

Nota finalizada a las 3pm (hora Europa Central)

Julio 24 - 28, 2017

(La siguiente publicación llegara la primera semana de septiembre)

Destacados de la Semana

- **Mercados:** subida de los rendimientos de la renta fija a ambos lados del Atlántico; aumento de la paridad EUR/USD; los segmentos de renta fija de beta elevada volvieron a comportarse mejor; ganancias en los mercados de renta variable.
- **Crecimiento:** el crecimiento se acelera según lo previsto en el segundo trimestre en **EE. UU.**, sorprende al alza en **España** y se estabiliza según lo esperado en **Francia**. La encuestas anticipan un crecimiento mayor en Alemania para el tercer trimestre.

Tema de la semana

Tasas de impago de la deuda high yield estadounidense: ¿qué cabe esperar para el segundo semestre de 2017 tras la fuerte caída del primer?

Mercado descenso de las tasas de impago de la deuda high yield de EE. UU. en lo que llevamos de 2017

En el 1.er semestre de 2017 hubo un importante giro a la baja de las tasas de impago de los bonos de categoría especulativa de EE. UU.: la tendencia era ampliamente esperada, ya que todos los principales indicadores de las tasas de quiebra de empresas high yield estadounidenses apuntaban a un máximo a principios de año y a una rápida caída ulterior. Como han confirmado algunos datos recientes de Moody's, este descenso se ha acelerado en los últimos meses de 2017. En enero se registró una tasa de impago del 5,9% de las empresas de categoría especulativa de EE. UU., el máximo de lo que podría considerarse como el «miniciclo» de impagos en curso. A continuación la tasa cayó al 4,7% en marzo y alcanzó el 3,8% en junio; las últimas previsiones de las agencias de calificación apuntan a un nivel de en torno al 3% para diciembre de este año, bastante en línea con nuestras propias previsiones, basadas en los indicadores adelantados de impago. Por consiguiente, debería de producirse una caída más suave en los próximos meses, ya que la fuerte disminución de la tasa de impago para los 12 meses anteriores en junio se debió a la comparación de un muy mal 1.er semestre de 2016 con unos datos mucho mejores registrados en el 1.er semestre de este año. Efectivamente, en términos de deuda impagada, en los seis primeros meses de 2017 la deuda high yield estadounidense se elevó a menos de un tercio del volumen observado en el 1.er semestre de 2016, mientras que en la segunda mitad de este año no debería de haber tanta divergencia con respecto al mismo periodo de 2016.

El ciclo impulsado por las materias primas se acerca a su fin...

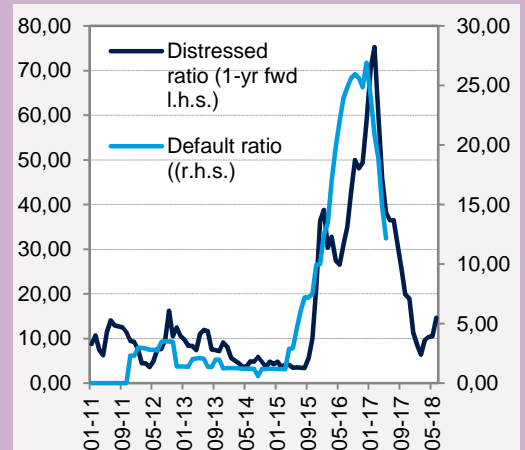
Las tendencias tanto alcistas como bajistas del «miniciclo» actual no se han debido a la recesión ni a la crisis financiera sino casi por la mayor parte a las materias primas: si las empresas de los sectores de energía y materiales se excluyen del cómputo de los últimos dos años, de hecho, las tasas de impago han permanecido bastante estables y cercanas a los bajos niveles de los años anteriores. El gráfico muestra que la recuperación del sector de la energía en cuanto a reducción del número de quiebras debería de continuar en los próximos trimestres, con un desfase de en torno a un año con respecto a la enorme caída de su ratio de deuda distressed (en dificultades). Este ratio (porcentaje de bonos que se negocian con un diferencial de más de 1.000 p.b. con respecto a los Treasuries) de todo el universo de categoría especulativa estadounidense se encuentra ahora cerca de los mínimos de 2014, lo que apunta a un umbral del 3% en un plazo de 6 a 9 meses. El análisis de los impagos por categorías de calificación también resulta alentador. Los bonos de categoría especulativa de alta calidad, es decir, los de calificación BB, han pasado a una tasa de impago de cero en enero de este año, mientras que los de calificación B han pasado al mismo nivel en los meses posteriores. Por consiguiente, en resumen, las tasas de impago se concentran ahora exclusivamente en los de calificación más baja, es decir, calificados CCC..

...Por lo tanto, ¿qué cabe esperar ahora?

