicos


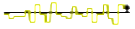


Indicadores adelantados

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SAAR	1,9	2,0	➔		30/09/2019
ISM Manu	48,3	47,8	➔		31/10/2019
ISM No Manu	54,7	52,6	➔		31/10/2019
PMI Compuesto	50,9	51,0	➔		31/10/2019
Citi surprise Index	-1,1	-1,1	➔		20/11/2019






M.Trabajo

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	3,6	3,5	➔		31/10/2019
Asalariados	128	180	➔		31/10/2019
Peticiones desempleo (w)	225	221	➔		09/11/2019
Tasa de participación	63,3	63,2	➔		31/10/2019





Inversión

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
CAPEX Fed m/m%	-0,6	-1,1	➔		31/10/2019
Pedidos duraderos m/m%	-1,2	0,2	➔		30/09/2019
Iniciación de viviendas	1314	1266	➔		31/10/2019
Ventas de nuevas viviendas m/m%	-0,7	6,2	➔		30/09/2019





Actividad

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0,3	-0,3	➔		31/10/2019
P.Industrial m/m%	-0,8	-0,3	➔		31/10/2019
Confianza consumidor M	95,7	95,5	➔		30/11/2019
Confianza consumidor B	126	126,3	➔		31/10/2019
Confianza PyMES	102	101,8	➔		31/10/2019

Precios

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	1,8	1,7	➔		31/10/2019
IPC core	2,3	2,4	➔		31/10/2019
PCE	1,3	1,4	➔		30/09/2019
PCE core	1,7	1,8	➔		30/09/2019



























Otros

	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial	1,75		➔		21-nov.-19
10y rate	1,74		➔		21-nov.-19
Salario a la hora y/y	3	3,0	➔		31/10/2019
Subida esperada salario PyMES	22	18	➔		31/10/2019

Europa - Cuadro macro

El PIB de Alemania creció un 0,1% intertrimestral en el 3T (0,5% interanual) y evita la recesión técnica con este repunte respecto al crecimiento negativo en el 2T (-0,2% intertrimestral). Se publicó la producción industrial en la eurozona, que mostró una caída del 1,7% interanual y por la parte positiva una ligera recuperación del ISM manufacturero hasta niveles del 45,9.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q% SA	0,2	0,2	↔		30/09/2019	Ventas al por menor m/m%	0,1	0,6	↔		30/09/2019
ISM Manu	45,9	45,7	↗		31/10/2019	PMI vental al por menor	51,8	51,7	↔		30/06/2018
ISM No Manu	52,2	51,6	↗		31/10/2019	Confianza consumidor	-7,6	-6,5	↔		31/10/2019
PMI Compuesto	50,6	50,1	↗		31/10/2019	Producción Industrial y/y%	-1,7	-2,8	↔		30/09/2019
Citi surprise Index	-15,9	-15,9	↔		20/11/2019	Indicador de Senti.Económico	101	101,7	↔		31/10/2019
M.Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Precios	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	7,5	7,5	↔		30/09/2019	IPC	0,7		↔		31/10/2019
Parados (millones)	12,3	12,3	↔		30/09/2019	IPC core	1,1	1,0	↔		31/10/2019
Empleo q/q% SWDA	0,1	0,2	↔		30/09/2019	Breakeven 5yr/5yr	1,21		↔		21/11/2019
Costes Laborales (Q) y/y%	2,7	2,5	↔		30/06/2019	10yr Breaven Germany	1,16		↔		21/11/2019
Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha	Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	4,7	3,4	↔		31/10/2019	Tipo oficial*	0		↔		24/10/2019
PMI Construcción	50,7	50,5	↗		31/10/2019	10y rate*	-0,3		↔		21/11/2019
Confianza Industria	-9,5	-9	↔		31/10/2019	CBPP3 (mm €)	263		↔		15/11/2019
Utilización Capacidad Inst.	81,2	82,0	↔		31/12/2019	EUR/USD	1,11		↔		21/11/2019

Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Próximas fechas clave: atención a...

Reunión Bancos Centrales

- Reunión del BCE: 12/12/2019
- Reunión de la Reserva Federal: 11/12/2019
- Reunión del Banco del Japón: 19/12/2019
- Reunión del Banco de Inglaterra: 19/12/2019

Datos Macro:

	PIB	Inflación	PMI	Mdo. Laboral
EE.UU.	2019/12/20 14:30:00	2019/12/11 14:30:00	2019/12/04 15:45:00	2019/12/06 14:30:00
Zona Euro	2019/12/05 11:00:00	2019/12/18 11:00:00	2019/12/04 10:00:00	2019/11/29 11:00:00
Uk	2019/12/20 10:30:00	2019/12/18 10:30:00	2019/12/02 10:30:00	2019/12/17 10:30:00
Japón	2019/12/09 00:50:00	2019/12/20 00:30:00	2019/12/04 01:30:00	2019/11/29 00:30:00
China	-	2019/12/10 02:30:00	2019/12/04 02:45:00	2019/12/16 03:00:00

