Creand©

Actualización mensual de estrategia

IM 08

Informe mensual

Agosto 2023

0. Resumen Ejecutivo

Entorno económico

- El **FMI** elevó su perspectiva para la economía mundial este año, estimando que los riesgos se han aliviado en los últimos meses, evitando una crisis bancaria a ambos lados del Atlántico y resolviendo el techo de deuda en EE.UU. Sitúa el crecimiento global en el 3%

- **EE.UU.:** se perciben signos de desinflación con la caída de los precios de los automóviles usados y la moderación de los alquileres. Los indicadores de confianza empeoran con el PMI compuesto bajando del 54,3 al nivel de 53,2. La encuesta trimestral de condiciones de financiación bancaria de la Fed muestra un nuevo endurecimiento en la concesión de préstamos.

- **Zona Euro**: descenso del IPC que pasa del 5,5 al 5,3 aunque la inflación subyacente se mantiene persistente en el 5,5%. En la composición del PIB del 2T de Zona Euro vemos que los países más sesgados a los servicios han crecido más (Francia +0,5%, España +0,4%) y un peor comportamiento de países más industriales (Italia -0,3%, Alemania +0%).

- **China**: El mercado manufacturero y de la vivienda de China continuó cayendo en julio, y el gobierno chino hizo nuevas promesas para apuntalar la recuperación de la economía. El mercado está a la espera de su concreción.

Bancos centrales

- La **FED** elevó las tasas hasta el 5,5%, el nivel más alto en 22 años. No presentó una guía futura para los tipos de interés y se irían valorando los datos en cada reunión con el objetivo que la inflación vuelva al 2%.

- El **BCE** subió 25 pb como se esperaba hasta niveles del 4,25%, al tiempo que enfatizó que las decisiones futuras son para garantizar que las tasas sigan siendo lo suficientemente restrictivas. Por primera vez Lagarde, abre la puerta a una pausa en septiembre o en futuras reuniones si los datos de inflación acompañan. A partir del 20 de septiembre dejará de remunerar las reservas mínimas que exige que la banca tenga depositadas en Fráncfort.

Mercados de renta fija (FICC)

- El índice de **condiciones de solvencia financiera** muestra signos de recuperación tanto en EE.UU. Como en la Zona Euro. Mientras, los **índices de volatilidad** de los principales activos repuntan desde mínimos a causa de la decisión de FITCH de bajar el rating de la deuda de EE.UU.

- **Fitch** rebaja un nivel el grado crediticio soberano de EE.UU. De AAA a AA+ (deterioro fiscal esperado en los próximos tres años y la erosión de la gobernanza en relación al "Debt Ceiling"). Destacamos el **repunte del bono japonés tras la flexibilización en la política de control de curva** por parte del BoJ. La rentabilidad del Treasury a 10 años se sitúa en el 4,158% y del Bund en el 2,58% en el inicio del mes de Agosto. Las curvas siguen invertidas aunque en menor medida.

- Sigue la tendencia de estrechamiento tanto en **los bonos Investment Grade como High Yield** que se ven soportados por importantes entradas de flujos. Los emisores en general presentan buenos ratios crediticios (bajo ratio deuda/ebitda, una elevada cobertura de intereses y mejora del margen operativo). La **tasa de default** HY de Moody's continúa al alza (+0,2pp hasta el 3,8% en junio) y la agencia espera que toque un máximo del 5% en el 2T24. Preveemos una mayor dispersión entre sectores y entre IG/HY a causa del aumento de los costes de financiación.

- Los fondos de Renta Fija,, registran un **volumen de entradas** elevados especialmente en el segmento investment Grade.

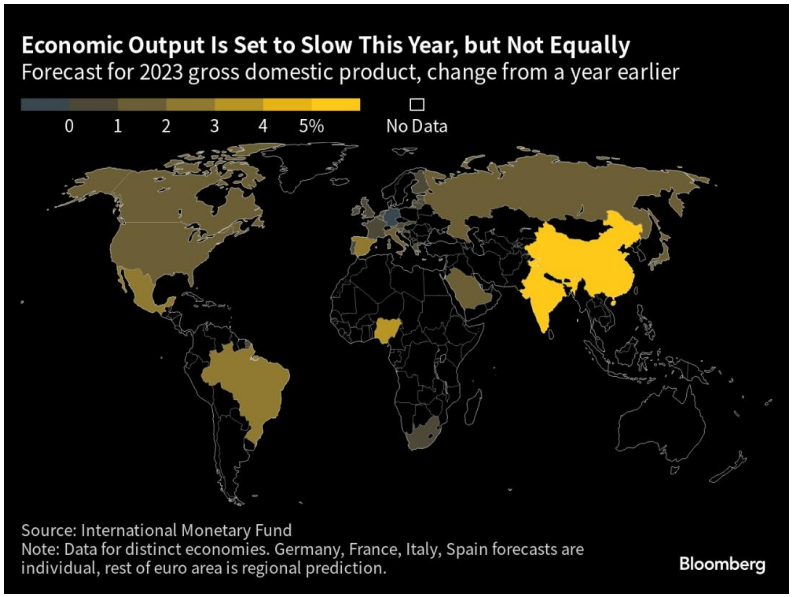
- Mejores datos económicos en EE.UU hacen recuperar el valor del billete verde (**EUR/USD en 1,0982**). El peso mexicano y el real brasileño son los que mejor comportamiento están teniendo. El YEN sigue débil al seguir el Bank of Japan con su política monetaria expansiva.

- El **petróleo (Brent)** aumenta de precio (86,24 USD/barril) al saberse que Arabia Saudita extendió su recorte unilateral de producción de petróleo (1 millón de barriles/día). Las perspectivas de suministro de **gas** para el invierno son buenas con un almacenamiento de 87% actualmente.

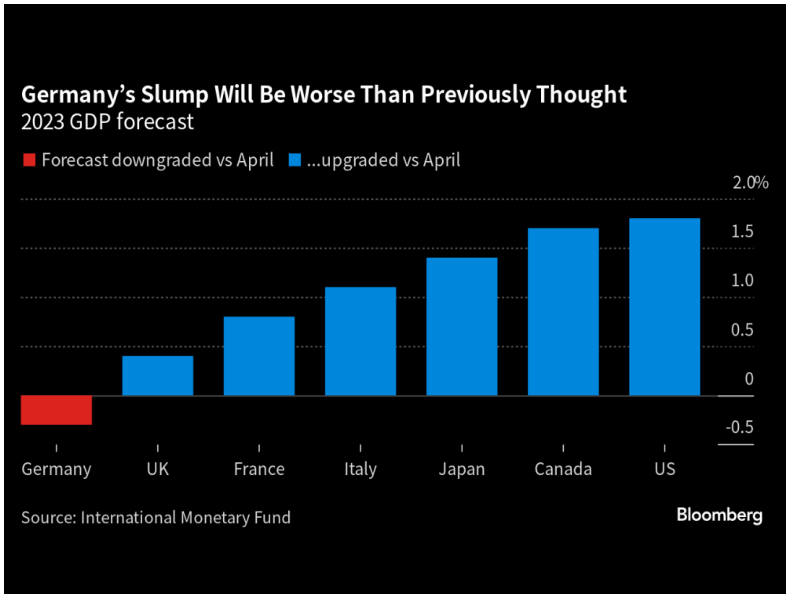
FMI – Actualización Outlook Económico

El **FMI** elevó su perspectiva para la economía mundial este año, estimando que los riesgos se han aliviado en los últimos meses, evitando una crisis bancaria a ambos lados del Atlántico y resolviendo el techo de deuda en EE.UU. **Sitúa el crecimiento global en el 3%.** Representa una desaceleración desde el 3,5% del año anterior, pero mejora la proyección de abril del 2,8% para el presente año. Advirtió de riesgos a la baja: tasas de interés más altas acabarán afectando a la actividad, la guerra en Ucrania, los desastres climáticos, tensiones entre EE.UU y China, y una recuperación más lenta en **China**.

Outlook FMI



Alemania el único del G7 con crecimiento negativo



EE.UU. – Cuadro Macro

Se perciben signos de desinflación con la caída de los precios de los automóviles usados y la moderación de los alquileres. Los indicadores de confianza empeoran con el PMI compuesto bajando del 54,3 al nivel de 53,2. La encuesta trimestral de condiciones de financiación bancaria de la Fed muestra un nuevo endurecimiento de las condiciones en los préstamos corporativos del +50,8% en las grandes y medianas empresas a la vez que una caída de la demanda de préstamos.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q%SAAR	2,0	2,6	↘		31/03/2023
ISM Manu	46,0	46,9	↗		30/06/2023
ISM No Manu	53,9	50,3	→		30/06/2023
PMI Compuesto	53,2	54,3			30/06/2023
Citi surprise Index	70,6	70,6	↗		11/07/2023

Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0,3	0,4	→		31/05/2023
P.Industrial m/m%	-0,2	0,5	↗		31/05/2023
Confianza consumidor M	64,4	59,2	↘		30/06/2023
Confianza consumidor B	110	102,5	↗		30/06/2023
Confianza PyMES	91	89,4	↗		30/06/2023

M.Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	3,6	3,7	→		30/06/2023
Asalariados	209	306	↗		30/06/2023
Peticiones desempleo (w)	248	228	↘		01/07/2023
Tasa de participación	62,6	62,6	→		30/06/2023

Precios	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	3	4,0	→		30/06/2023
IPC *core*	4,8	5,3	→		30/06/2023
PCE	3,8	4,3	→		31/05/2023
PCE *core*	4,6	4,7	→		31/05/2023

Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
CAPEX Fed m/m%	-0,1	1,2	↗		31/05/2023
Pedidos duraderos m/m%	1,8	1,2	→		31/05/2023
Iniciación de viviendas	1631	1340	↗		31/05/2023
Ventas de nuevas viviendas m/m%	12,2	3,5	↘		31/05/2023

Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial	5,25		→		12-jul.-23
10y rate	3,91		↘		12-jul.-23
Salario a la hora y/y	4,4	4,4	→		30/06/2023
Subida esperada salario PyMES	22	22	↘		30/06/2023

Zona Euro – Cuadro Macro

En cuanto a los últimos datos de inflación nos muestran un descenso del IPC que pasa del 5,5 al 5,3 aunque la inflación subyacente se mantiene persistente en el 5,5%. En la composición del PIB del 2T de Zona Euro vemos que los países más sesgados a los servicios han crecido más (Francia +0,5%, España +0,4%) y un peor comportamiento de países más industriales (Italia -0,3%, Alemania +0%).

