Creand©

Actualización mensual de estrategia

IM 07

Informe mensual

Julio 2023

0. Resumen Ejecutivo

Entorno económico

- La inflación en **EE.UU.** retrocedió hasta el 3% desde el 4,0% anterior. Se perciben signos de desinflación con caídas en partidas que afectan a la subyacente como los costes de la vivienda o vehículos usados. Los indicadores de confianza adelantados dieron muestra de debilidad como el ISM manufacturero que siguió cayendo de 46,9 a niveles de 46 (por debajo de 50 que indicaría expansión económica).

- **Zona Euro**: los últimos datos de inflación nos muestran un descenso del IPC que pasa del 6,1 al 5,5 aunque la inflación subyacente subió una décima desde el 5,3 al 5,4. La industria europea se ve afectada por la guerra en Ucrania y la obligación de reducir el consumo de gas. Así, los sectores más afectados son aquellos más intensivos en el uso de energía como el sector químico, de metales básicos y papelero.

- **China**: Las exportaciones de China cayeron por segundo mes consecutivo en junio, lo que se suma al dolor económico que ha frenado la recuperación este año. Siguen los rumores de que el gobierno incrementará nuevas políticas de apoyo a la economía.

- **PMI's**: Sigue la divergencia entre la actividad del sector servicios y manufacturero. Éste último se manifiesta más cíclico y parece que le está afectando unas condiciones monetarias más restrictivas

Bancos centrales

- La **Reserva Federal** se pone en modo pausa y mantiene sus tipos de interés en la horquilla 5-5,25%, el nivel más alto en 16 años, pero con una agresiva revisión del Dot Plot. El próximo 26/7 se reúne la FED y se espera que suban 25pb

- El **BCE** subió su tipo de referencia 25pb hasta el 4%. Manifestaron que seguirán aplicando un enfoque dependiente de los datos en sus futuras decisiones. Próxima reunión el 27/7, se espera que suban los tipos 25pb.

Mercados de renta fija (FICC)

- Los índices de volatilidad de los principales activos nos muestran cómo se está reduciendo, aunque se mantiene más elevada en el caso de los tipos de interés (MOVE Index) mientras en el caso de la de la renta variable (VIX Index) está en su nivel más bajo de los últimos años.

- La rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo se mantuvo en un rango estable en Junio mientras en Julio ha habido un movimiento de ida y vuelta en función de si el foco se ponía en el crecimiento o en la inflación. El tipo a 10 años en EE.UU después de romper al alza el 4% ahora se sitúa en el 3,78% mientras el bund alemán sigue alredor del 2,5%. Destaca una ligera subida en los tipos a largo plazo japoneses donde vuelven los rumores que podrían modificar la política de control de curva.

- Sigue la tendencia de estrechamiento tanto en los bonos Investment Grade como High Yield que se ven soportados por 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). La tasa de incumplimiento (default) del mundo High Yield a largo plazo en EE.UU aumentó 20pb hasta el 2,5%. En la zona Euro, no hubo ningún default en el mes de junio y el nivel se mantuvo sin cambios en el 1,3%.

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

- Ante la percepción de que la Reserva Federal puede llegar pronto a su tipo terminal, el Euro toma ventaja y se ha apreciado vs el USD un +4,94% en el año. El peso mexicano y el real brasileño son los que mejor comportamiento están teniendo en el año.

- El petróleo (Brent) regresa a precios por encima de 80 después de anunciarse una menor producción por parte de los principales países productores, en el sector de la energía destaca la caída de precio del Gas Natural. En el sector metales destacan en positivo los metales preciosos con el oro con un retorno del 6% en el año.

EE.UU. – Cuadro Macro

La inflación en EE.UU. retrocedió hasta el 3% desde el 4,0% anterior. Se perciben signos de desinflación con caídas en partidas que afectan a la subyacente como los costes de la vivienda o vehículos usados. Los indicadores de confianza adelantados dieron muestra de debilidad como el ISM manufacturero que siguió cayendo de 46,9 a niveles de 46 (por debajo de 50 que indicaría expansión económica).

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 6,1 al 5,5 aunque la inflación subyacente subió una décima desde el 5,3 al 5,4. La industria europea se ve afectada por la guerra en Ucrania y la obligación de reducir el consumo de gas. Así, los sectores más afectados son aquellos más intensivos en el uso de energía como el sector químico, de metales básicos y papelero.

Indicadores macroeconómicos

Indicadores adelantados	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
PIB q/q%SA	-0,1	-0,1			31/03/2023
ISM Manu	43,4	44,8			30/06/2023
ISM No Manu	52	55,1			30/06/2023
PMI Compuesto	49,9	52,8			30/06/2023
Citi surprise Index	-135,7	N/A N/			11/07/2023

Actividad	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Ventas al por menor m/m%	0				31/05/2023
PMI vental al por menor	51,8	51,7			30/06/2018
Confianza consumidor	-16	-17,4			30/06/2023
Producción Industrial y/y%	0,2	-1,4			30/04/2023
Indicador de Senti.Económic	95,3	96,4			30/06/2023

M.Trabajo	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tasa de paro	6,5	6,5			31/05/2023
Parados (millones)	11,0	11,1			31/05/2023
Empleo q/q%SWDA	0,6	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	5,5	6,1			30/06/2023
IPC *core*	5,4	5,3			30/06/2023
Breakeven 5yr/5yr	2,56	2,6			12/07/2023
10yr Breaven Germany	2,54	2,5			12/07/2023

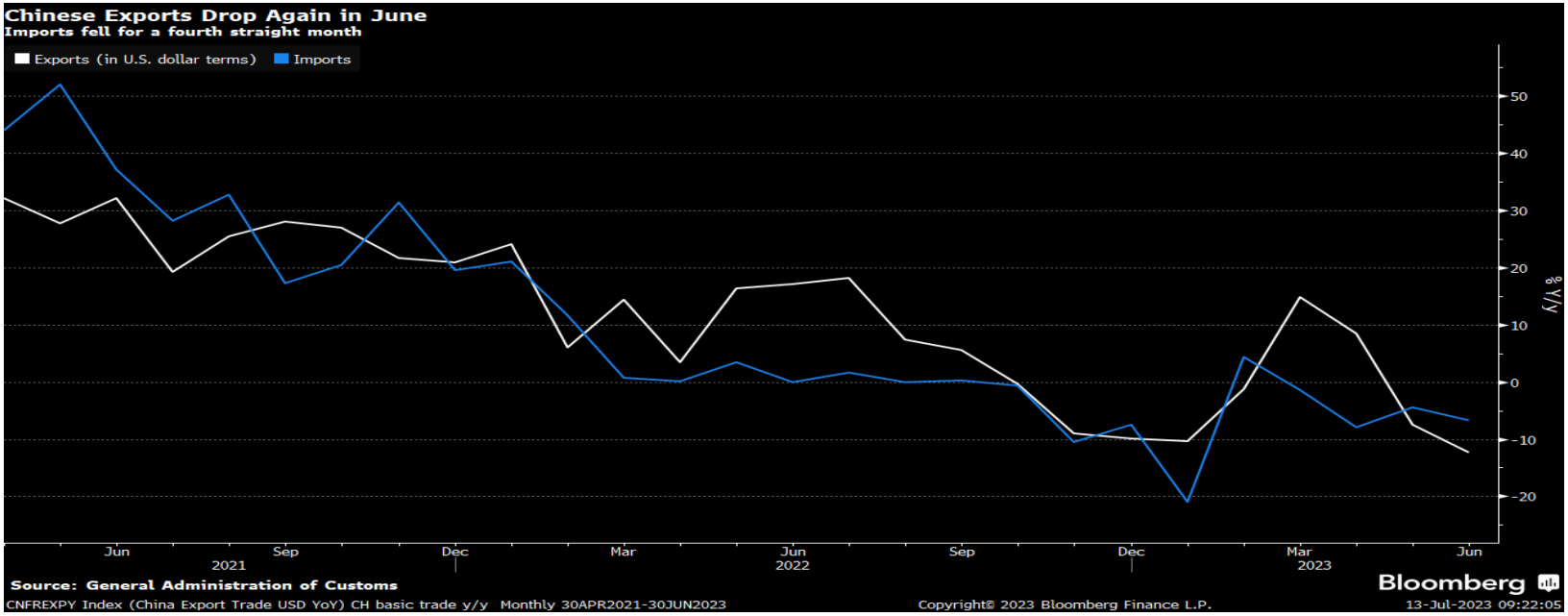
Inversión	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Confianza del constructor	-2	-0,3			30/06/2023
PMI Construcción	44,2	44,6			30/06/2023
Confianza Industria	-7,2	-5			30/06/2023
Utilización Capacidad Inst.	81,2	81,0			30/06/2023

Otros	Ult.	Ant.	Tend.	24 Meses	Ult.Fecha
Tipo oficial*	4	3,0			15/06/2023
10y rate*	2,63	2,4			12/07/2023
CBPP3 (mm €)	297				07/07/2023
EUR/USD	1,11	1,1			12/07/2023

China

Las exportaciones de China cayeron por segundo mes consecutivo en junio, lo que se suma al dolor económico que ha frenado la recuperación este año. Siguen los rumores de que el gobierno incrementará nuevas políticas de apoyo a la economía.