Calendario Político

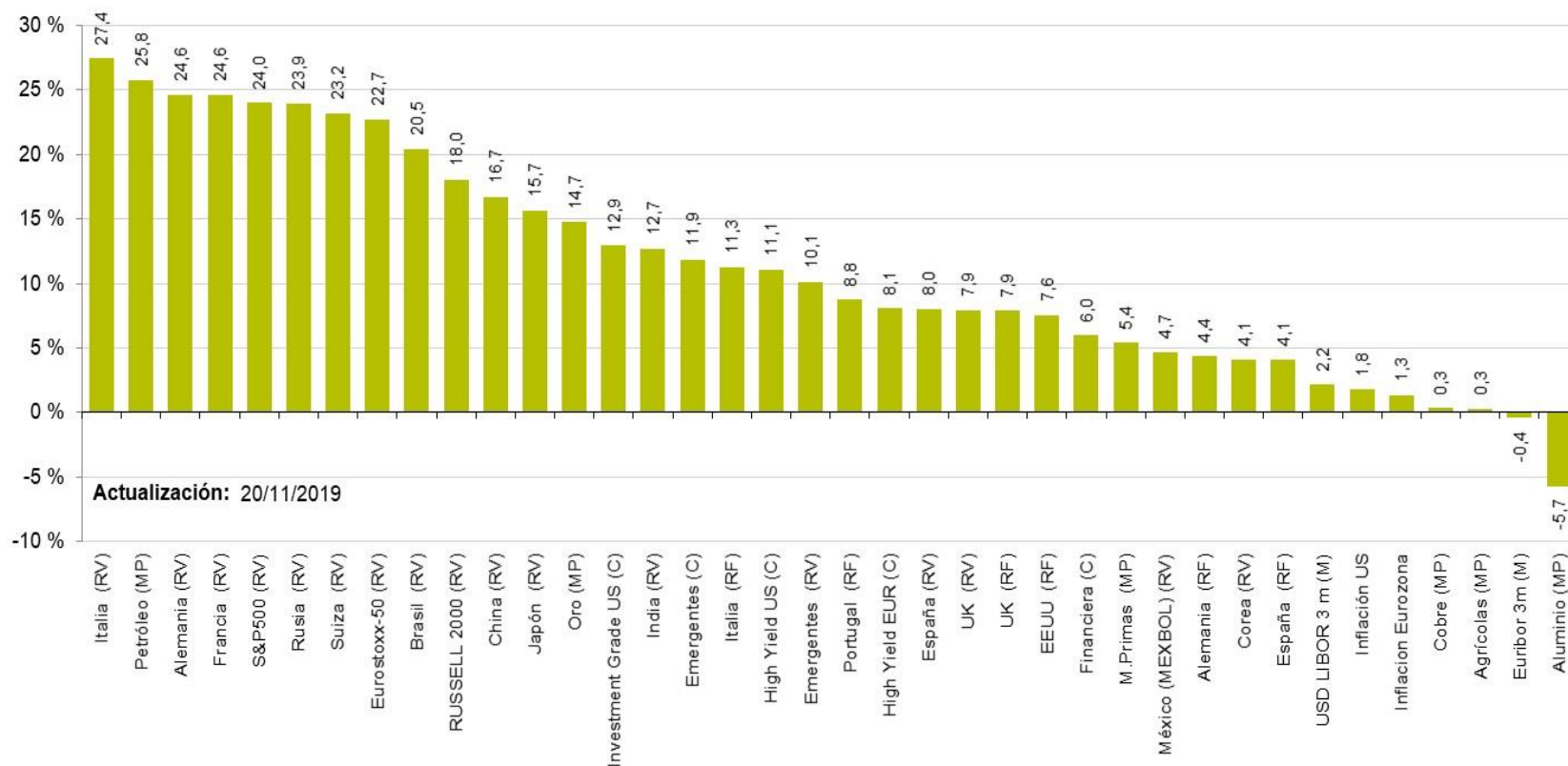
- 12/12/2019, Elecciones en UK.

Otros

- Expectativa de que se firme la fase 1 del acuerdo comercial entre EEUU y China.
- Evolución precio petróleo, tensiones con Irán, inestabilidad con revueltas en Chile, Bolivia, Colombia.

Continúa el escenario de *risk-on* con la mayoría de las bosas registrando ganancias. El petróleo y el oro mantienen el buen rendimiento, aunque el oro ha caído ligeramente este mes de noviembre. Por el lado negativo, seguimos viendo comportamiento nulo e incluso negativo en productos agrícolas y aluminio.