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q%SA	0,3	0,0			30/06/2023
ISM Manu	42,7	43,4			31/07/2023
ISM No Manu	51,1	52,0			31/07/2023
PMI Compuesto	48,9	49,9			31/07/2023
Citi surprise Index	-116	N/A N/			31/07/2023

Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0	-0,1			31/05/2023
PMI vental al por menor	51,8	N/A N/			30/06/2018
Confianza consumidor	-15	-16,1			31/07/2023
Producción Industrial y/y%	-2,2	0,1			31/05/2023
Indicador de Senti.Económic	94,5	95,3			31/07/2023

M.Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	6,4	6,4			30/06/2023
Parados (millones)	10,8	10,9			30/06/2023
Empleo q/q%SWDA	0,5	0,3			31/03/2023
Costes Laborales (Q) y/y%	5	5,6			31/03/2023

Precios	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
IPC	5,3	5,5			31/07/2023
IPC *core*	5,5	5,5			31/07/2023
Breakeven 5yr/5yr	2,61	2,6			1/08/2023
10yr Breaven Germany	2,52	2,6			1/08/2023

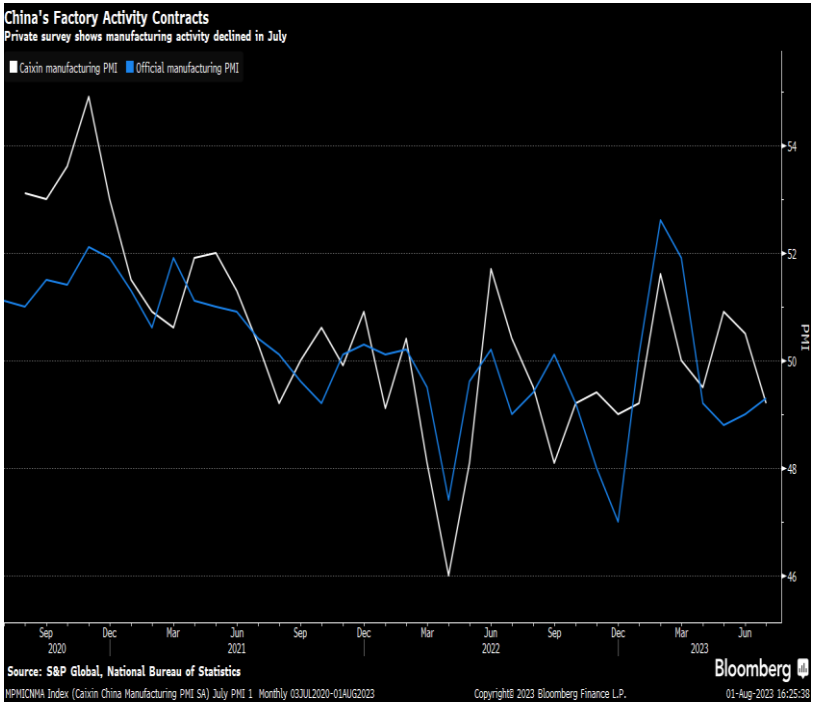
Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	-3,1	-2,4			31/07/2023
PMI Construcción	44,2	44,6			30/06/2023
Confianza Industria	-9,4	-7			31/07/2023
Utilización Capacidad Inst.	80,2	81,2			30/09/2023

Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial*	4,25	3,5			27/07/2023
10y rate*	2,53	2,3			1/08/2023
CBPP3 (mm €)	296				28/07/2023
EUR/USD	1,10	1,1			1/08/2023

China

El mercado manufacturero y de la vivienda de China continuó cayendo en julio, y **el gobierno chino hizo nuevas promesas para apuntalar la recuperación de la economía**. El mercado está a la espera de su concreción.

Indicadores económicos chinos (Caixin manufacturing PMI & Official manufacturing PMI)



Evolución venta de viviendas

Los PMI's muestran un resultado mixto

Sigue la divergencia entre la actividad del sector servicios y manufacturero con unos niveles más contractivos (por debajo de niveles de 50) en general, en éstos últimos. Por geografías. De las principales zonas económicas, han mejorado los datos en América y en Asia, excepto en China.

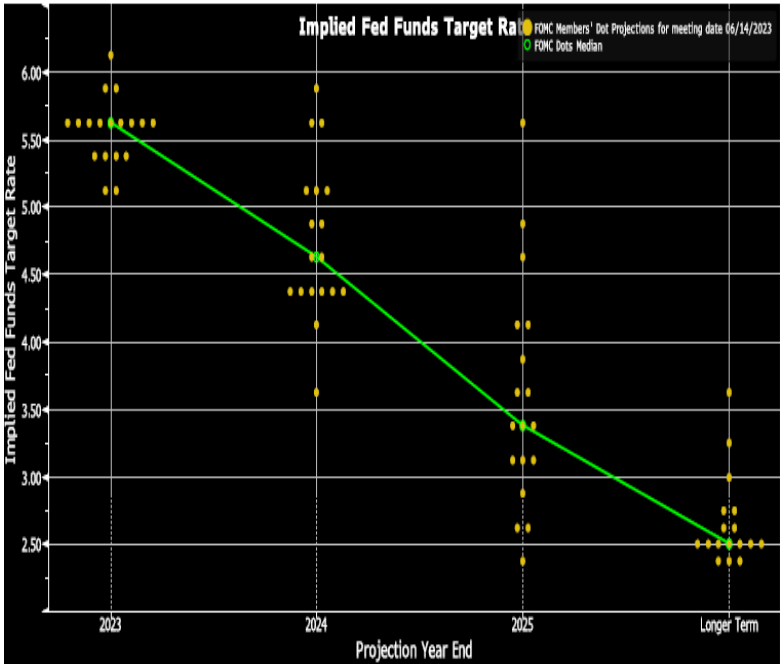
PMI's

		Manufacturing				Service			
		px_last	px_close_1m	px_close_3m	px_close_6m	px_last	px_close_1m	px_close_3m	px_close_6m
America	*Brazil*	47,8	46,6	44,3	47,5	53,3	54,1	51,8	51
	U.S.	49	46,3	50,2	46,9	52,4	54,4	53,6	46,8
Europa	*France*	45,1	46	45,6	50,5	47,4	48	54,6	49,4
	Germany	38,8	40,6	44,5	47,3	52	54,1	56	50,7
	Italy	44,5	43,8	46,8	50,4	52,2	54	55,7	49,9
	Spain	47,8	48	49	48,4	53,4	56,7	59,4	51,6
	Euro Zone	42,7	43,4	45,8	48,8	51,1	52	56,2	50,8
	U.K.	45,3	46,5	47,8	47	51,5	53,7	55,9	48,7
	Russia	52,1	52,6	52,6	52,6	56,8	54,3	58,1	45,9
Asia	*Australia*	49,6	48,2	48	50	48	50,3	53,7	48,6
	China	49,2	50,5	49,5	49,2	53,9	57,1	57,8	48
	India	57,7	57,8	57,2	55,4	58,5	61,2	57,8	58,5
	Japan	49,6	49,8	49,5	48,9	53,9	54	55,4	52,3

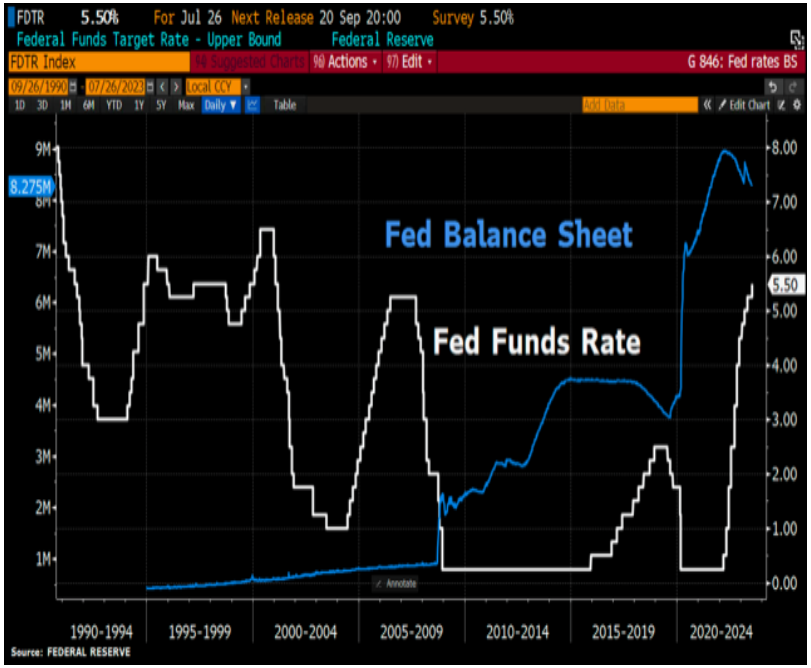
La Reserva Federal

La FED elevó las tasas hasta el 5,5%, el nivel más alto en 22 años. No presentó una guía futura para los tipos de interés, sino que se irían valorando los datos en cada reunión con el objetivo que la inflación vuelva al 2% y contrastar que las políticas restrictivas empleadas hasta el momento obtienen los efectos deseados.