Señales de contención de la actividad en China



Los PMI's muestran un resultado mixto

Sigue la divergencia entre la actividad del sector servicios y manufacturero. Éste último se manifiesta más cíclico y parece que le está afectando unas condiciones monetarias más restrictivas. El de sector servicios, vemos que se está deteriorando, pero sigue en territorio expansivo (por encima del valor de 50) en general.

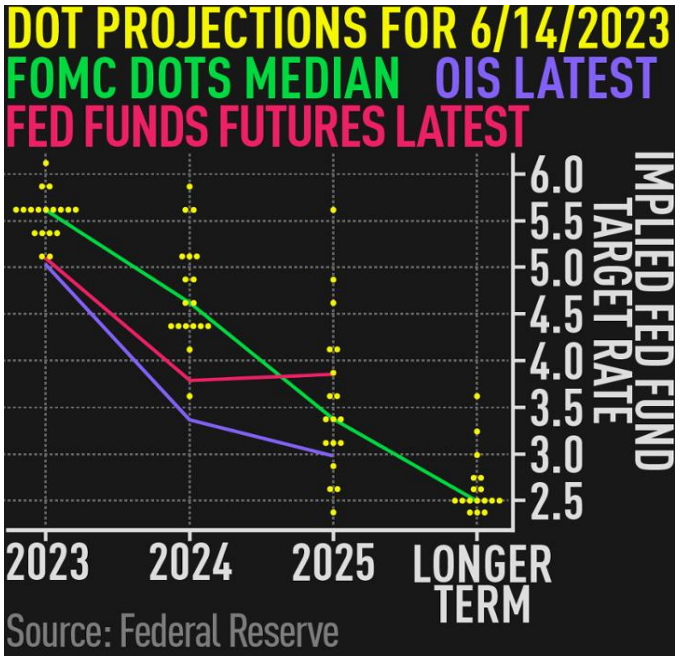
PMI's

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

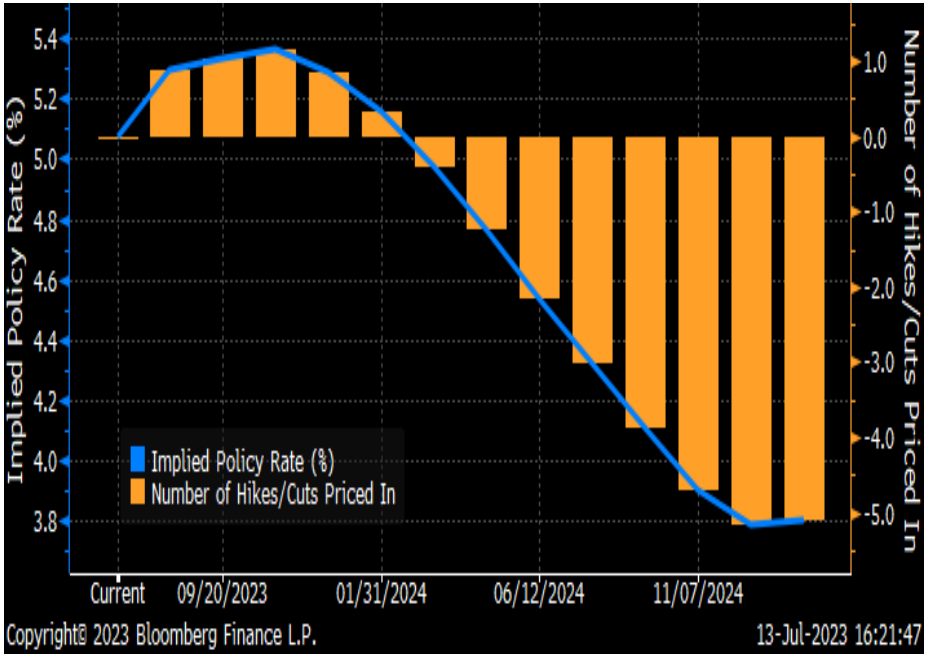
La Reserva Federal

La Reserva Federal se pone en modo pausa y mantiene sus tipos de interés en la horquilla 5-5,25%, el nivel más alto en 16 años, pero con una agresiva revisión de los dots (diagrama de puntos que muestra la trayectoria de tasa de interés que esperan los miembros de la Fed). El próximo 26/7 se reune la FED y se espera que suban 25pb con una probabilidad del 88% de acuerdo con los futuros de los FED Funds.

Dot Plot de la FED



Evolución tipo overnight (futuros Fed Funds)

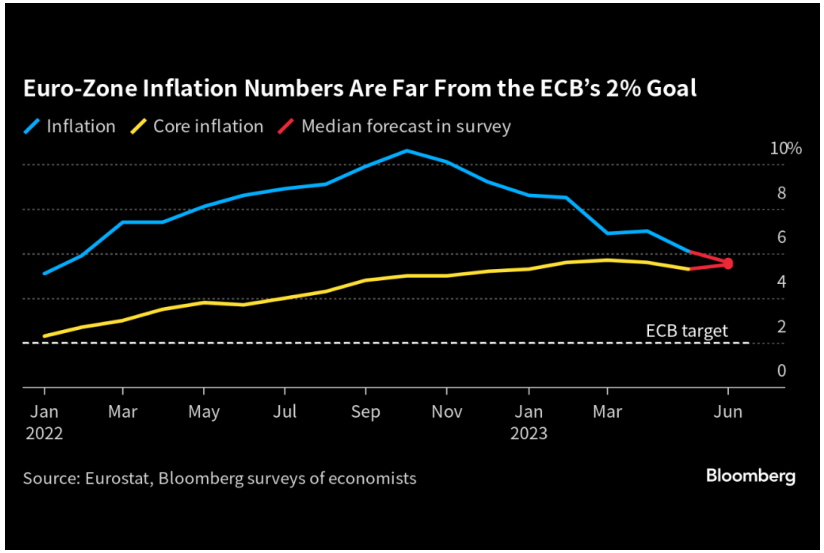


El Banco Central Europeo

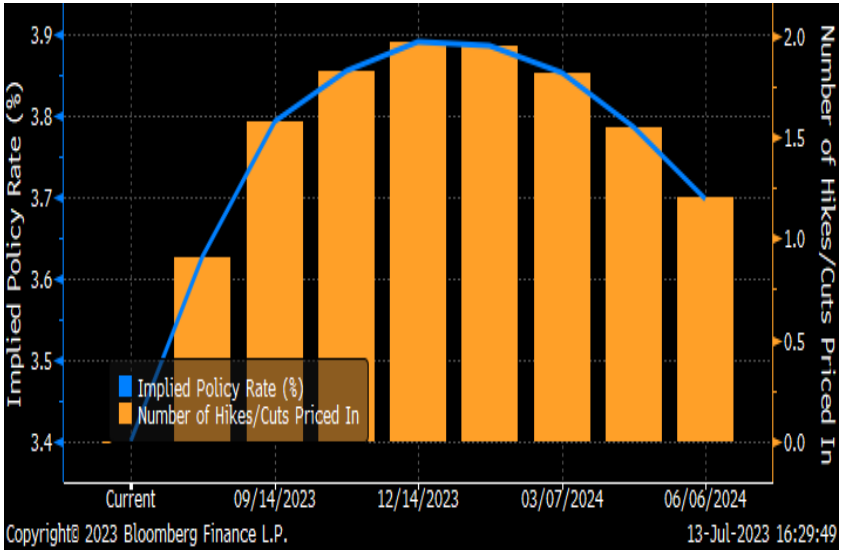
El Banco Central Europeo (BCE) decidió en su reunión de Junio subir 25pb su tipo de referencia hasta el 4%. En su decisión tuvo en cuenta que la inflación ha disminuido, pero se prevé que siga demasiado alta durante demasiado tiempo. Manifestaron que seguirán aplicando un enfoque dependiente de los datos en sus futuras decisiones.

Para la próxima reunión del 27/07 se cotiza en el mercado una probabilidad del 90,7% que suban los tipos 25pb lo que apoyaría la preocupación por la inflación subyacente.