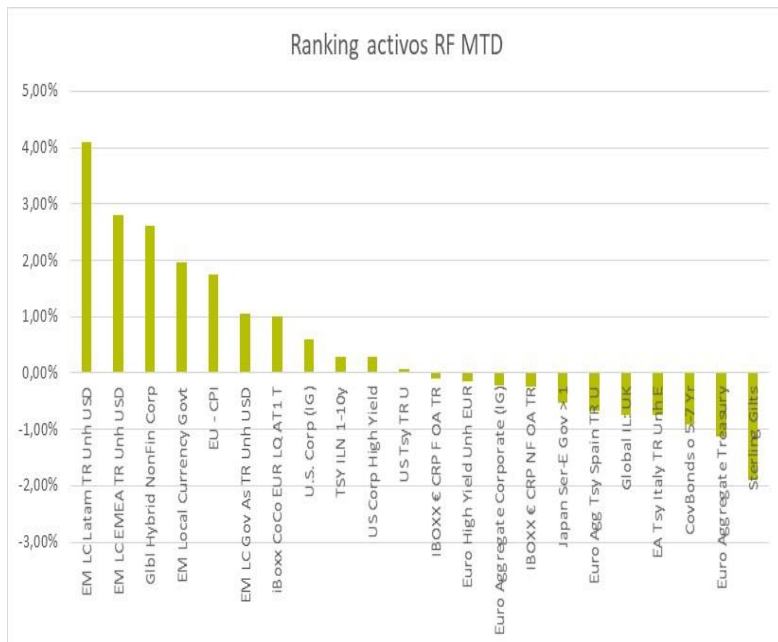
Ranking de activos YTD



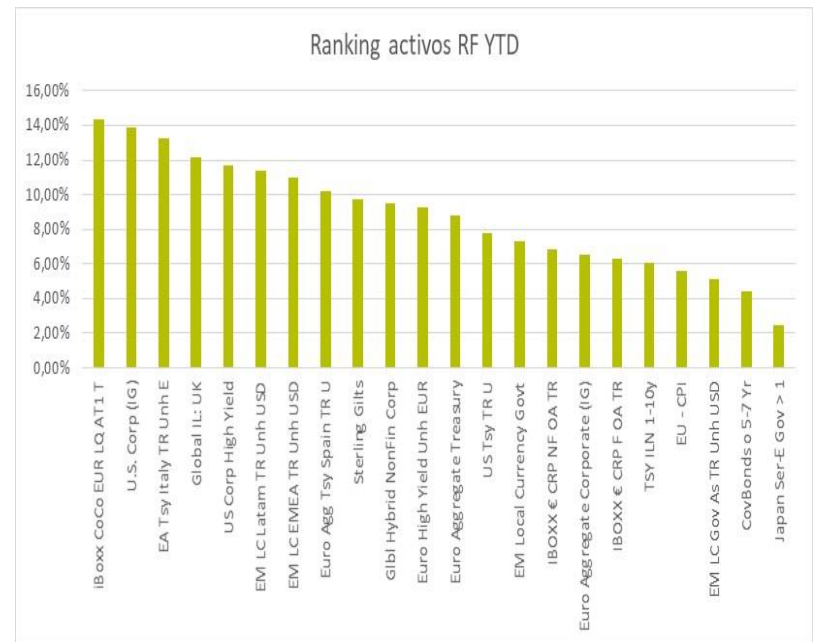
Renta fija - Resumen de rendimientos

El sentimiento inversor se recupera aunque con cautela apoyados en los estímulos monetarios acomodaticios implementados por la FED y el BCE, e influenciados por las noticias sobre las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, la publicación de datos macro y las protestas sociales en algunos países (Hong Kong, Chile, Bolivia, etc.). Subió la rentabilidad de los bonos del gobierno *core* y se estrecharon los *spreads* de crédito de los bonos en general, especialmente los bonos emergentes, que obtuvieron ganancias de rentabilidad.