Dot Plot de la FED



Balance Reserva Federal y tipos de referencia

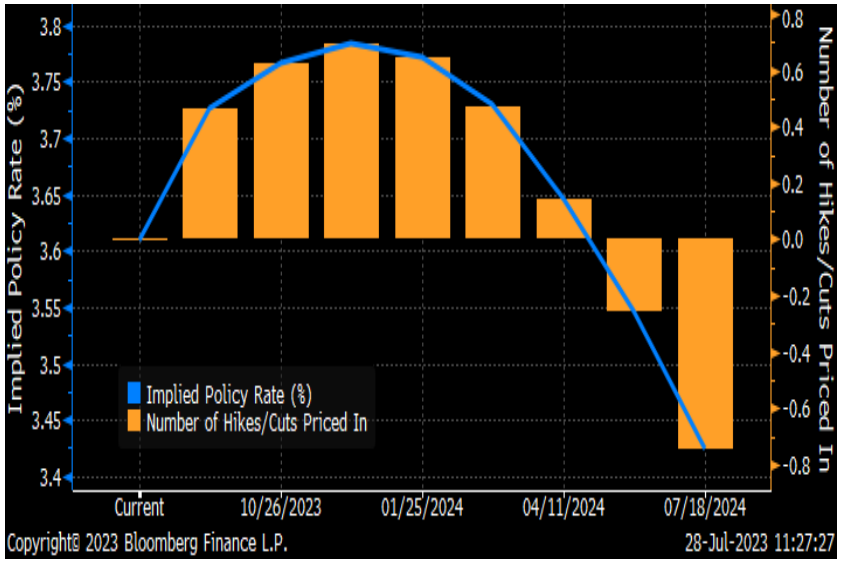


El Banco Central Europeo

El BCE subió 25 pb como se esperaba hasta niveles del 4,25%, al tiempo que enfatizó que las decisiones futuras son para garantizar que las tasas sigan siendo lo suficientemente restrictivas. Por primera vez Lagarde, abre la puerta a una pausa en septiembre o en futuras reuniones si los datos de inflación acompañan y así se refleja en la cotización de los futuros overnight. También comunicó que a partir del 20 de septiembre dejará de remunerar las reservas mínimas que exige que la banca tenga depositadas en Fráncfort.

Se espera una menor inflación

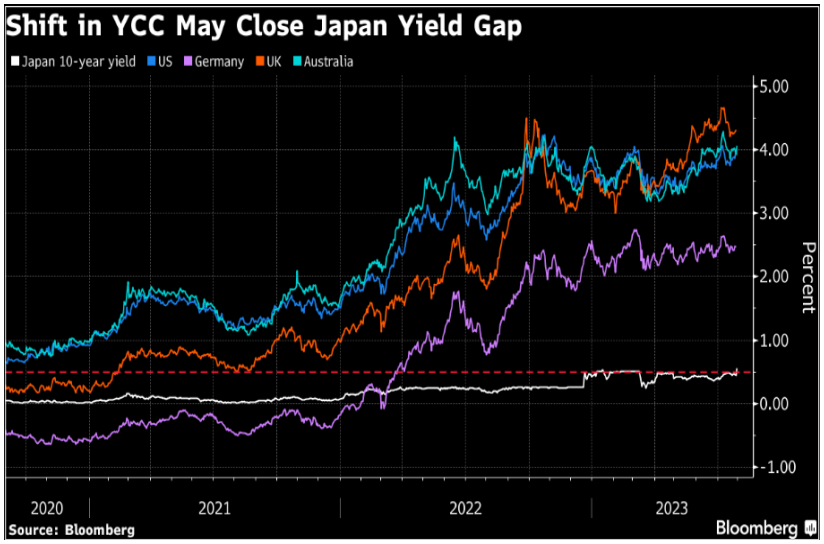
Evolución tipo implícito overnight Euro



El Banco del Japón

El **BOJ** decidió mantener el objetivo de los rendimientos JGB a 10 años en torno al 0%, pero su techo del 0,5% ahora es un punto de referencia en lugar de un límite inflexible. **La nueva postura permite que el BOJ gestione la curva de rendimiento de manera más flexible**, lo que indica la voluntad del banco central de tolerar rendimientos ligeramente más altos en comparación con su postura anterior e incitará a hablar de una posible normalización de política en el futuro.

Flexibilización de la política de control de curva



Creciente volatilidad de los tipos en Japón

Índice de condiciones de solvencia financiera

El índice de condiciones de solvencia financiera de los mercados monetarios, de bonos y de acciones (el dato refleja tensiones financieras cuando el valor está < 0), muestra signos de recuperación tanto en EE.UU. como en la Zona Euro.

Condiciones de solvencia financiera EE. UU. (arriba) y zona euro (abajo)

Próximas fechas clave: atención a…

Reunión de los bancos centrales

- Reunión del BCE: 14/09/23
- Reunión de la Reserva Federal: 20/09/23
- Reunión del Banco de Japón: 22/09/23
- Reunión del Banco de Inglaterra: 21/09/23

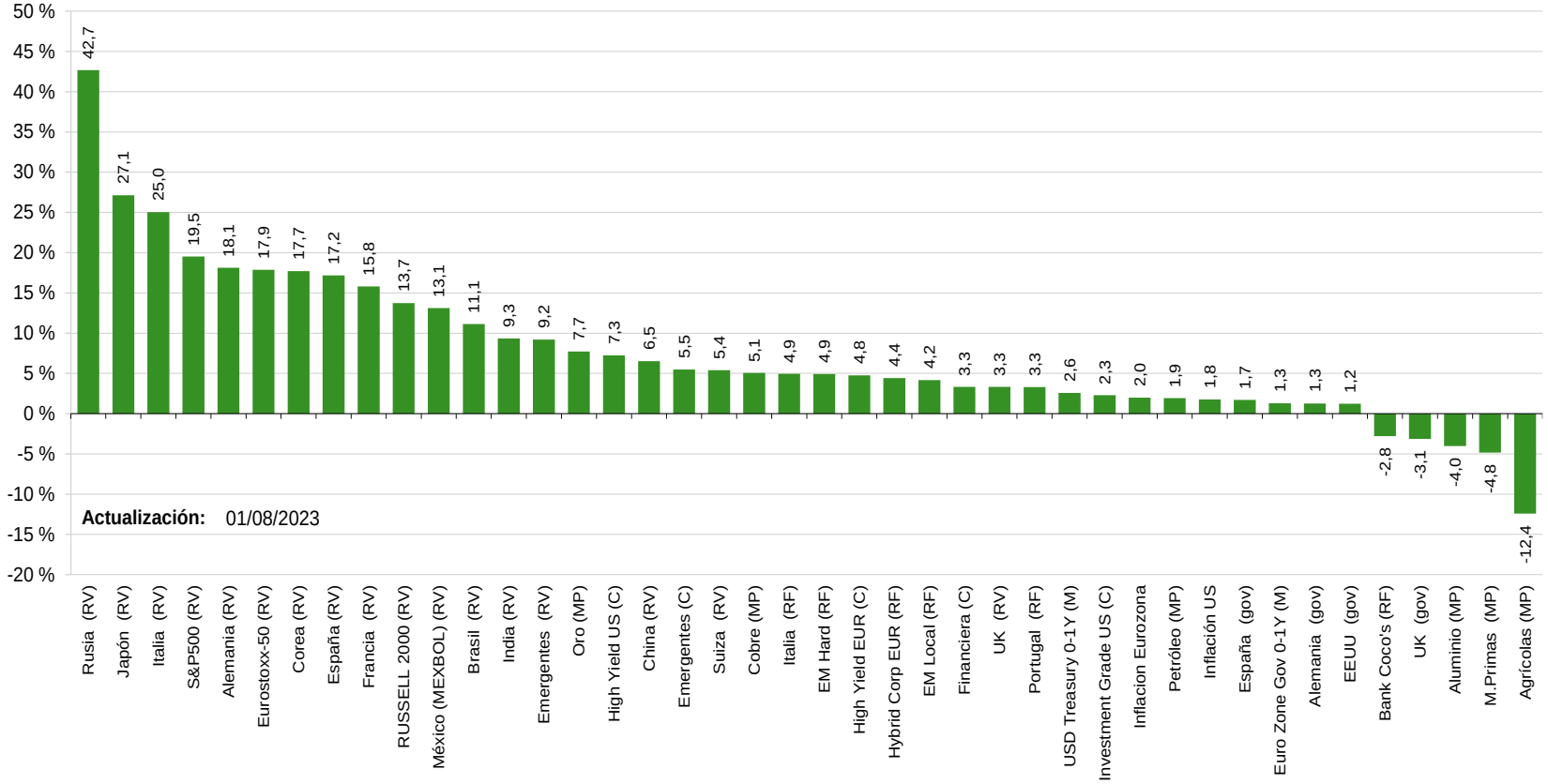
Otros

- Precios de *commodities*
- Geopolítica: Guerra en Ucrania, Tensión China y Taiwan
- Medidas de impulso económico en China
- Desinflación