Evolución Inflación Zona Euro



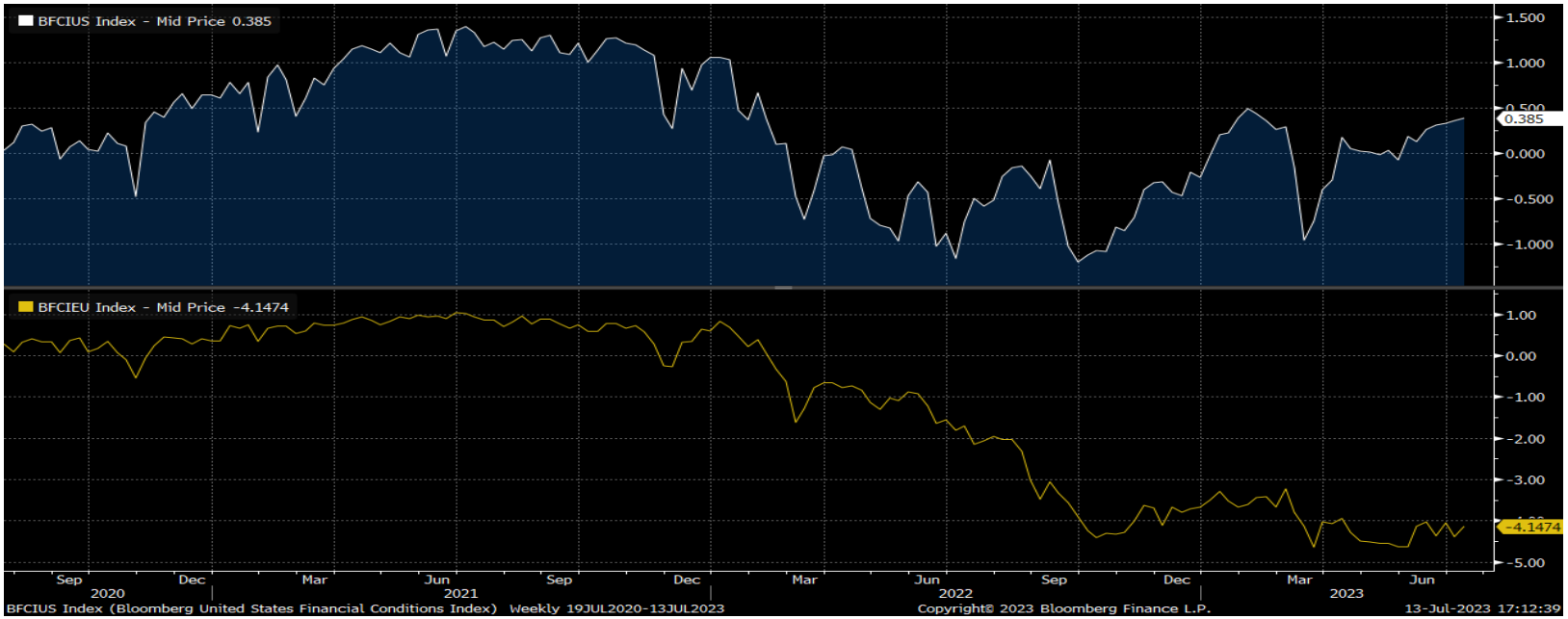
Evolución tipo overnight (futuros Fed Funds)



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 en EE.UU mientras que en la Zona Euro, sigue en territorio negativo.

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



Próximas fechas clave: atención a…

Reunión de los bancos centrales

- Reunión del BCE: 27/07/23
- Reunión de la Reserva Federal: 26/07/23
- Reunión del Banco de Japón: 28/07/23
- Reunión del Banco de Inglaterra: 03/08/23

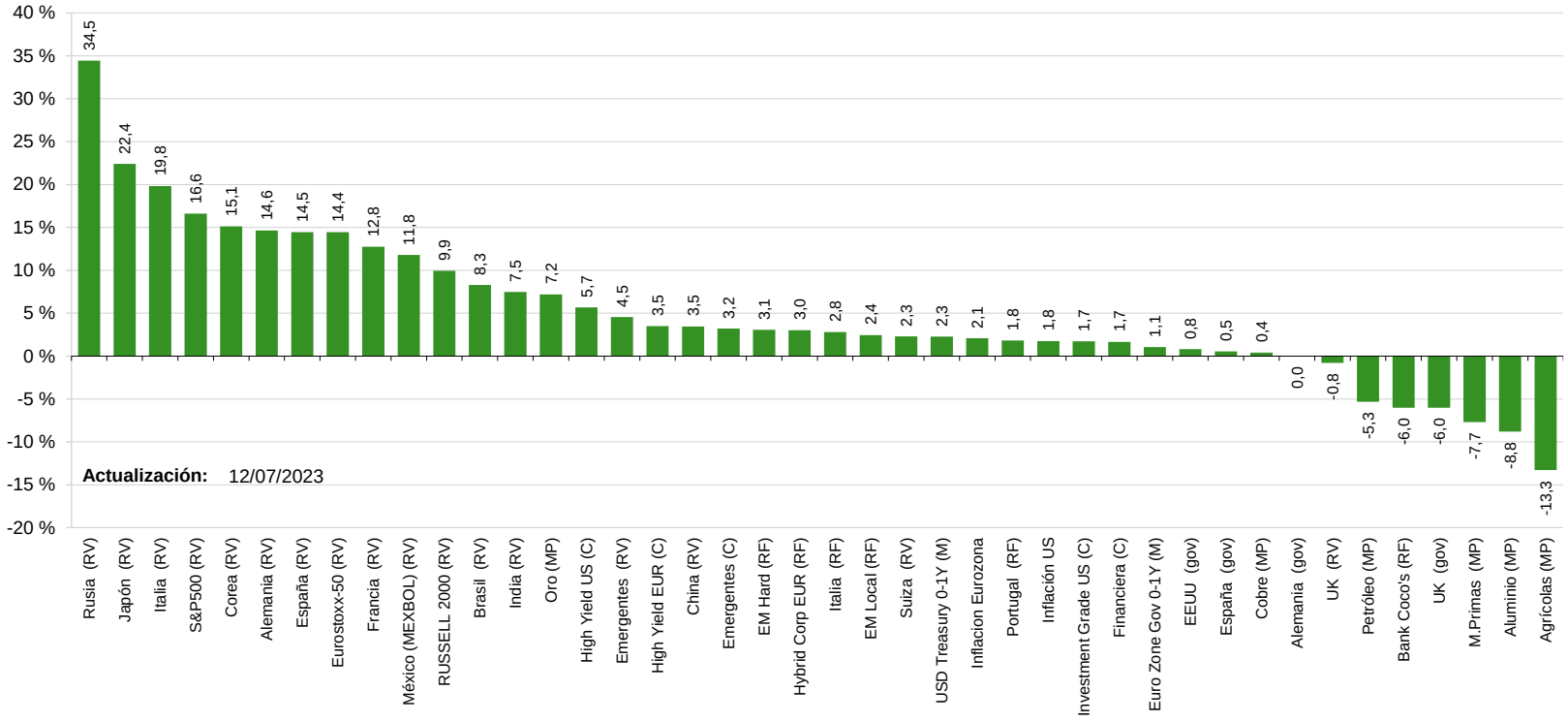
Otros

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

Datos Macro

	PIB	Inflación	PMI	Mdo. Laboral
EE.UU.	2023/07/27 14:30:00	2023/08/10 14:30:00	2023/07/24 15:45:00	2023/08/04 14:30:00
Zona Euro	2023/07/31 11:00:00	2023/07/19 11:00:00	2023/07/24 10:00:00	2023/08/01 11:00:00
Uk	2023/08/11 08:00:00	2023/07/19 08:00:00	2023/07/24 10:30:00	2023/08/15 08:00:00
Japón	2023/08/15 01:50:00	2023/07/21 01:30:00	2023/07/24 02:30:00	2023/08/01 01:30:00
China	2023/07/17 04:00:00	2023/08/09 03:30:00	2023/08/03 03:45:00	2023/07/17 04:00:00