Último mes



Acumulados anuales YTD

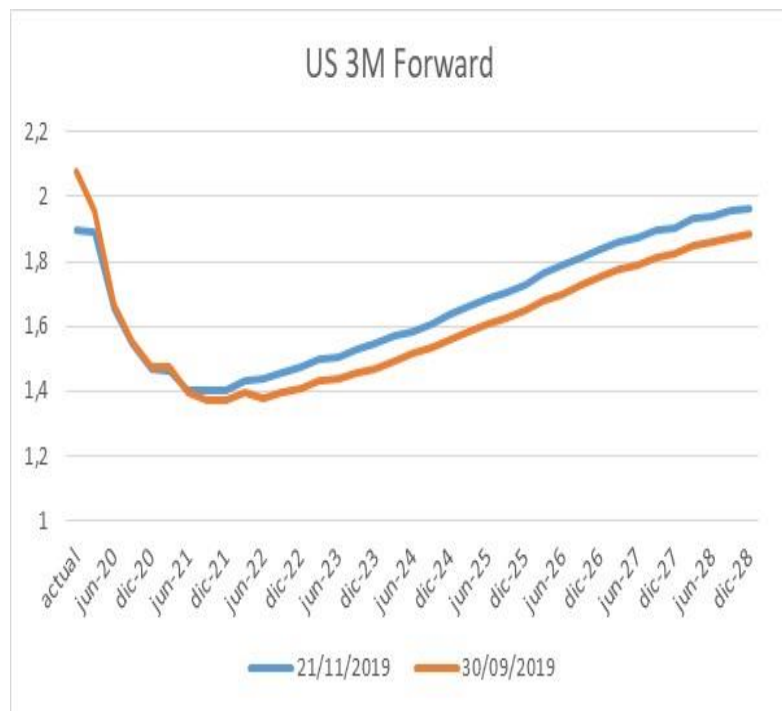


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

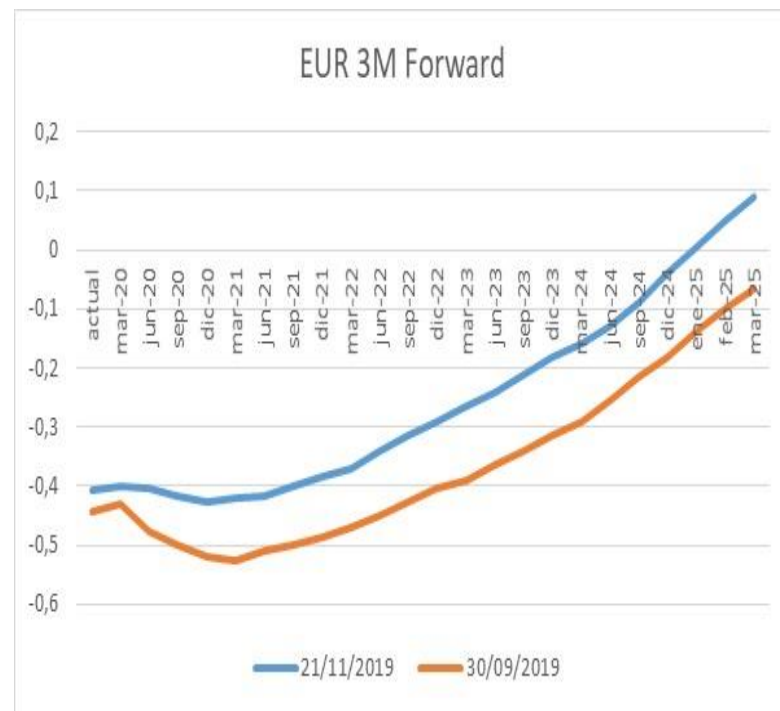
Renta fija – Mercado monetario

El corto plazo sigue anclado ante unos bancos centrales aplicando políticas expansivas. En EE. UU. se siguen esperando bajadas de tipos durante el año que viene de unos 50 pb. En la zona euro se revierte la tendencia a la baja como se puede observar en el gráfico.

Tipos de interés Forward sobre futuros 3 M (USD)



Tipos de interés Forward sobre futuros 3 M EUR

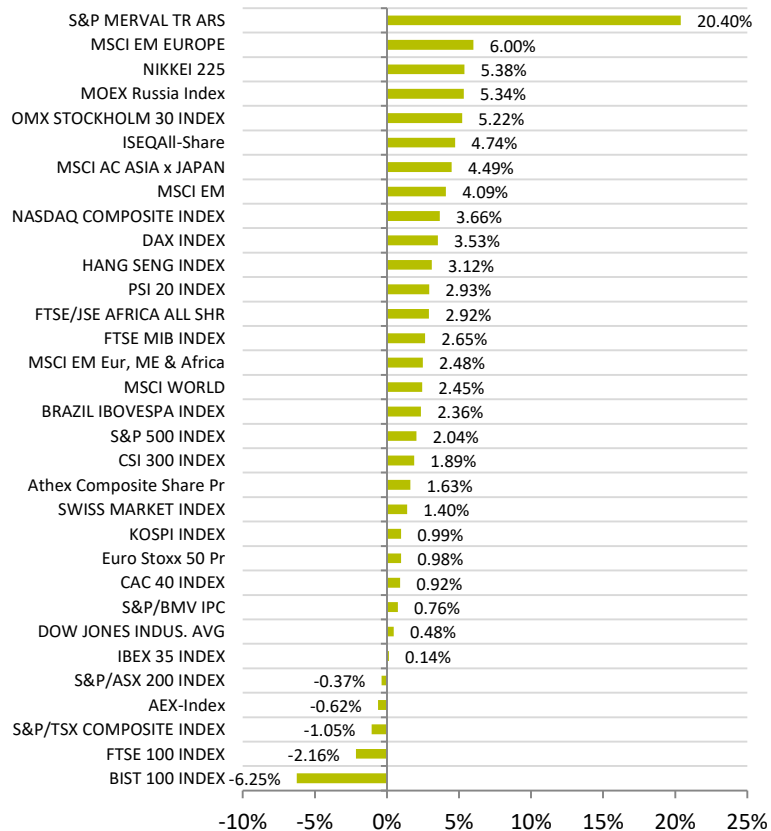


Fuente: Bloomberg

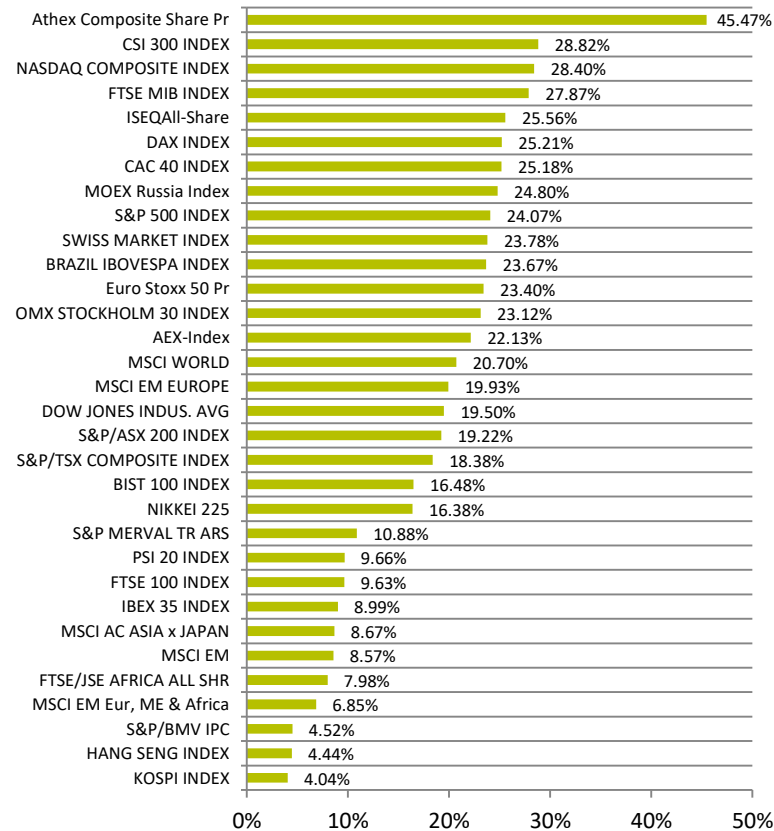
Resumen de rendimientos

Siguiendo la tónica de septiembre, los inversores están comprando bolsa a poco que tengan una buena noticia, como puede ser que el Brexit se retrasa o simplemente que la Fed volverá a actuar, y no dan la suficiente importancia a unos datos macro cada vez más débiles. Esto ha hecho que los principales índices mundiales hayan subido notablemente durante octubre, consolidando así las rentabilidades superiores al +20% acumuladas durante el año.