Datos Macro

	PIB	Inflación	PMI	Mdo. Laboral
EE.UU.	2023/08/30 14:30:00	2023/08/10 14:30:00	2023/08/03 15:45:00	2023/08/04 14:30:00
Zona Euro	2023/08/16 11:00:00	2023/08/18 11:00:00	2023/08/03 10:00:00	2023/08/31 11:00:00
Uk	2023/08/11 08:00:00	2023/08/16 08:00:00	2023/08/23 10:30:00	2023/08/15 08:00:00
Japón	2023/08/15 01:50:00	2023/08/18 01:30:00	2023/08/03 02:30:00	2023/08/29 01:30:00
China	2023/10/18 04:00:00	2023/08/09 03:30:00	2023/08/03 03:45:00	2023/08/15 04:00:00

Ranking de activos YTD



Volatilidad

Los **índices de volatilidad de los principales activos repuntan desde mínimos del año a causa de la decisión de FITCH de bajar el rating a la deuda de EE.UU.** (desde AAA a AA+) y que ha provocado un repunte de los tipos de interés. Se mantiene más elevada en el caso de los tipos de interés (MOVE Index) que en la renta variable (VIX Index) si comparamos con niveles de hace 3 años.

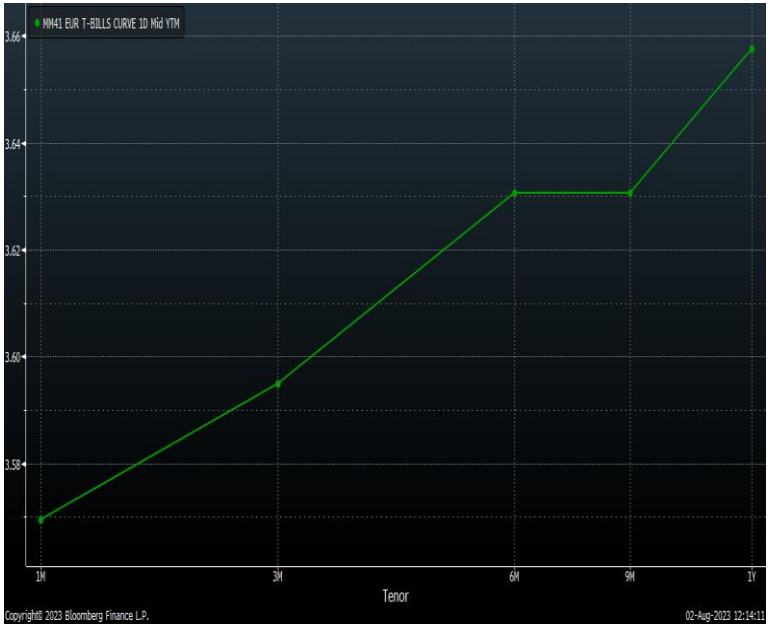
Índices de volatilidad VIX (arriba) & MOVE (abajo)

Renta fija – Mercado monetario

Los tipos a corto plazo se han movido a la baja motivados por unos datos de inflación que se han reducido en EE.UU. Con lo que los inversores se han posicionado ante un pronto final de subidas de tipos por parte de la FED. Las letras a 12 meses en USD, baja del 5% de rendimiento hasta el 4,98 mientras las letras españolas se sitúan en 3,7%.

Letras USD

Letras EUR



Curva deuda gobiernos zona euro

Region	Rating	2 Year	3 Year	5 Year	7 Year	10 Year	15 Year	30 Year
Germany	AAA	3,046	2,784	2,582	2,536	2,555	2,700	2,636
Netherlands	AAA	3,130	3,041	2,811	2,788	2,887	2,988	2,883
Ireland	A+	3,115	2,927	2,860	2,866	2,949	3,262	3,340
France	AA+	3,299	3,048	2,934	2,901	3,093	3,375	3,526
Belgium	AA+	3,231	3,057	2,908	2,962	3,200	3,395	3,626
Finland	AA	3,237	3,036	2,962	2,993	3,123	3,302	3,082
Austria	AA	3,276	3,063	2,991	3,054	3,163	3,256	3,229
EU	A+	3,301		3,118		3,104		3,277
Portugal	A	3,004	2,938	2,999	3,113	3,269	3,619	3,687
Spain	A	3,457	3,345	3,261	3,303	3,580	3,901	4,037
Slovenia	A	2,922	3,208	3,406	3,385	3,381	3,689	3,652
Croatia	BBB+			3,449	3,507	3,804	4,110	
Slovakia	BBB	3,496	3,408	3,442	3,587	3,799	3,987	3,966
Cyprus	BBB-	3,579	3,342	3,418	3,489	3,908		
Italy	BBB-	3,666	3,630	3,717	3,888	4,183	4,431	4,623
Greece	BB-	3,349	3,449	3,510	3,653	3,845	4,122	4,189

Renta fija – Tipos a largo

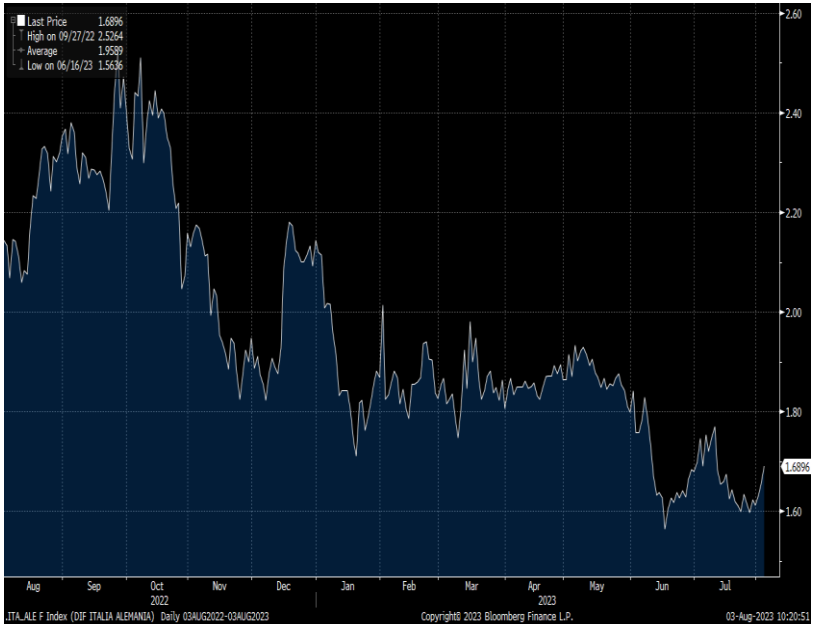
Fitch rebaja un nivel el grado crediticio soberano de EE.UU. De AAA a AA+. Citó el deterioro fiscal esperado en los próximos tres años y la erosión de la gobernanza tras los repetidos episodios del "Debt Ceiling". Destacamos el **repunte del bono japonés tras la flexibilización en la política de control de curva por parte del BoJ**. La rentabilidad del Treasury a 10 años se sitúa en el 4,158% y del Bund en el 2,58% en el inicio del mes de Agosto.

Evolución de los tipos de referencia a 10 años G4 (EE.UU, UK, Zona Euro y Japón)

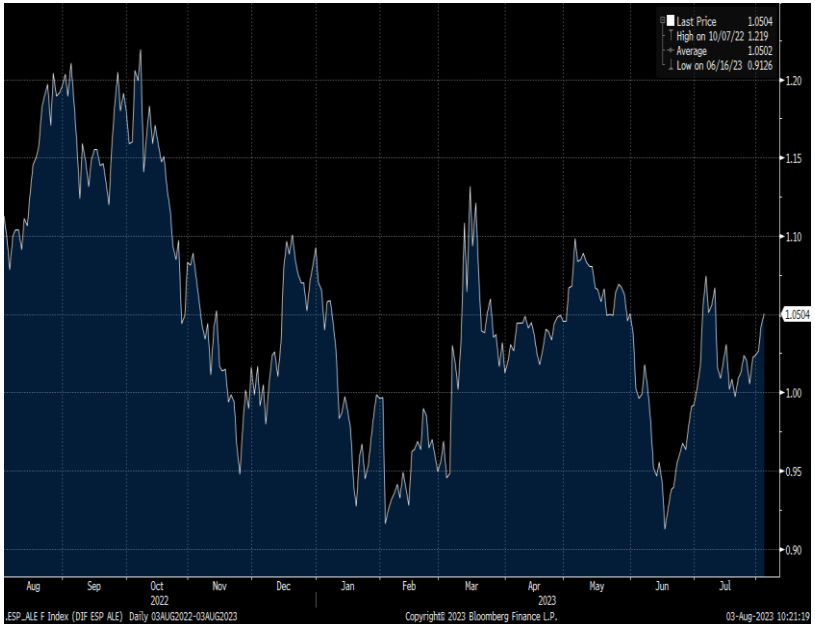
Renta fija – Prima riesgo países periféricos

La buena acogida de las nuevas emisiones, las recientes revisiones positivas de las agencias de calificación y que no se percibe un riesgo de fragmentación han confirmado la tendencia positiva de la evolución de la prima de riesgo de los países periféricos que en el mes de junio tocaron los mínimos del año. La prima de riesgo entre Italia y Alemania a 10 años cotiza en +169pb, y la de España vs Alemania por debajo de los 105pb.