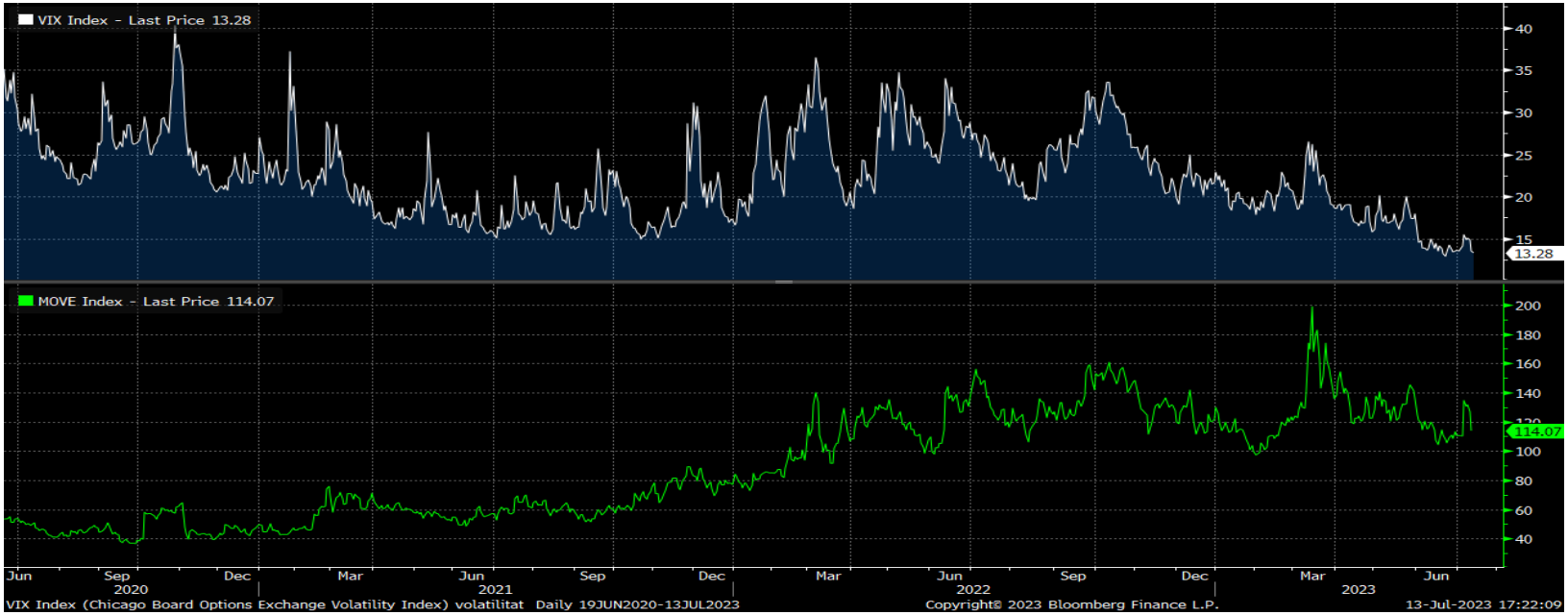
Ranking de activos YTD



Volatilidad

Los índices de volatilidad de los principales activos nos muestran cómo se está reduciendo, aunque se mantiene más elevada en el caso de los tipos de interés (MOVE Index). Destaca en el caso de la de la renta variable (VIX Index) que está en su nivel más bajo de los últimos años.

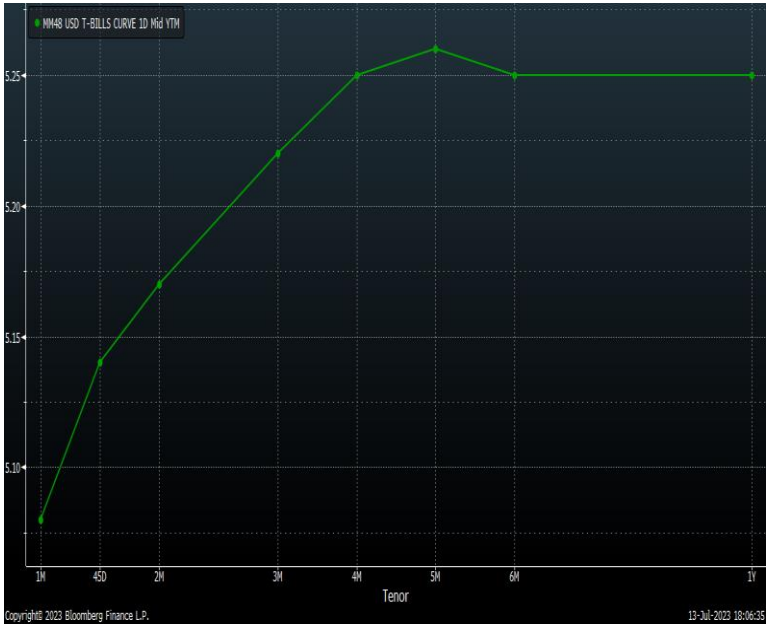
Índices de volatilidad VIX (arriba) & MOVE (abajo)



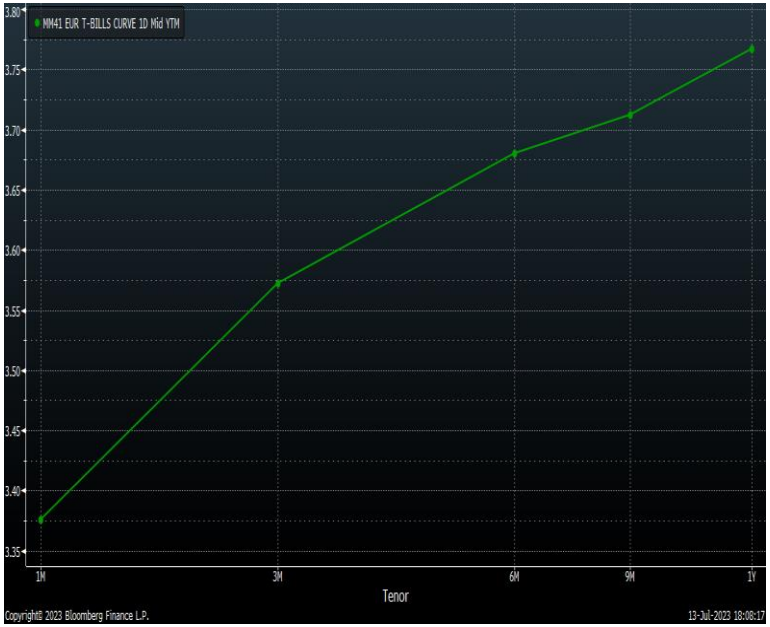
Renta fija – Mercado monetario

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	3,236	2,913	2,684	2,616	2,605	2,704	2,629
Netherlands	AAA	3,244	3,172	2,912	2,868	2,940	3,000	2,868
Ireland	A+	3,234	3,101	2,977	2,946	3,000	3,311	3,338
France	AA+	3,433	3,208	3,051	2,977	3,131	3,369	3,505
Belgium	AA+	3,305	3,160	3,009	3,037	3,247	3,386	3,618
Finland	AA	3,376	3,119	3,046	3,061	3,182	3,326	3,096
Austria	AA	3,347	3,202	3,097	3,114	3,216	3,250	3,231
EU	A+	3,273		3,262		3,165		3,243
Portugal	A	3,033	3,001	3,103	3,131	3,308	3,668	3,701
Spain	A	3,510	3,437	3,372	3,390	3,628	3,913	4,046
Slovenia	A	3,009	3,370	3,506	3,427	3,388	3,724	3,635
Croatia	BBB+			3,491	3,638	3,936	4,230	
Slovakia	BBB	3,609	3,469	3,501	3,702	3,840	3,957	3,948
Cyprus	BBB-	3,635	3,475	3,547	3,545	4,020		
Italy	BBB-	3,884	3,830	3,916	4,061	4,307	4,535	4,706
Greece	BB-	3,222	3,447	3,623	3,856	3,985	4,242	4,295

Renta fija – Tipos a largo

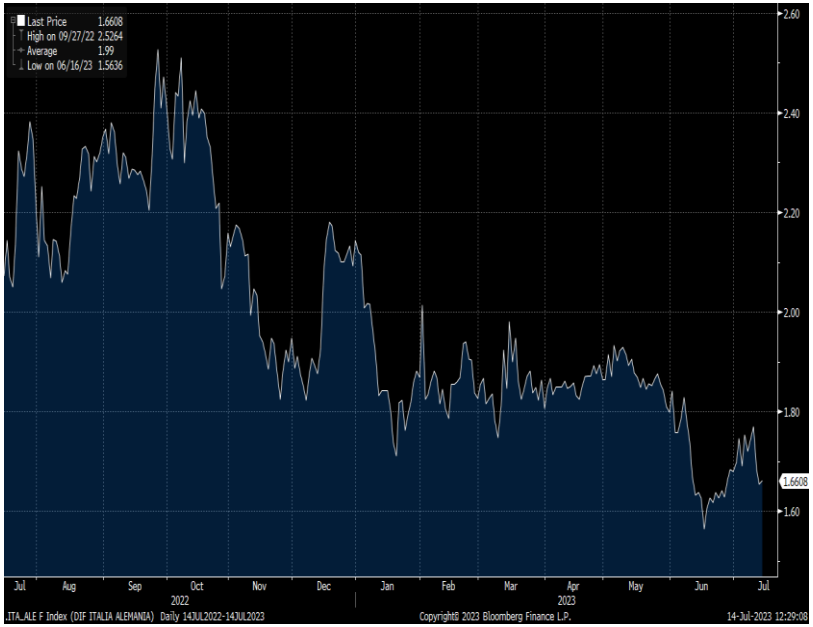
La rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo se mantuvo en un rango estable en Junio mientras en Julio, ha habido un movimiento de ida y vuelta, en función de si el foco se ponía en el crecimiento o en la inflación. El tipo a 10 años en EE.UU después de romper al alza el 4% ahora se sitúa en el 3,78% mientras el bund alemán sigue alrededor del 2,5%. Destaca una ligera subida en los tipos a largo plazo japoneses donde vuelven los rumores que podrían modificar la política de control de curva.