Último mes



Acumulados anuales YTD

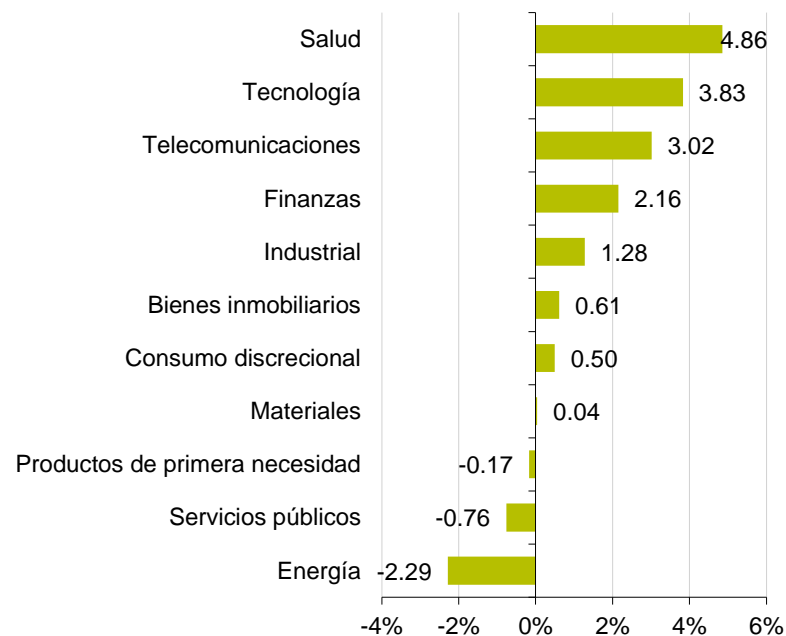


Estados Unidos

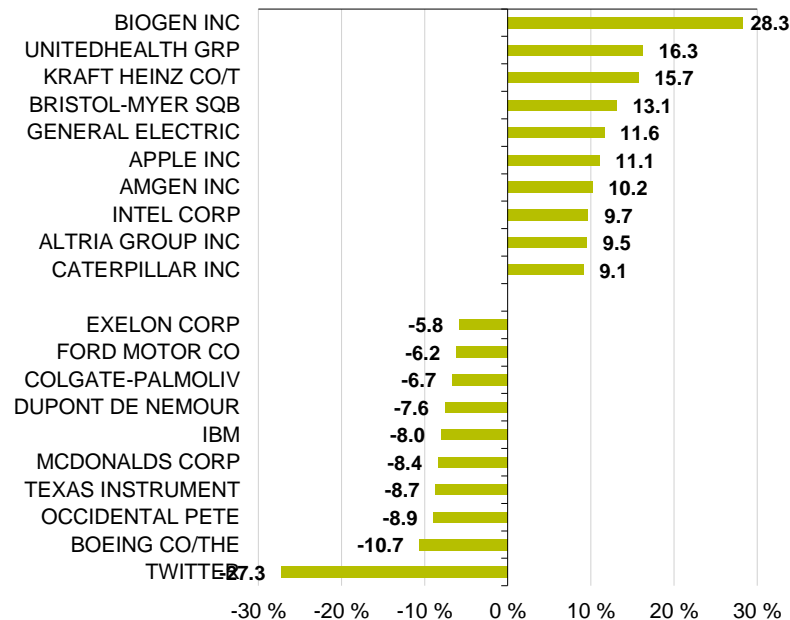
Octubre comenzó con algunos datos económicos débiles sobre Estados Unidos. En particular, el ISM Manufacturing Index de septiembre llegó a su nivel más bajo en diez años. Sin embargo, el mercado se recuperó rápidamente impulsado por fuertes reportes trimestrales de compañías como Apple, Microsoft, Facebook e Intel. Además, el mercado se vio impulsado por el progreso en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China.

Los sectores cíclicos como el financiero, energía, industrial y materiales, fueron particularmente fuertes. El S&P 500 subió un +2% durante octubre y el Nasdaq aportó un +3,66% durante el mes.