Evolución diferencial Italia vs Alemania (vencimiento 10 años)



Evolución diferencial España vs Alemania (vencimiento 10 años)

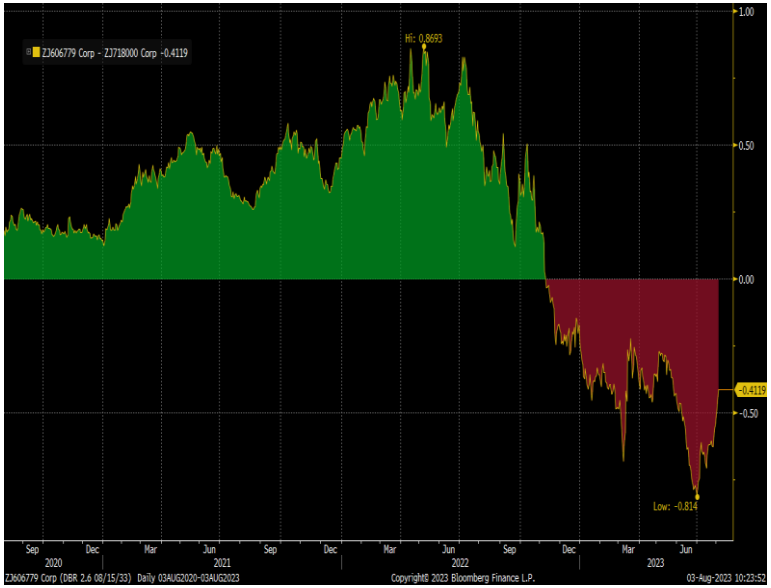


Renta fija – Curvas

El diferencial de la curva 10-2y en EE.UU. y en la Zona Euro, siguen invertidos señalando una próxima recesión económica y como efecto de un aumento de tipos a corto más pronunciado. El diferencial entre EE.UU. y Zona Euro a 2 años ha tenido un rebote desde mínimos de finales de Junio, coincidiendo con una mayor probabilidad que EE.UU. consiga finalmente un “aterrizaje suave” apoyado en los buenos datos del mercado laboral y el apoyo del consumidor.

Curva 10-2 años EE.UU.

Curva 10-2 años Alemania



Renta fija – Diferenciales de Crédito

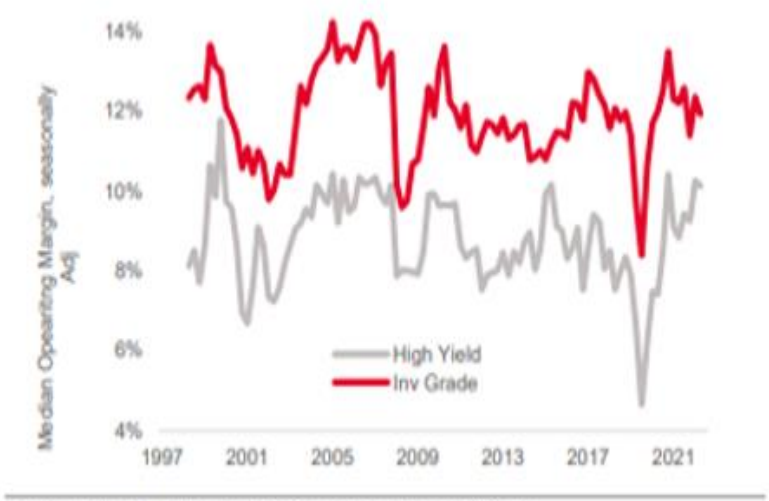
En el mes de Julio, ha seguido la tendencia de estrechamiento tanto en los bonos Investment Grade como High Yield que han llegado a niveles mínimos del año y que se ven soportados con importantes entradas de flujos. Los buenos ratios crediticios, que presentan los emisores en general (bajo ratio deuda/ebitda, una elevada cobertura de intereses y mejora del margen operativo), les dan apoyo. En el inicio del mes de Agosto vemos un repunte al hilo del peor comportamiento de los activos de riesgo.

Evolución de los *spreads* de crédito (IG arriba/HY abajo)

Renta fija – Diferenciales de Crédito

Vemos mejoras en los fundamentales a nivel general (a pesar de que se espera una caída en los beneficios de las empresas) **el margen aumenta y el apalancamiento se va reduciendo.** Esto es **relevante porque podemos ver una mayor dispersión entre sectores y entre Investment Grade / High Yield de cara al segundo semestre a causa del aumento de los costes de financiación.**

Evolución márgenes



Source: iBoxx, Bloomberg, Markit, SG Cross Asset Research/Credit

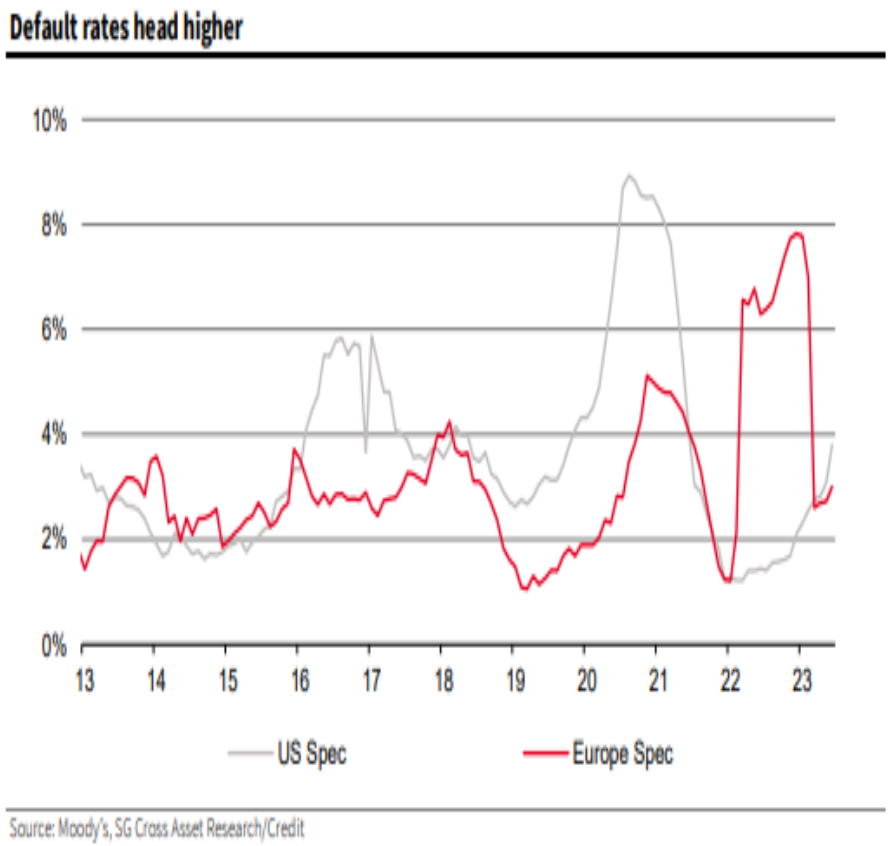
Evolución apalancamiento (debt/assets)

Source: iBoxx, Bloomberg, Markit, SG Cross Asset Research/Credit

Renta fija – Calidad crediticia

La tasa de default HY de **Moody's** continúa al alza (+0,2pp hasta el 3,8% en junio) y la agencia espera que toque un máximo del 5% en el 2T24. En su informe mensual anunció que hubo 13 defaults en junio, por debajo de los 20 del mes de mayo pero que cierran el 2T23 con un total de 46 defaults, bastante por encima de los 35 del 1T23. De este modo, el saldo de este año asciende a 81 defaults, con Norteamérica claramente a la cabeza (57, por encima de los 36 de todo 2022), seguido por Europa (15), Latinoamérica (7) y Asia-Pacifico (2). Por sector, se sitúan a la cabeza Business Services (9), Telecoms (8) y Healthcare (7).

Evolución tasa de default en EEUU y Zona Euro (High Yield)



Renta fija – Flujos

Sigue el tono positivo en los **flujos de fondos en crédito** (renta fija privada: corporativa y financiera) con entradas especialmente en los bonos Investment Grade y en el medio y largo plazo. En el mundo High Yield vemos menos apetito e incluso en los países emergentes ha habido una pequeña salida.