Dado que los factores «top-down» apuntan a una nueva caída de las tasas de impago y los problemas de los sectores de materias primas disminuyen, la cuestión ahora es qué sectores podrían pasar a un primer plano entre los emisores en impago y encabezar la tendencia en los próximos meses y trimestres. De momento, excluidas las materias primas, el sector minorista muestra cierta tensión, aunque solo con algunos impagos registrados en el último mes y una tasa de deuda en dificultades del 17%, actualmente la más alta

Sector high yield de energía de EE. UU.:

La caída de la tasa de deuda en dificultades es un buen augurio para el fin del ciclo actual



Source: Bloomberg, Amundi Research

de los principales segmentos estadounidenses. Según los últimos datos publicados por Fitch, no obstante, el sector minorista de EE. UU. actualmente registra una tasa de impago aún muy limitada del 1,8%. Moody's prevé una tasa de impago del 4,5% dentro de un año para el sector minorista, mientras que el de medios de comunicación se ha revisado últimamente al alza al 7% a 12 meses; en resumen, una subida muy limitada en ambos sectores, que representan respectivamente el 3,7% y el 4,7% del mercado de deuda high yield estadounidense, una ponderación inferior al 14% que aún representa la energía y el 5% de metales y minería. Un análisis de las tendencias recientes de la oferta de deuda prevé que la refinanciación gane terreno con respecto a los elementos de fusiones y adquisiciones y de gasto como objetivos de la emisión de nueva deuda: se trata de un signo alentador, teniendo también en cuenta el volumen limitado de las necesidades de refinanciación de las empresas estadounidenses en los próximos dos años. En conclusión, por consiguiente, las tasas de impago seguramente mantendrán su tendencia a la baja en los EE. UU. en los próximos trimestres, aunque a un menor ritmo que el registrado en lo que llevamos de 2017. Esta suposición parece coherente no solo con las indicaciones de algunos factores «top-down», sino también considerando los factores «bottom-up» y de mercado. La vuelta de los impagos a unos menores niveles en los EE. UU. debería de ir acompañada de la continuación de un escenario bastante benigno para la deuda high yield europea: Europa no ha seguido el miniciclo impulsado por las materias primas de EE. UU. en los últimos años y se ha mantenido cerca de unos bajos niveles cíclicos, que deberían de confirmarse en los próximos trimestres.


La Semana de un Vistazo

> Indicadores Económicos

EE. UU. >

El crecimiento se aceleró en el segundo trimestre. Tras un crecimiento anualizado de solo el 1,4% en el primer trimestre el crecimiento se situó en el 2,6% en el segundo trimestre (2,1% en un año), superando las expectativas. Impulsado especialmente por el consumo de los hogares, que contribuyó en 1,9 puntos porcentuales, la actividad se benefició también del buen comportamiento de la inversión en bienes de equipo y de una reposición de existencias de las empresas.

Bienes no perecederos: los pedidos se han desplomado, mientras que las entregas se han incrementado. Estas últimas han subido por quinto mes consecutivo en junio. En el segundo trimestre, subieron un 4,1% en términos interanuales, comparado con el 6,8% del primer trimestre.


 Las entregas indican que la inversión de las empresas se comportó bien en el segundo trimestre, a pesar de una ligera caída. En cambio, el retroceso de los pedidos indica por su parte una pérdida de vigor en el tercer trimestre. En conjunto, los datos económicos publicados confirman nuestro escenario de política monetaria: inicio de la normalización del balance de la Fed en septiembre, próxima subida de los tipos en diciembre. Esta perspectiva se ha visto claramente confirmada por el comunicado de la Fed tras el FOMC del 26 de septiembre.

Francia >

El crecimiento se estabilizó en el segundo trimestre a un nivel de 0.5%.

Ligero retroceso del PMI en julio. El índice PMI compuesto retrocedió ligeramente, de 56,6 a 55,7. No obstante, esta evolución oculta la mejora registrada en el sector de la fabricación, cuyo índice sube por encima de las expectativas (pasando de 54,8 a 55,4).


La inflación francesa sigue en nivel bajo y se situó en el +0.8% en julio (dato preliminar)

 Por un lado, esto viene a confirmar que el pico de crecimiento se alcanzó en el segundo trimestre. En cambio, el repunte del sector de fabricación muestra el vigor del ciclo mundial. En Estados Unidos y Alemania se observa la misma tendencia: buen comportamiento de los servicios, repunte de la industria. Esta evolución está relacionada con el impulso del comercio mundial de bienes.

Alemania >


El IFO registró su nivel más alto en julio. El índice insignia alemán alcanzó su nivel más alto desde la reunificación alemana. El componente de «previsiones» ha mejorado, pero sigue retrocediendo con respecto al componente de «condiciones actuales». El índice se vio impulsado por los sectores de fabricación y de la construcción.

La inflación se situó en el +1.5% en julio (dato preliminar). Igual al valor de junio.

 Parece que el crecimiento sigue desacelerándose en el tercer trimestre, tras un segundo trimestre ya vigoroso. Si esta tendencia se confirma, es muy probable que volviéramos a elevar nuestra previsión de crecimiento para 2017 (actualmente en el 1,8% frente al 1,7% para el consenso).