Principales variaciones de títulos (%)



Rendimiento sectorial EE. UU. (%)

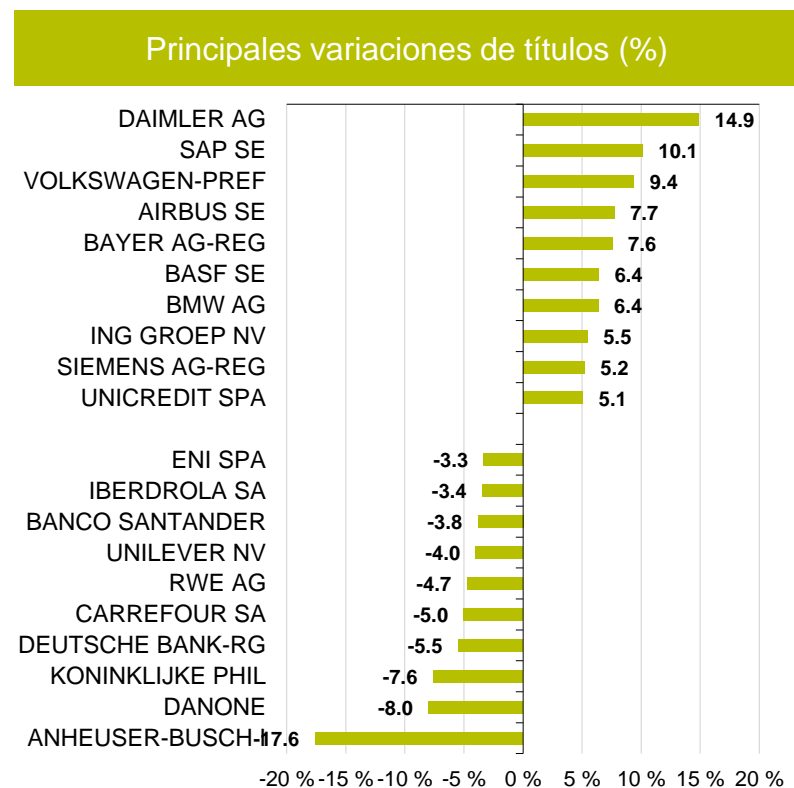
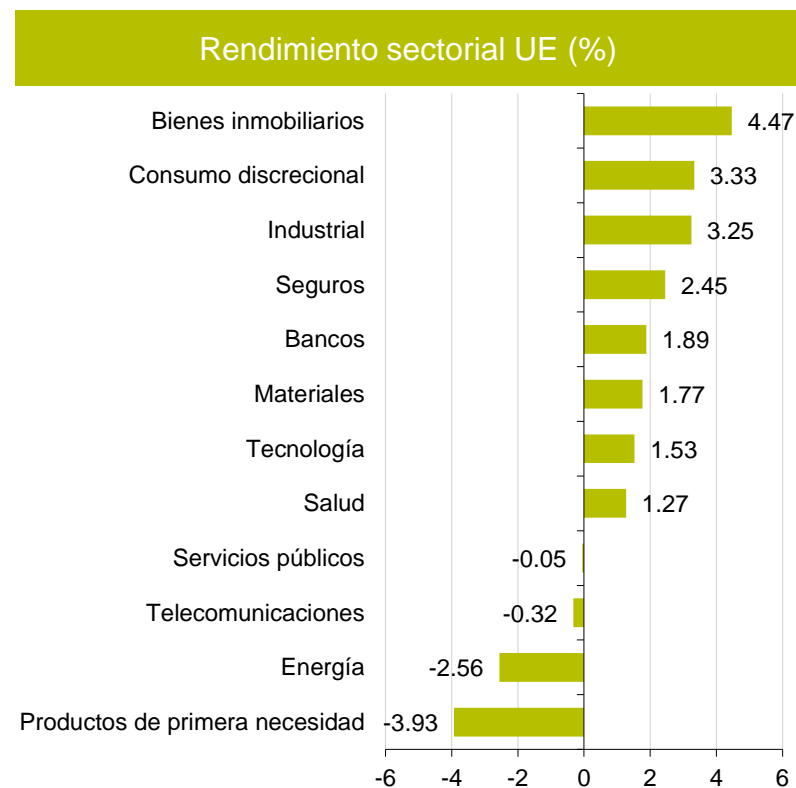


Fuente: Bloomberg, Elaboración Propia.

Europa

Los principales índices europeos han tenido un buen comportamiento durante octubre y han añadido otro +1% de rentabilidad al más del +23% que llevan acumulado durante el año. Además, parece que el tirón del *value* visto el mes pasado fue solo un espejismo y que durante octubre se ha vuelto a las andadas.

Cabe destacar el buen comportamiento del sector financiero, que ha seguido tirando, y de los sectores cíclicos en general.



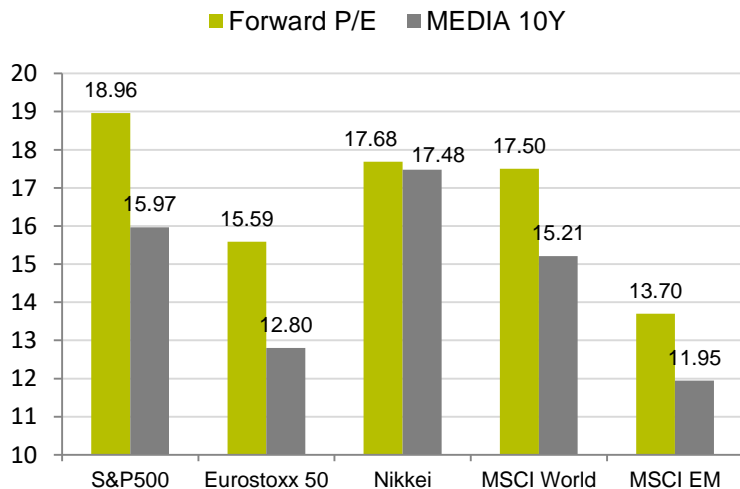
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