Países desarrollados (variación 1 mes, M de USD)

BFCS Asset Group	Netflow	Netflow	Flow%
Fixed Income		+21,263	+1.5
IG BBB or higher		+7,309	+1.1
Not Declared		+7,053	+4.3
IG A or higher		+6,773	+1.3
High Yield		+129	+0.2

Países emergentes (variación 1 mes, M de EUR)

BFCS Asset Group	Netflow	Netflow	Flow%
Fixed Income		+1,790	+2.3
Not Declared		+1,785	+2.7
IG A or higher		+38	+1.5
IG BBB or higher		-3	0.0
High Yield		-30	-1.6

Renta fija – Divisas

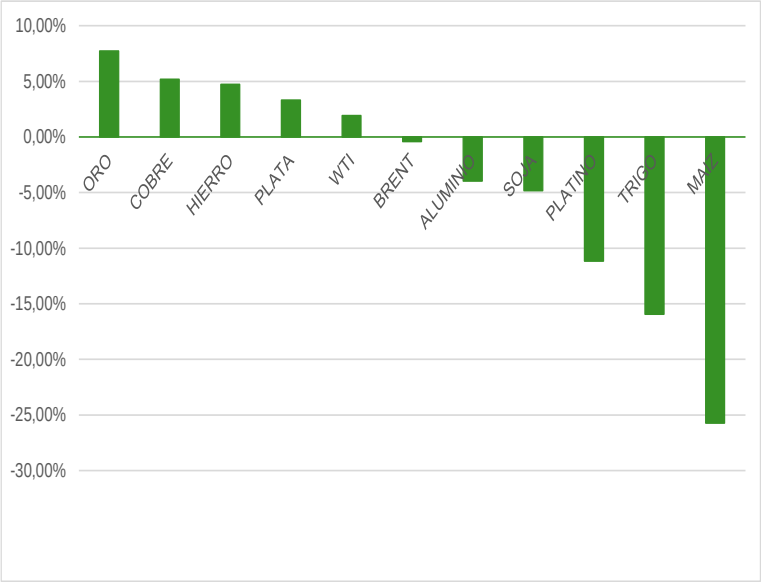
Mejores datos económicos en EE.UU hacen recuperar el valor del billete verde desde mediados de Julio con el cambio **EUR/USD** 1,1236 que pasa al 1,0982 actual (el EUR gana +2,28% en el conjunto del año todavía). El **peso mexicano y el real brasileño** son los que mejor comportamiento están teniendo. El **YEN** sigue débil al seguir el Bank of Japan con su política monetaria expansiva.

Evolución de las principales divisas vs USD (YTD 2023)

Renta fija – Materias primas

El Bloomberg Commodity Index caía hasta inicios de Agosto (4/08/23) un -6,09%. El petróleo (Brent) aumenta el precio hasta 86,24 USD/barril al saberse que Arabia Saudita extendió su recorte unilateral de producción de petróleo (1 millón de barriles por día). En el sector del metal destaca el oro con una ganancia en el año de más del 6% y en el de la agricultura el azúcar (+17,47%) y el ganado vivo (+16,84%), en cambio en negativo encontramos al Trigo y al Maíz con descensos de más del 15%.

Principales materias primas (evolución YTD)

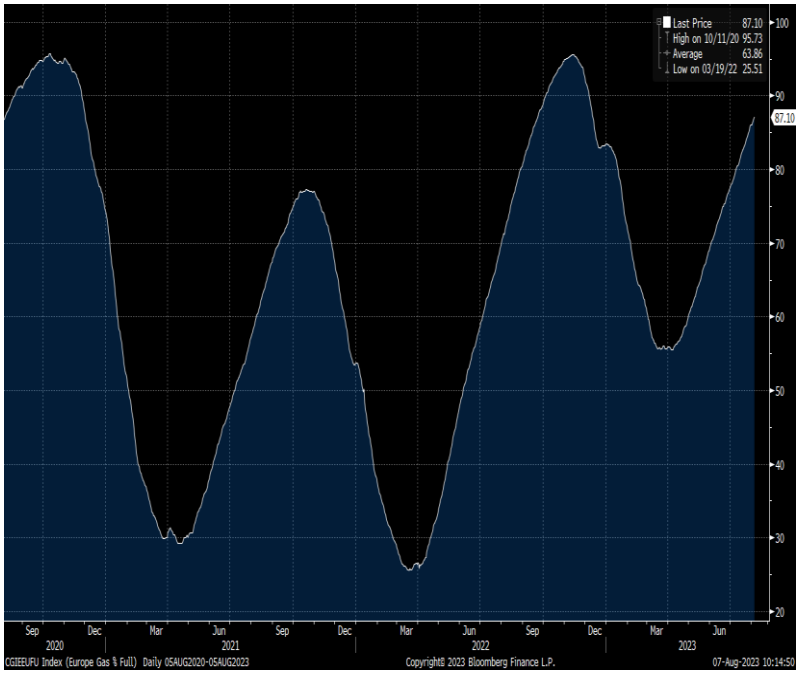


Evolución del Brent y del oro

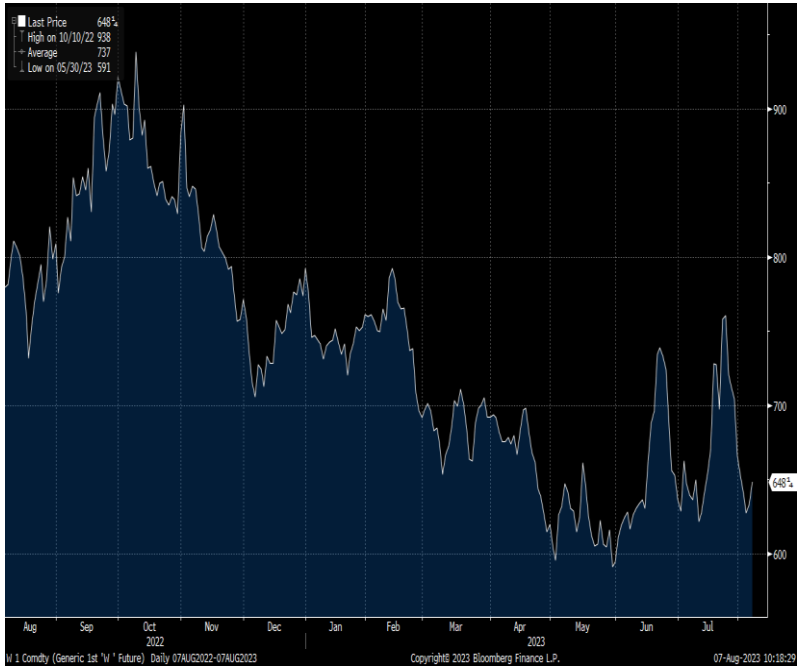
Renta fija – Materias primas

Las perspectivas de suministro de **gas** para el invierno de 2023-24 siguen siendo buenas gracias a la favorable evolución del almacenamiento (87% en el mes de agosto). Los precios del **trigo** aumentaron a medida que aumentaban las amenazas en torno al comercio de granos en el Mar Negro pero posteriormente el precio volvió al rango bajo de los últimos meses.

Almacenamiento gas en Europa (CGIEEUFU Index)