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

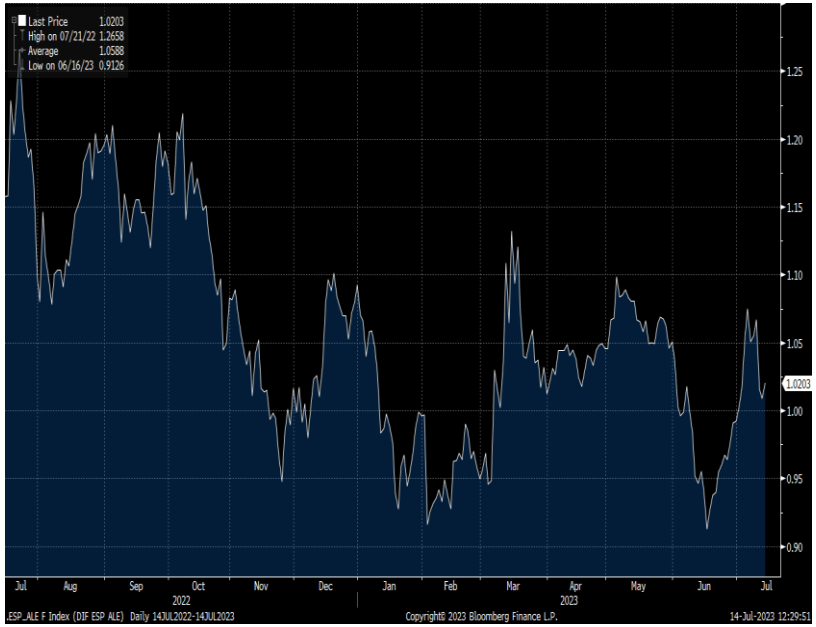
Renta fija – Prima riesgo países periféricos

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 +166pb, y la de España vs Alemania por debajo de los 102pb.

Evolución diferencial Italia vs Alemania (vencimiento 10 años)



Evolución diferencial España vs Alemania (vencimiento 10 años)

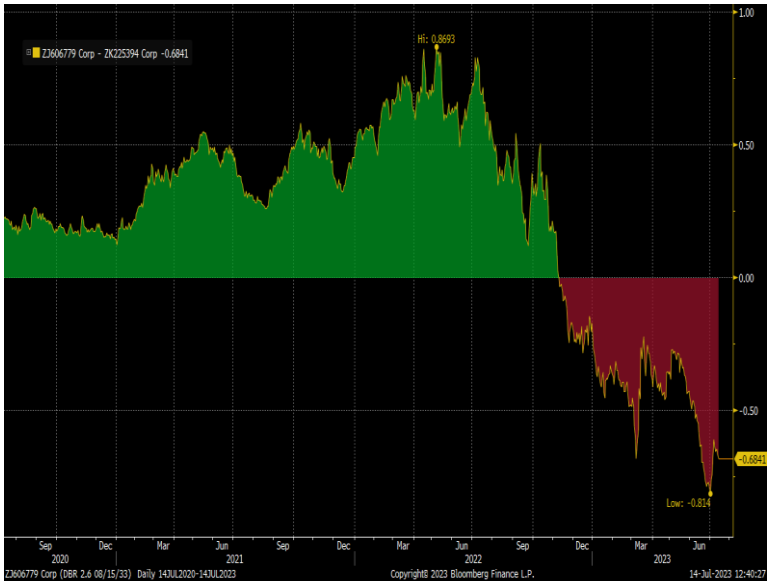


Renta fija – Curvas

El diferencial de la curva 10-2y en EE.UU. y en la Zona Euro sigue invertido 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.

Curva 10-2 años EE.UU.

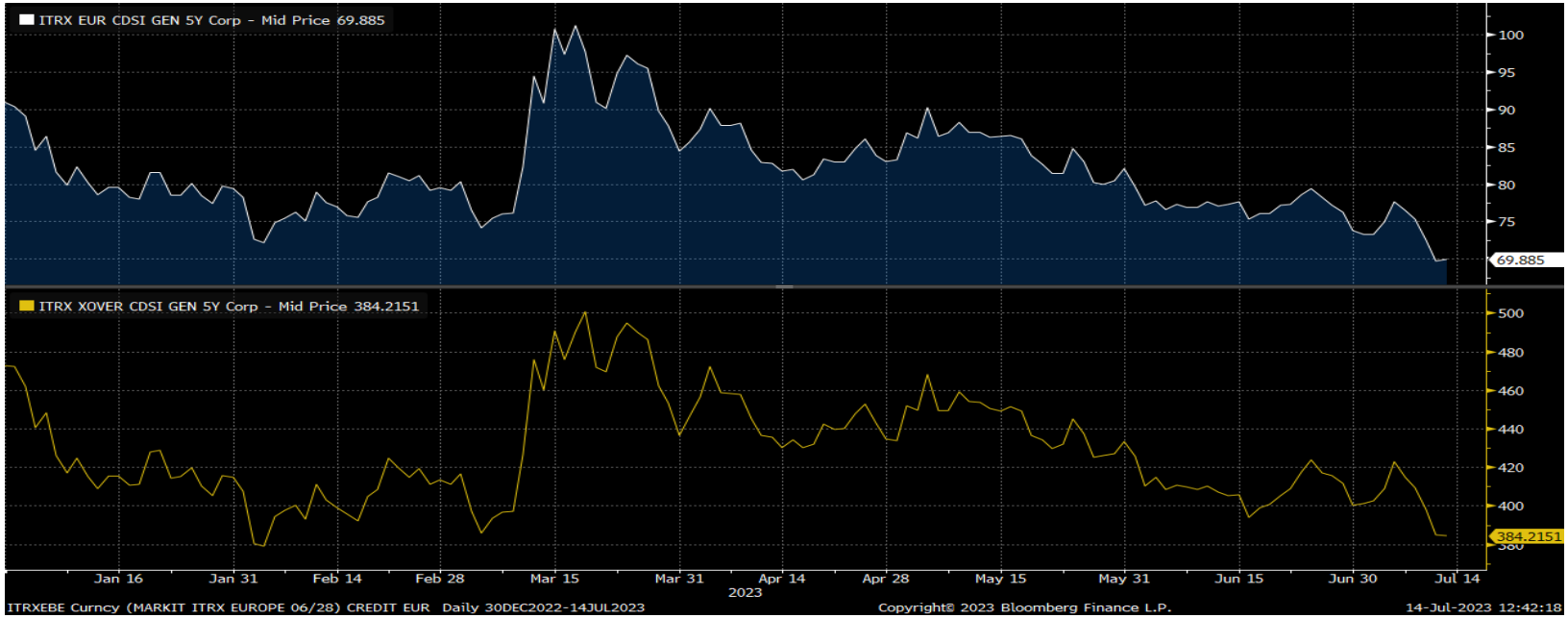
Curva 10-2 años Alemania



Renta fija – Diferenciales de Crédito

Sigue 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.

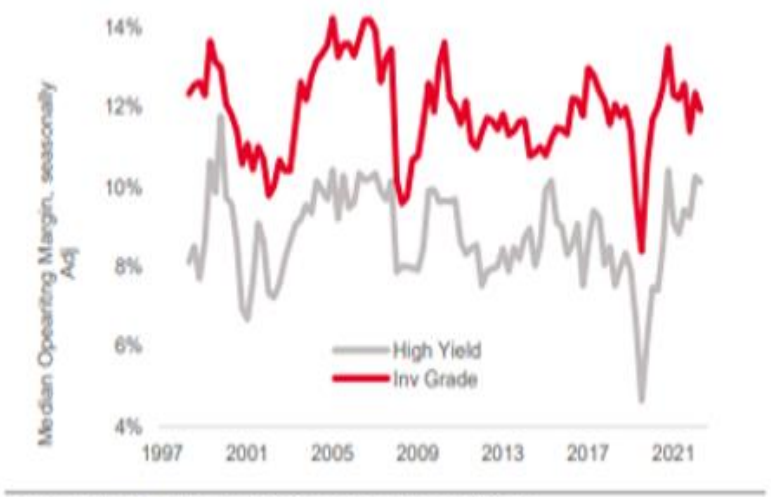
Evolución de los *spreads* de crédito (IG arriba/HY abajo)



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.**

Evolución márgenes



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

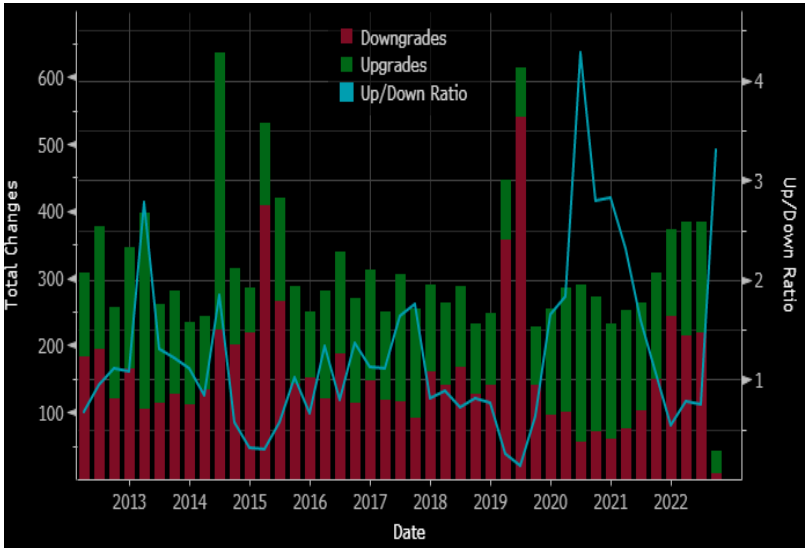
Evolución apalancamiento (debt/assets)