Valoraciones de la renta variable

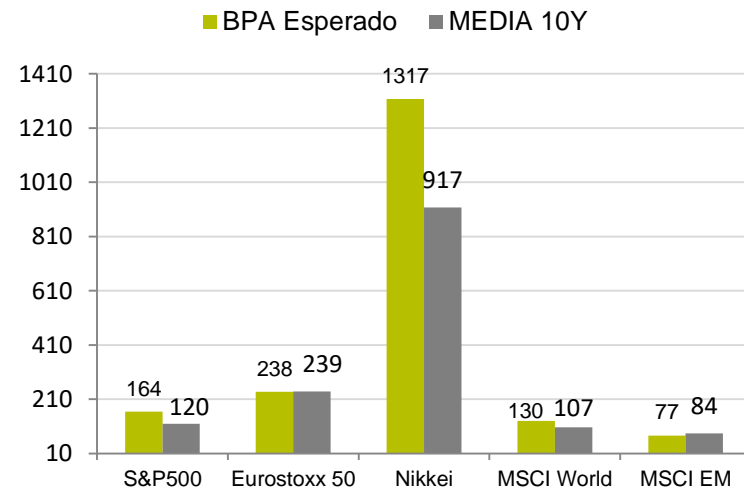
Subida de las valoraciones en lo que va de año; el S&P 500 ha visto como en muy poco tiempo su P/E Forward descendía a 13,5x para luego volver a subir y situarse en el 18,9x actual. El año pasado fue un año de bajada generalizada de las valoraciones de todos los índices, que se aproximaron a sus medias históricas, pero con los rebotes de este año vuelven a situarse por encima. El Eurostoxx 50 se encuentra en niveles de 15,6x 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

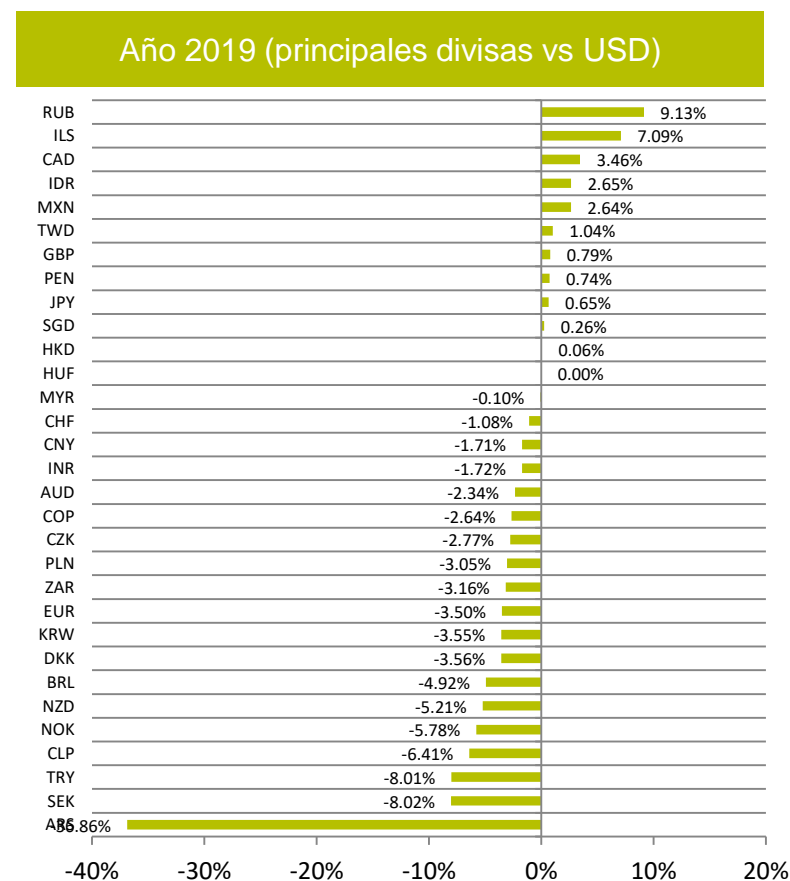
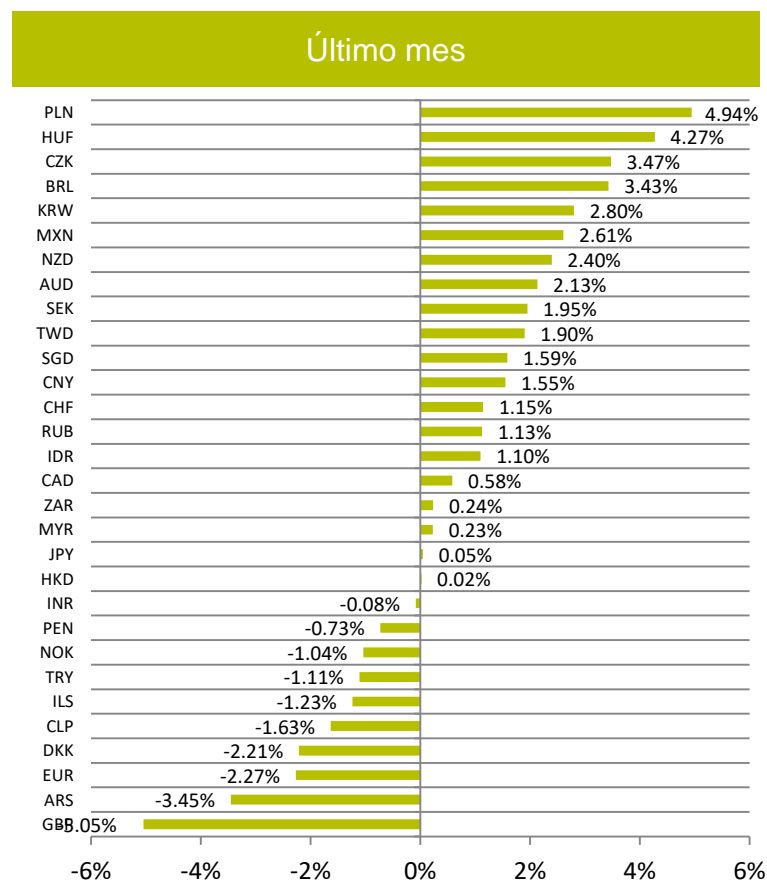