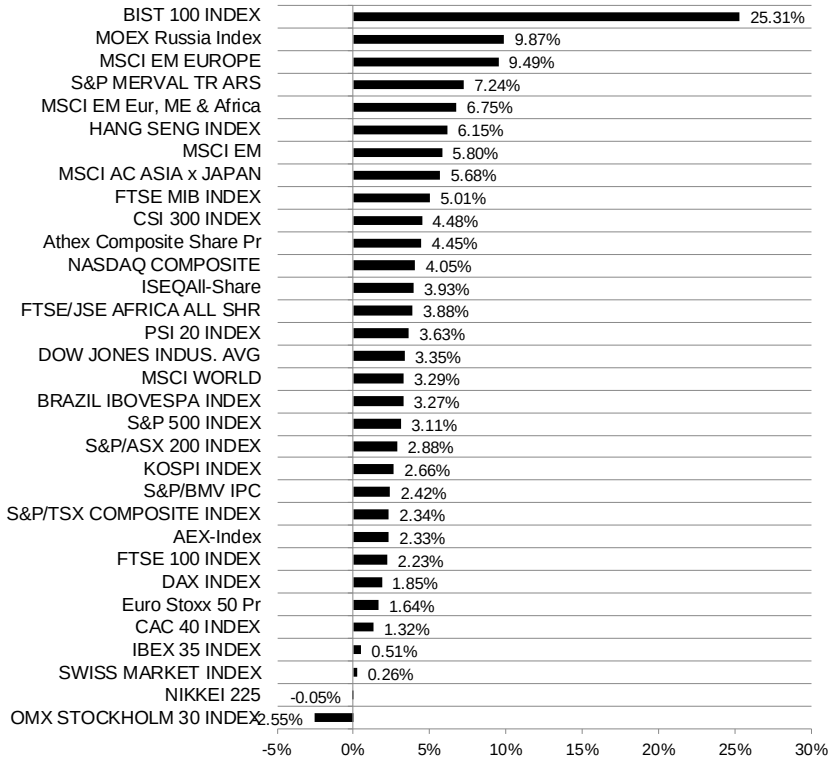
Precio del trigo (W 1 omdty) aumenta



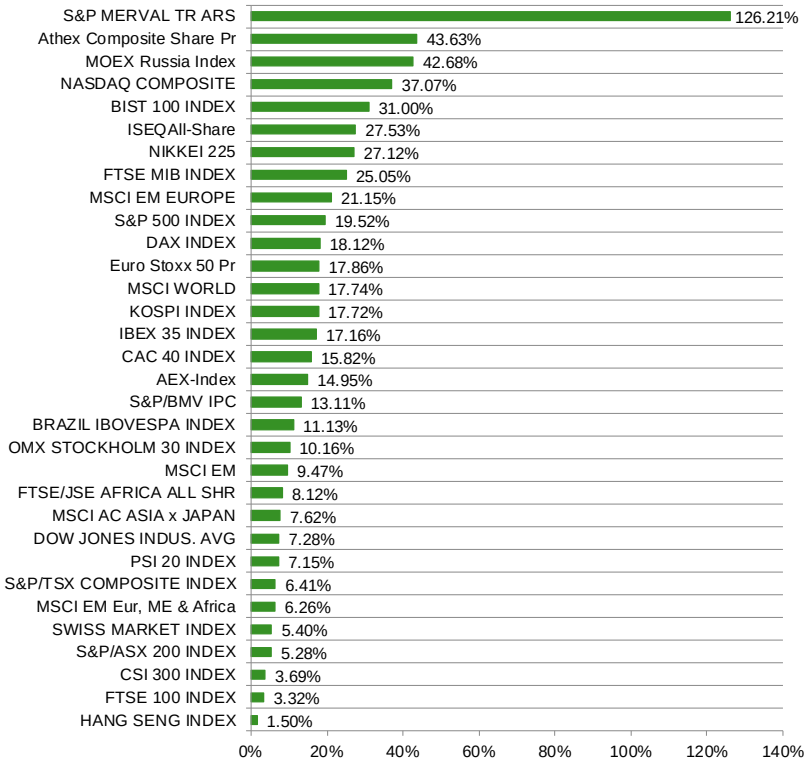
Resumen de rendimientos

En julio continuó el repunte en la renta variable. Inauguramos el mes de agosto con unas revalorizaciones que no terminan de mostrarnos signos de debilidad y una recesión esperada que no termina de descontarse en las bolsas. subiendo. El sentimiento de los inversores sigue siendo optimista, rozando incluso la euforia.

Julio



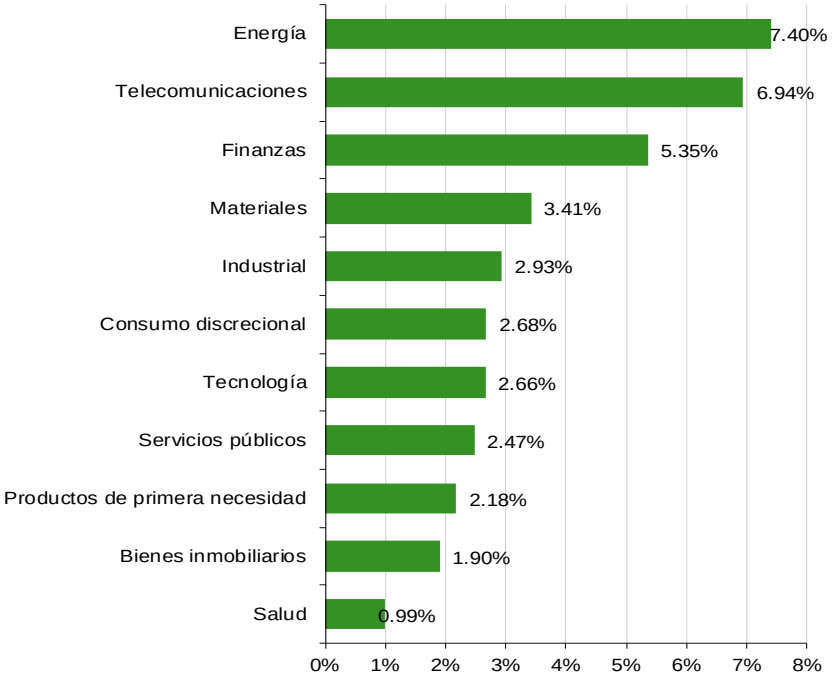
Año 2023



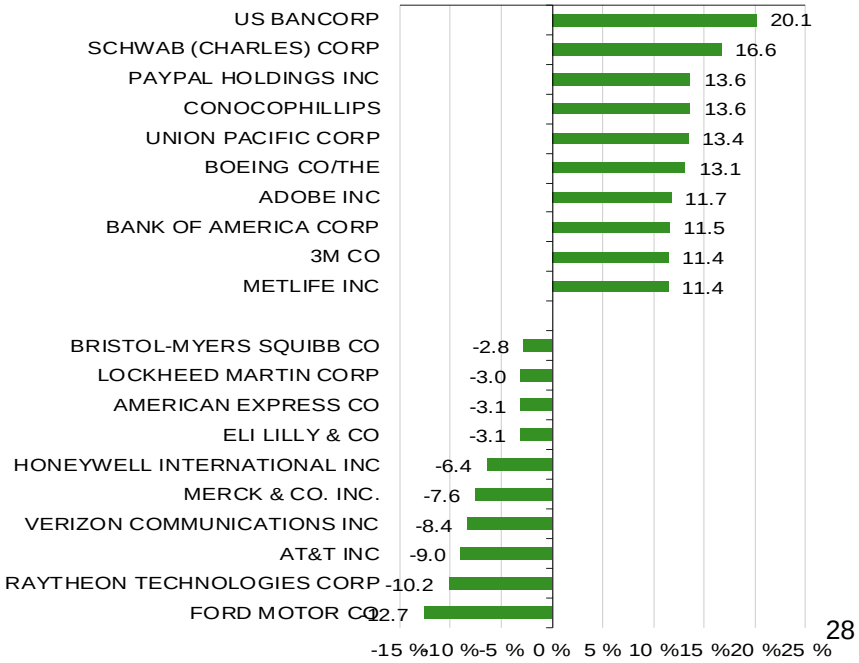
Estados Unidos

El mercado sigue creyendo que la economía estadounidense evitará un aterrizaje brusco y que la Reserva Federal está cerca de dejar de subir los tipos de interés. Esta idea se vio corroborada por algunos datos económicos clave, como el IPC, el IPP y el índice de precios de importación y exportación de junio, que mostraron una tendencia inflacionista favorable al mercado. Este mes también se amplió el interés de compra más allá de las Mega Caps. Esto se debió en parte a una temporada de resultados que ha superado las previsiones. El S&P 500 subió un +3,1% durante el mes.

Rendimiento Sectorial EE.UU. (%)



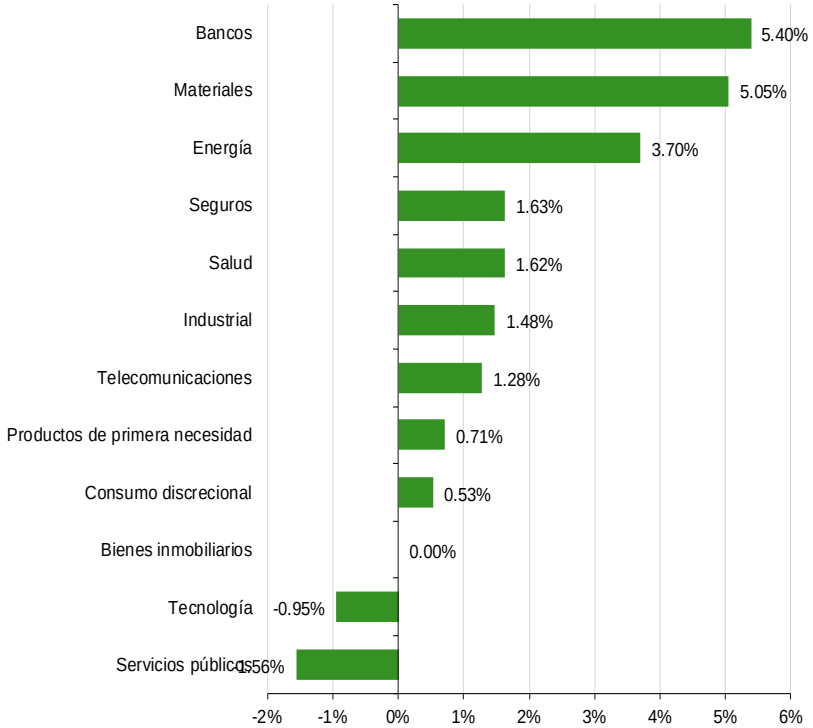
Principales variaciones de títulos (%)



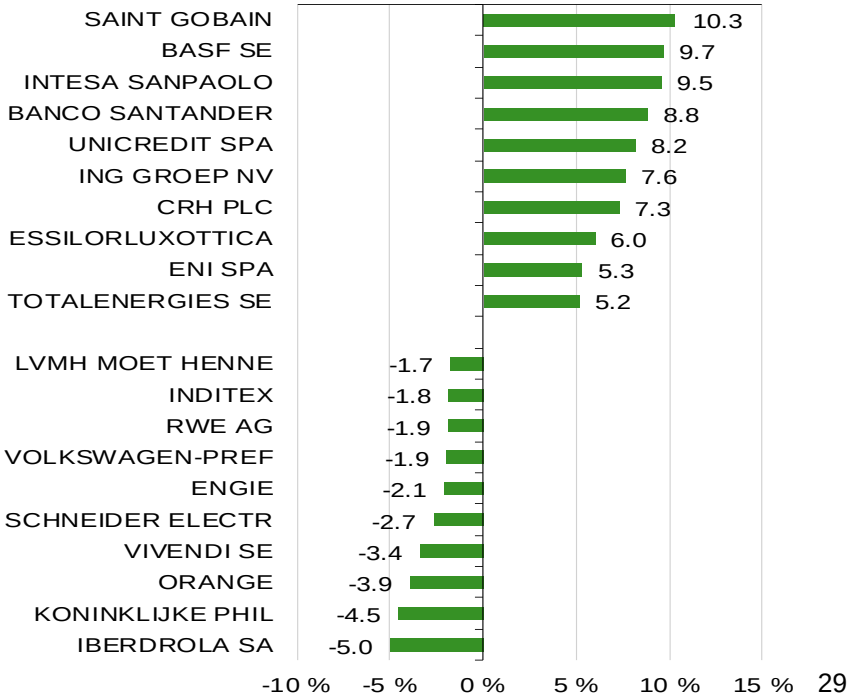
Europa

El Banco Central Europeo subió tipos en julio, incrementando la tasa de depósito en 25 puntos básicos al 3,75%, en línea con lo que esperaba el mercado. En la posterior reunión de prensa, Lagarde habló de la posibilidad de una pausa en septiembre, un cambio moderado del BCE que probablemente se debió a una caída de la inflación en la eurozona y a datos de actividad más débiles antes de su reunión de julio. El Eurostoxx 50 termina julio con una subida del +1,64%.