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

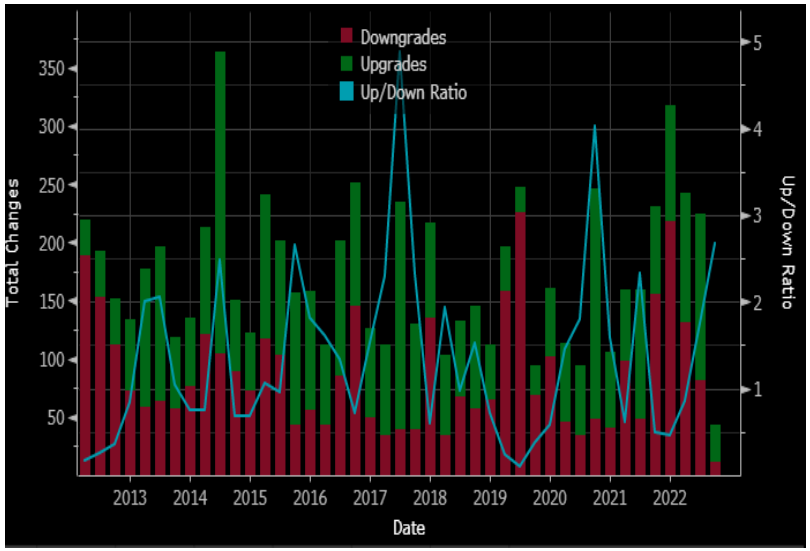
Renta fija – Calidad crediticia

Las variaciones de rating durante el 2023 presentan una diferente evolución con mayores subidas que bajadas en Europa concentradas en el segmento Investment Grade y destacando hasta 17 emisores “rising stars” (aquellos que pasan de tener una calificación de High Yield a Investment Grade). En EE.UU en global hay más bajadas de rating que subidas (366 upgrades vs 443 downgrades).

Bajadas/Subidas de Rating en EE.UU. (Moody’s)



Bajadas/Subidas de Rating en Europa (Moody’s)



Renta fija – Calidad crediticia

La tasa de incumplimiento (default) del mundo High Yield a largo plazo en EE.UU aumentó 20pb hasta el 2,5%. En la zona Euro, no hubo ningún default en el mes de junio y el nivel se mantuvo sin cambios en el 1,3%.

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

Source: CreditSights, ICE BofA HY Indices

Renta fija – Flujos

Las entradas de **flujos de fondos en crédito** (renta fija privada: corporativa y financiera), están siendo de un volumen considerable. El momento de rentabilidades similares a finales de 2022 y claramente por encima de la rentabilidad del dividendo del Stoxx600 lo están favoreciendo. El segmento Investment Grade es el gran ganador.

Países desarrollados (variación 1 mes, M de USD)

BFCS Asset Group	Netflow	Netflow	Flow%
Fixed Income		+22,625	+1.6
IG BBB or higher		+11,285	+1.7
Not Declared		+5,518	+3.4
IG A or higher		+5,150	+1.0
High Yield		+671	+0.8

Países emergentes (variación 1 mes, M de EUR)

BFCS Asset Group	Netflow	Netflow	Flow%
Fixed Income		+1,929	+2.4
Not Declared		+1,819	+2.7
IG BBB or higher		+103	+1.4
IG A or higher		+49	+1.9
High Yield		-42	-2.1

Renta fija – Divisas

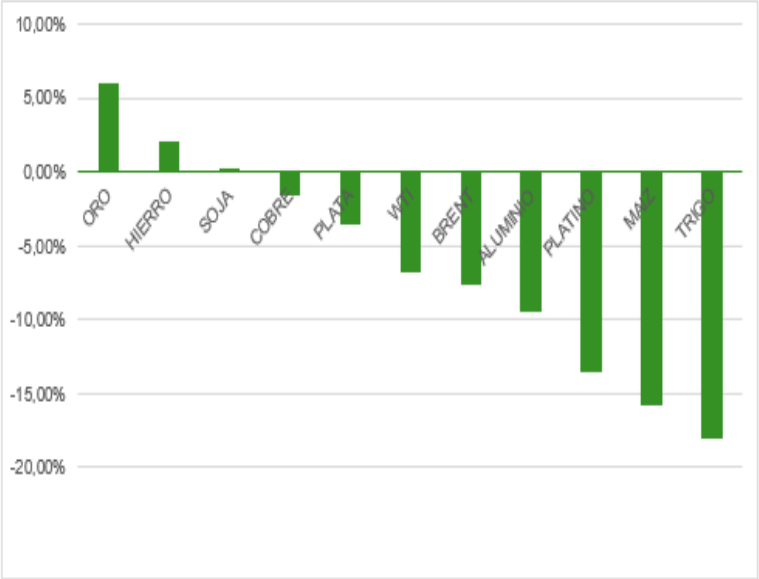
Ante la percepción de que la Reserva Federal puede llegar pronto a su tipo terminal, el Euro toma ventaja y se ha apreciado vs el USD un +4,94% en el año. El peso mexicano y el real brasileño son los que mejor comportamiento están teniendo en el año mientras que algunas divisas tradicionalmente relacionadas con commodities como la corona noruega o el rand sudafricano lo hacen peor. 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 Junio un -9,25% pero en las dos primeras semanas de Julio rebota hasta situar la pérdida en el -2,68%. El petróleo (Brent) regresa a precios por encima de 80 después de anunciarse una menor producción por parte de los principales países productores, en el sector de la energía destaca la caída de precio del Gas Natural. En el sector metales destacan en positivo los metales preciosos con el oro ofreciendo un retorno por encima del 6% en el año.

Principales materias primas (evolución YTD)

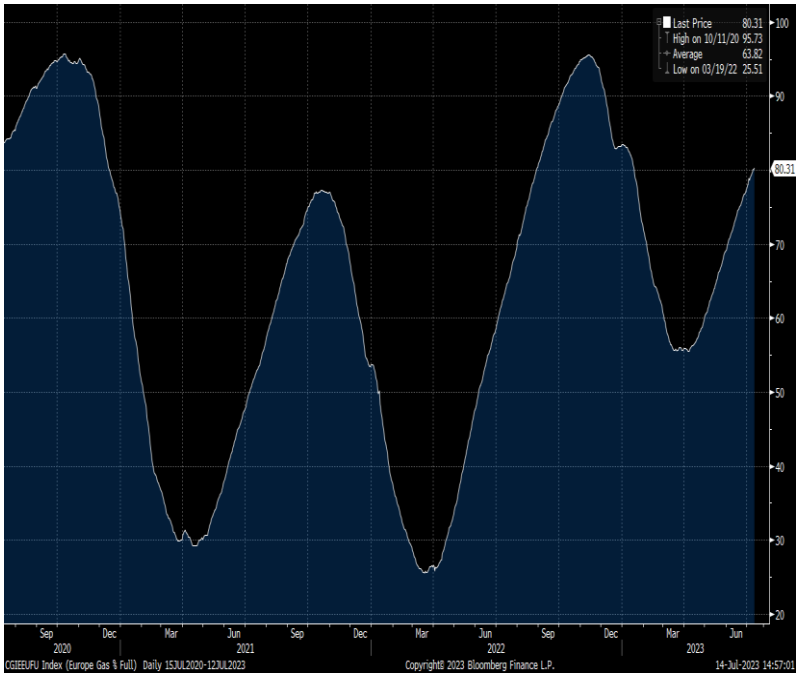


Evolución del Brent y del oro

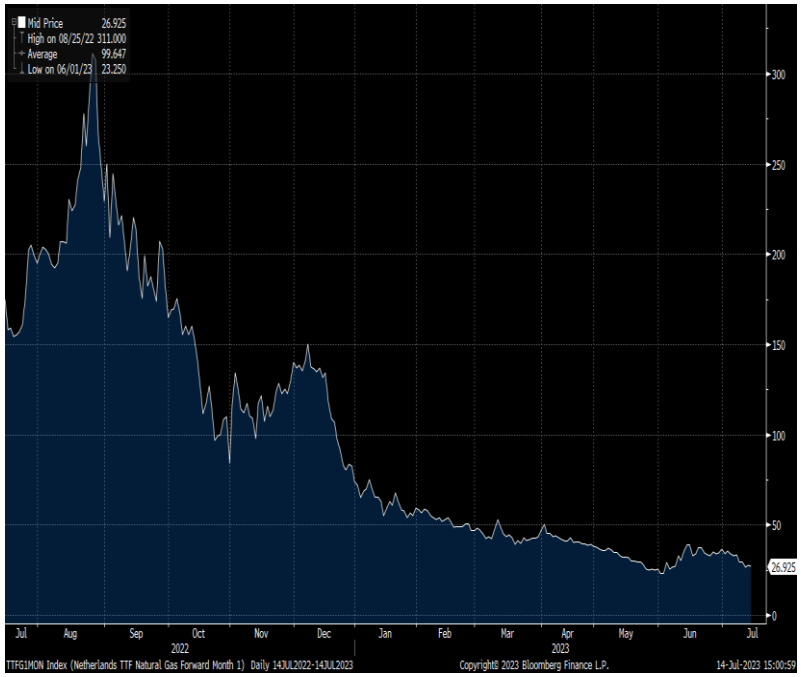
Renta fija – Materias primas

La oferta mundial de GNL y la capacidad europea de regasificación están creciendo. Así, las perspectivas de suministro de gas para el invierno de 2023-24 siguen siendo buenas gracias a la favorable evolución del almacenamiento y a la demanda contenida. El porcentaje de almacenamiento llega al 80% en Europa (en Junio de 2022 estaba en el 60%).