Fuente: Bloomberg, elaboración propia

Mercados financieros - Divisas

El USD se ha apreciado vs el euro un 3,5% desde inicio de año. El dólar canadiense y el peso mexicano son, de las principales divisas, las que superan al dólar.

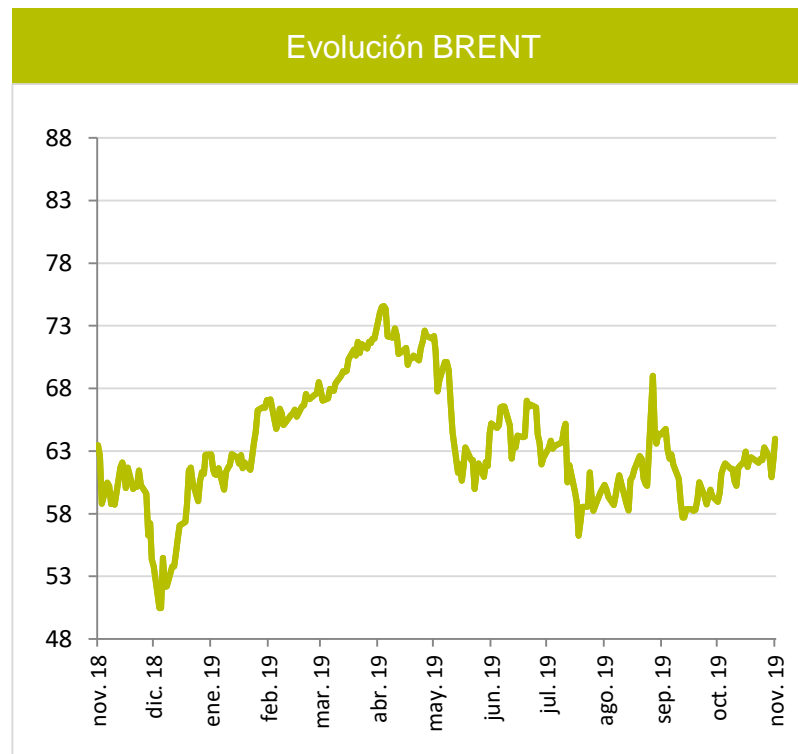
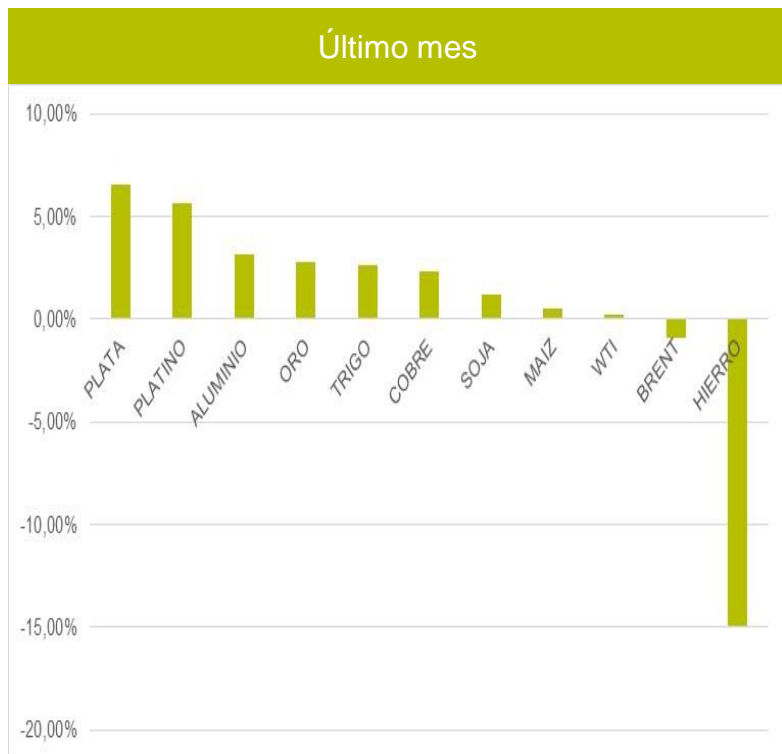
En los mercados emergentes el rublo se ha apreciado durante el año un 9,13% vs al dólar estadounidense, mientras que el peso argentino cae un 36,86% afectado por la incertidumbre política en el país andino.



Mercados financieros - Materias primas

El índice Bloomberg Commodity Index sube un 2,63%. En general los sectores de energía y metales presentan mejor rentabilidad que los de agricultura.

El petróleo se mantuvo en el rango bajo de cotización de los últimos meses afectado por el no-acuerdo de reducción de la producción de los principales países productores.



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 subscripción. 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).