Rendimiento Sectorial Europa (%)



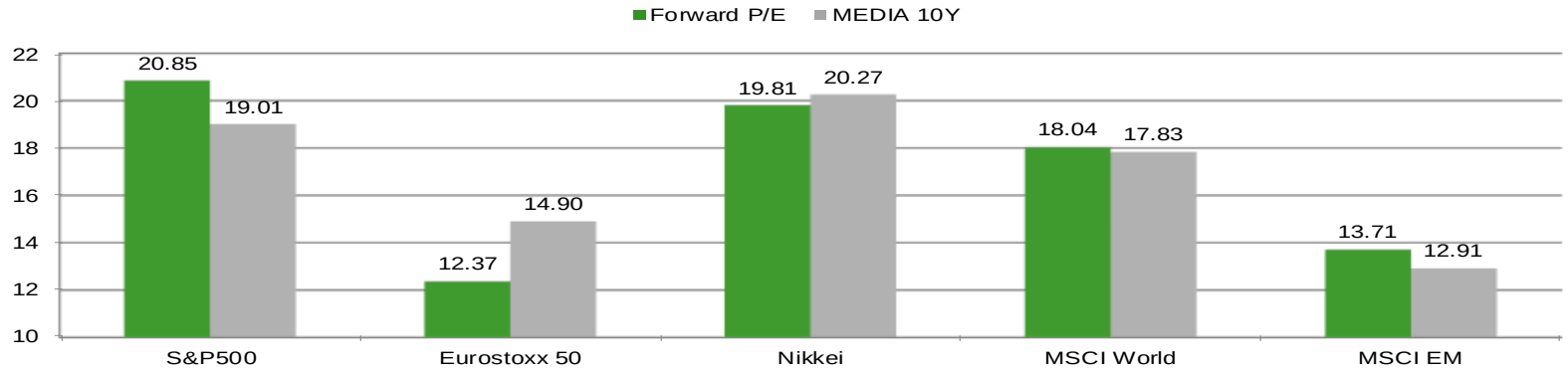
Principales variaciones de títulos (%)



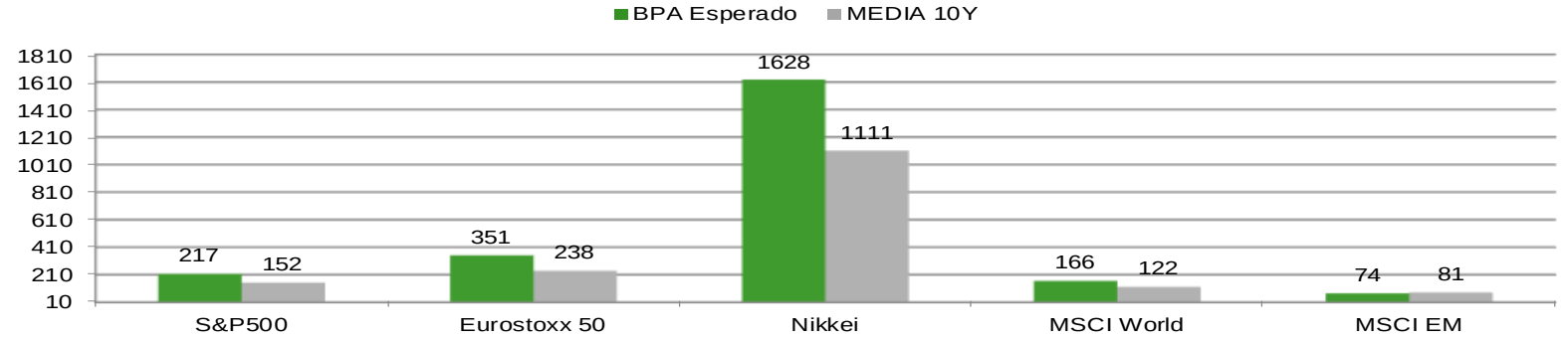
Valoraciones

Con la recesión provocada por el coronavirus las valoraciones se situaron por debajo de su media histórica, aunque después de esa caída se produjo un rebote significativo. El S&P 500 cotiza a P/E Forward cercano a 21x, por encima de su media de los 10 últimos años, mientras que el Eurostoxx 50 se encuentra ahora en niveles cercanos a 12x P/E Forward, por debajo de su media de los últimos 10 años.

P/E Forward 12 meses



BPA previsto



Asset Allocation

julio-23

Crecimiento

La esperada recesión se sigue posponiendo en el tiempo, gracias sobre todo a sector servicios, y a un mercado laboral inquebrantable, a pesar de que la reapertura en China está siendo suave - aunque creemos que se fortalecerá. Seguimos pensando que terminaremos teniendo recesión muy probable – impacto subidas tipos con "*lag*"- reducción renta disponible por inflación y agotamiento ahorros pandemia.

Inflación

En descenso, aunque será volátil (no lineal), y se mantendrá demasiado elevada, sobre todo mientras dure la fortaleza del mercado laboral.

Tipos de interés

Los tipos se mantendrán más altos y durante más tiempo, de lo que calculan los mercados. La fortaleza del mercado laboral deja poca excusa a bajadas, y tal vez incluso permita alguna subida más a la Fed. El BCE muy probablemente esté aún lejos de haber tocado máximos. Solo una recesión puede quebrar lo anterior.

	Posicionamiento	¿Por qué?
Renta Fija	Duración < benchmark IG > gobierno y supranacionales > HY Europa > EEUU Sectores: **OW** defensivos, emergentes y financieras, **UW** cíclicos	Seguimos esperando ampliaciones de spreads de crédito antes de que termine el año, aunque de momento parecen bien soportados por el buen momento macro y la fortaleza de los balances empresariales, sin vencimientos excesivos en el corto plazo. Cuando desaceleren los beneficios, junto con un mayor coste de financiación, la tasa de default debiera repuntar. Implementamos estrategias de steepening, dado que esperamos empinamiento curvo. Seguimos potenciando el carry (cupón) de las carteras que, a diferencia de tiempos pretéritos, debieran amortiguar los vaivenes en precio que pudiera haber.
Renta Variable	Exposición RV < punto neutral benchmark OW defensivos, japón y "reopening china" UW cíclicos	Otra vez en máximos, el rendimiento/riesgo es poco atractivo, y muy asimétrico. El consenso sigue sin descontar caídas de beneficios que entendemos se materializarán durante el año. Potenciar defensivos y calidad vs cíclicos. Cambio de recomendación en Japón, visto que el BoJ sigue descartando renunciar al control de curva, que la inflación y consumo siguen repuntando, el turismo se beneficia de lo atractivo del yen, las valoraciones son aún atractivas y las medidas solicitadas por el TSE a las cotizadas para que mejoren la retribución al accionista. Sin embargo, aconsejamos entradas graduales, al ser una recomendación con demasiado consenso.
Divisas y Otros	OW Euro y Yen vs USD Oro para diversificar carteras	Para el inversor orientado al largo plazo, el euro sigue pareciendo atractivo vs dólar, a medida que el diferencial de tipos entre Europa y EEUU se estreche. El oro, con pesos moderados, puede servir para protegerse de eventos extremos, sobre todo en caso de que la inflación termine descontrolada. Pero mientras el dolar sea la reserva mundial, y la Fed siga comprometida con el control de precios, la mejor retribución (el oro no paga cupón) debería ser un lastre. El yen, una de las monedas más baratas del planeta, sigue pareciendo una compra a largo plazo, pero creemos que hará falta paciencia para que la apuesta de frutos.

Notas:

N=Neutral: los riesgos al alza y a la baja están equilibrados.

UW=Infraponderar: la probabilidad y el impacto de los riesgos de caídas es mayor que los de posibles subidas, teniendo en cuenta la asimetría entre ganancias y pérdidas (no tiene el mismo resultado emocional ganar o perder un mismo porcentaje).

OW=Sobreponderar: la probabilidad y el impacto de los catalizadores para mayores ganancias es mayor que los de los riesgos de posibles caídas, teniendo en cuenta la asimetría entre ganancias y pérdidas (no tiene el mismo resultado emocional ganar o perder un mismo porcentaje).

Disclaimer

Este documento ha sido preparado por Grupo Creand.

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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand, 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand.

Aviso para:

• Inversores del Principado de Andorra: este documento ha sido preparado por Grupo Creand y es distribuido por Crèdit 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Grupo Creand 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 Panamá: este documento ha sido preparado por Grupo Creand y es distribuido por Banco Crèdit 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).

Creand©

www.creandgroup.com

@CreandCA

linkedin.com/company/Creandam

caamandorra@creandam.ad