Almacenamiento gas en Europa (CGIEEUFU Index)



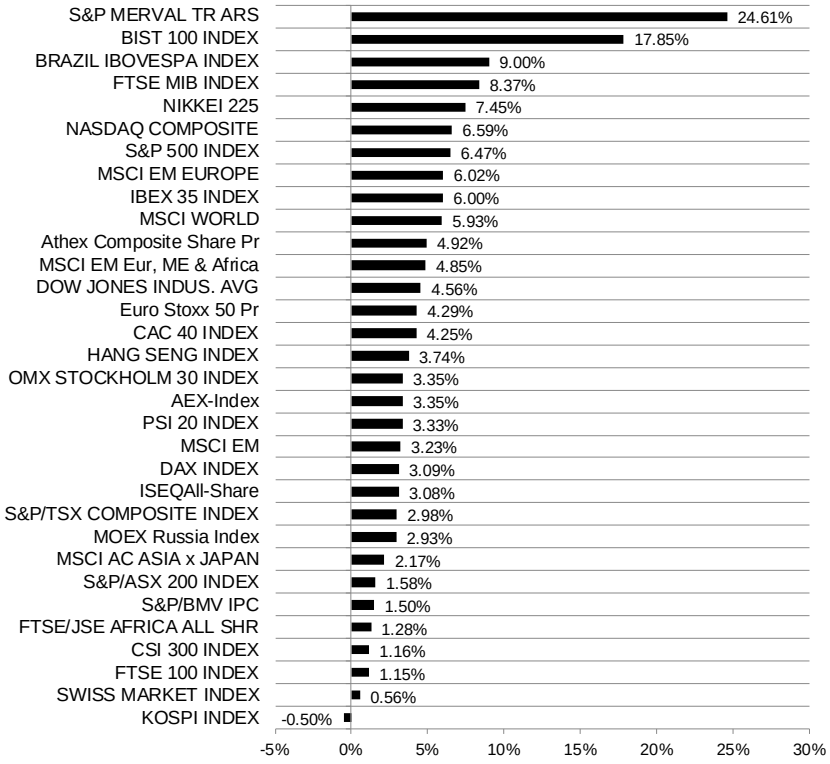
Evolución precio del gas (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)



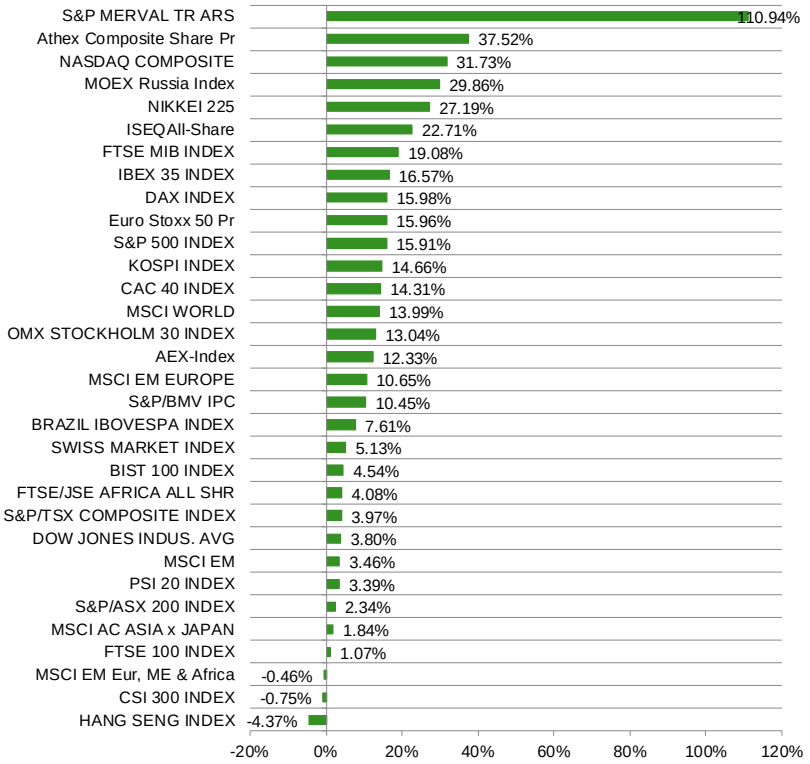
Resumen de rendimientos

Después de un primer trimestre del año que fue muy positivo para todos los activos de renta variable en general, hemos visto como el segundo trimestre ha sido algo más mixto, con las acciones tecnológicas experimentando un fuerte rendimiento gracias al entusiasmo en torno a la Inteligencia Artificial, que ha dado un impulso adicional al mercado.

Junio



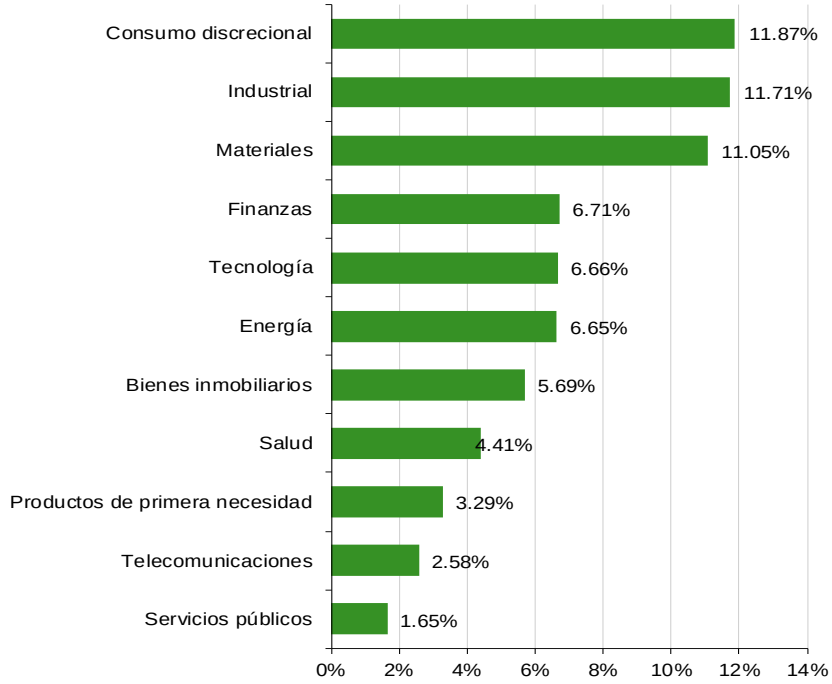
Año 2023



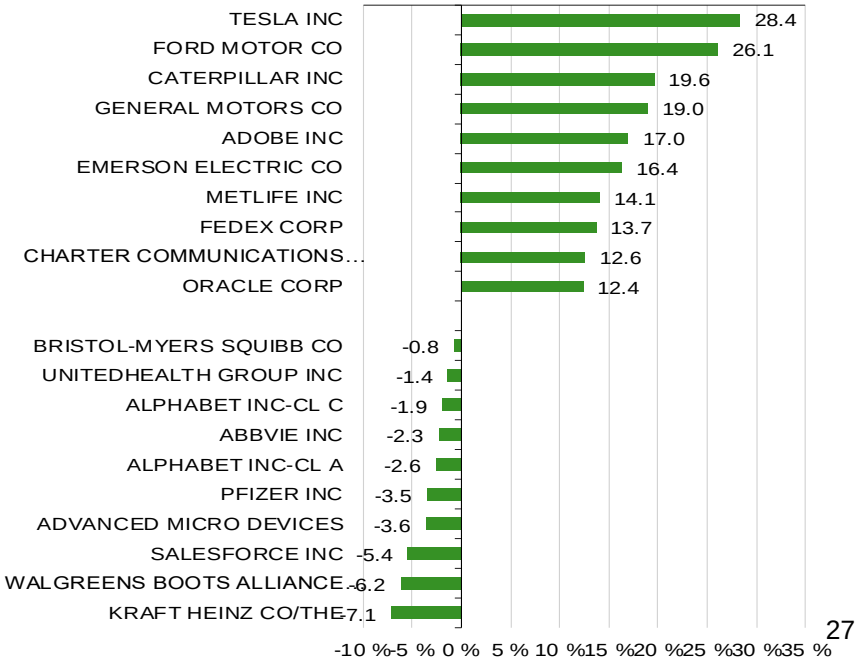
Estados Unidos

El mes de junio fue un buen final para el primer semestre de 2023. El S&P 500 subió un +6,5% durante el mes, lo que hace que termine la primera mitad del año con una subida del +15,9%. El Nasdaq subió un +31,7%, tenido su mejor primera mitad del año en más de 40 años. Tanto el S&P 500 como el Nasdaq se vieron impulsados al alza por las compañías Mega-Cap, con Apple y Microsoft alcanzando nuevos máximos históricos. Como se esperaba, la Reserva Federal no subió los tipos en su reunión de junio y los inversores también se alegraron de que los datos de inflación siguieran tendiendo a la baja.

Rendimiento Sectorial EE.UU. (%)



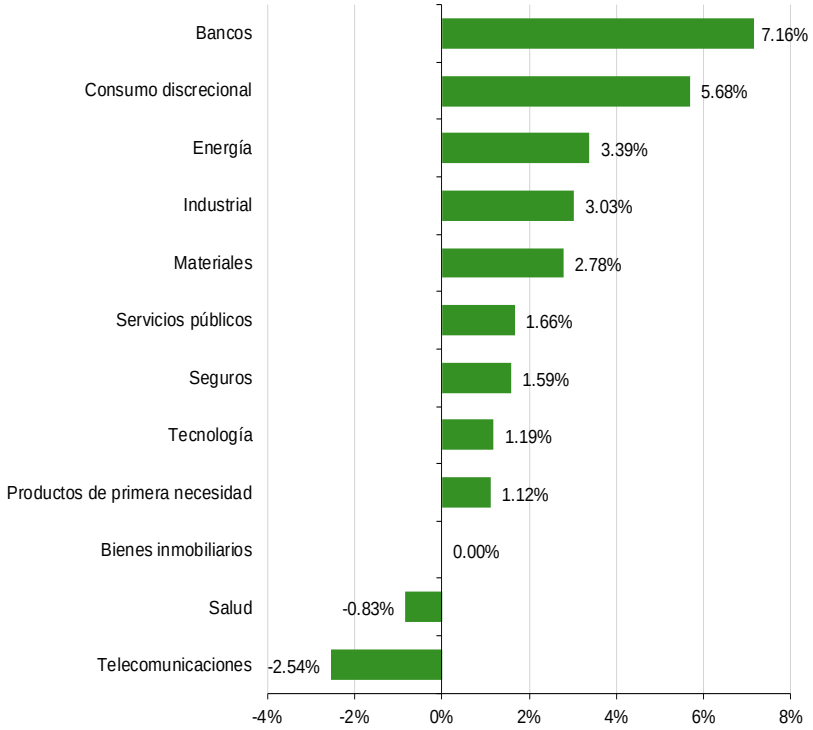
Principales variaciones de títulos (%)



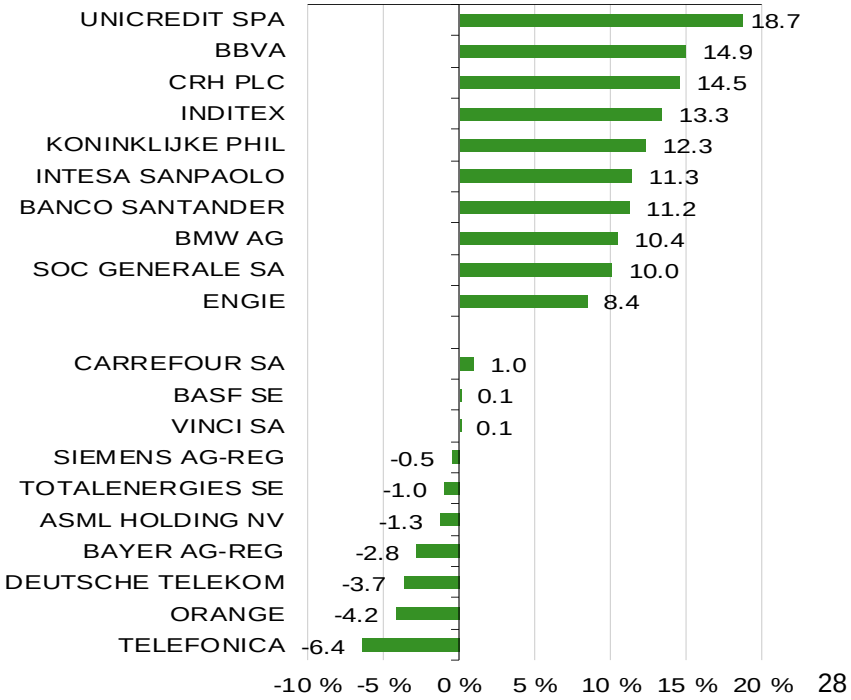
Europa

El Eurostoxx 50 sube en junio un +4,3% y cierra la primera mitad del año subiendo un +15,9%, rentabilidad explicada prácticamente en su totalidad gracias al espectacular comportamiento que tuvo el índice europeo durante el primer trimestre del año. Hemos visto como la volatilidad ha continuado cayendo al no haber señales de un contagio financiero más amplio después de los problemas de marzo, lo que ha hecho que se sitúe en mínimos de tres años.

Rendimiento Sectorial Europa (%)



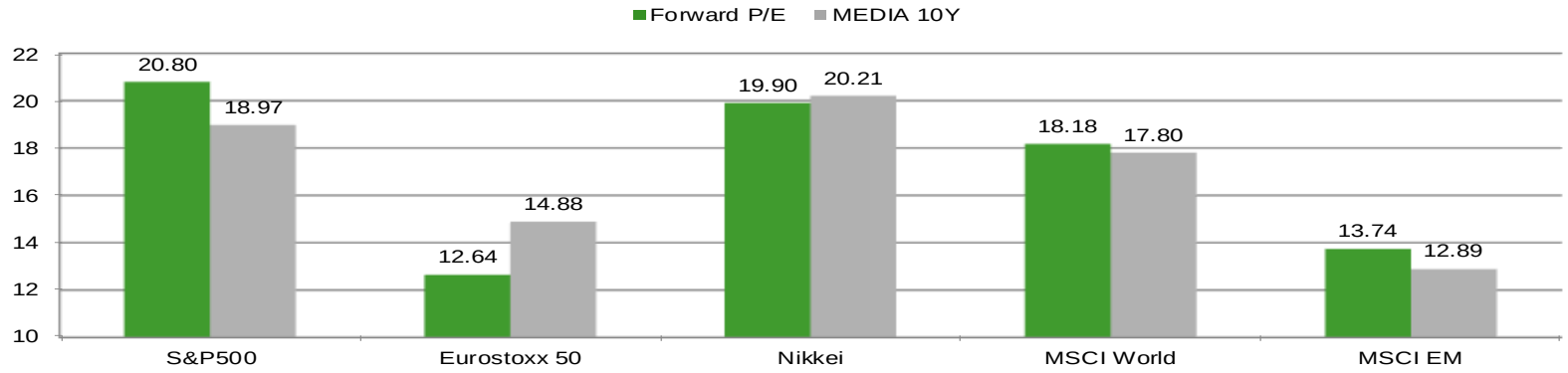
Principales variaciones de títulos (%)



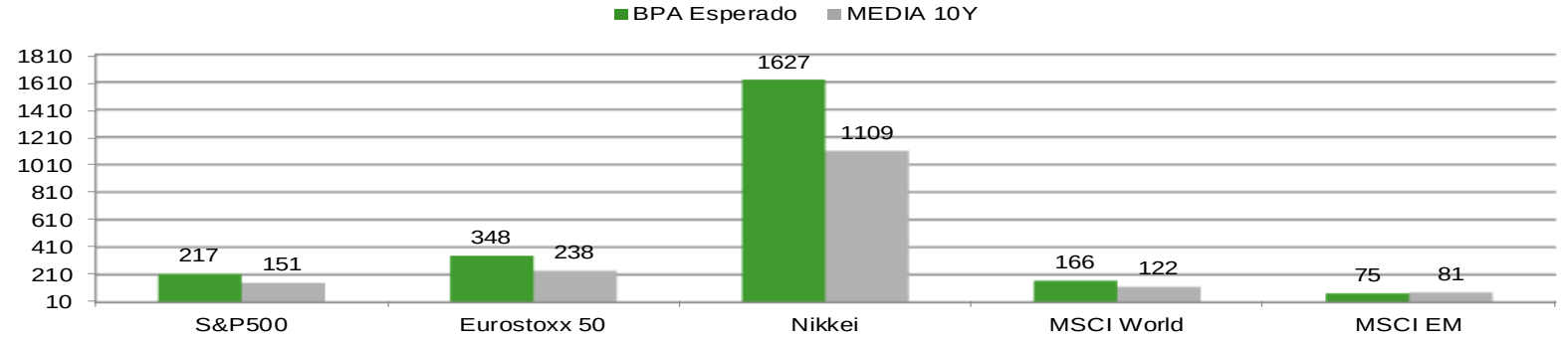
Valoraciones

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 13x P/E Forward, por debajo de su media de los últimos 10 años.

P/E Forward 12 meses



BPA previsto



Asset Allocation

junio-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 México: este documento ha sido preparado por Grupo Creand 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 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