España >


El crecimiento volvió a acelerarse en el segundo trimestre y ascendió al 0,9% (frente al 0,8% del primer trimestre). El desglose no estará disponible hasta finales de agosto.

 El consumo probablemente se aceleró, impulsado por la creación de empleo. Sin duda, la inversión mantuvo su dinamismo. Por último, como en Francia, las exportaciones han contribuido también seguramente a este buen comportamiento. Las encuestas siguen su buena marcha de momento. Por tanto, es posible que tengamos que volver a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para 2017 (actualmente del 2,8%).

> Mercados Financieros


Renta Fija

Antes de la reunión de la Fed, justo al principio de la semana los rendimientos de los bonos se movieron al alza a ambos lados del Atlántico. Después, la curva estadounidense reaccionó al comunicado del FOMC con un cambio alcista limitado, ya que los bonos del Tesoro a largo plazo superaron generalmente en rentabilidad a los vencimientos cortos. Esta reacción parece indicar que los actores del mercado se mostraron más impresionados por la prudente alusión a la inflación más que por una clara indicación que la normalización del balance probablemente comenzará antes de lo previsto. Es probable que el enfoque del banco central en la inflación mantenga los próximos datos vigilando las tendencias de los precios en el radar del mercado en las próximas semanas. Sin embargo, en general, los rendimientos volvieron a aproximarse a sus niveles de la apertura de la semana y lo mismo sucedió con los Bunds a diez años. Los diferenciales de la deuda de los países periféricos se estabilizaron tras la recuperación de las semanas anteriores, mientras que Grecia volvió al mercado de renta fija casi exactamente cinco años después de que el presidente del BCE hiciera su famosa promesa de «lo que sería necesario» para defender el euro en su discurso de julio de 2012.

 Los rendimientos de los bonos europeos parecen más estables en los niveles actuales, después de las últimas declaraciones y el comunicado del BCE, y ante una actividad de negociación más limitada en agosto. Los mercados de renta fija estadounidense parecen estar seguros de que la Fed mantendrá su enfoque gradual, ya que se sigue contando con las medidas de política fiscal y las perspectivas de inflación no parecen preocupantes: no se espera una primera subida hasta diciembre, pero el foco pasará gradualmente de los tipos a la normalización del balance.


Divisas

El comunicado del FOMC impulsó un nuevo movimiento al alza del tipo de cambio euro/dólar estadounidense, el cual registraba el nivel de 1,17 en el momento de escribir. La falta de avances en el plano del estímulo fiscal añade presión adicional al dólar con respecto al euro, junto con las tendencias relativas en el plano macroeconómico y en cuanto a flujos financieros. El comunicado del BCE de la semana pasada y su formulación contribuyeron a estabilizar los rendimientos de los bonos europeos, después de la fuerte subida iniciada a finales de junio, pero no impidió que la divisa europea alcanzase nuevos máximos. En ese sentido, el papel de las perspectivas de la política monetaria y la política fiscal de EE. UU. sigue siendo dominante, a pesar del reciente tono más suave mostrado por el BCE. Entre las divisas emergentes, destacamos el comportamiento positivo de las divisas de las materias primas, respaldado por un importante repunte del petróleo y otros precios de materias primas.

 En esta fase, la falta de noticias de la Fed probablemente sea una noticia positiva para el EUR/USD y, por tanto, la reciente tendencia se mantiene. Sin embargo, como subrayamos en el enfoque de la semana pasada, el tipo de cambio con respecto al dólar estadounidense sigue muy por debajo de los niveles registrados cuando el BCE introdujo los tipos negativos y, en los niveles actuales, aún no parece suponer un riesgo para la mejora del contexto macroeconómico o un factor que lleve al consejo de gobierno del BCE a revisar sus planes. Por otra parte, los mercados emergentes siguen con buenas perspectivas, gracias también a la reciente recuperación de los precios de las materias primas.

Crédito


Durante la semana, los «sospechosos habituales», es decir, los segmentos de crédito de beta elevada (el high yield y la deuda financiera subordinada) volvieron a superar la rentabilidad de los mercados de deuda corporativa. En particular, los diferenciales de la deuda de categoría especulativa tanto estadounidense como europea volvieron a estrecharse, por lo que las rentabilidades totales han marcado nuevos máximos en lo que va de año: en el momento de escribir, los principales índices de referencia generales del crédito registraban una rentabilidad del total del 6% (high yield estadounidense) y de casi el 5% en los bonos europeos de categoría especulativa. Los resultados del FOMC cumplieron las expectativas y, por tanto, fueron bastante neutrales para los créditos europeos: sin embargo, la actitud prudente de la Fed en su normalización gradual de la política monetaria sigue en pie, con cierto respaldo de los activos de riesgo, y la consiguiente reacción del mercado de divisas parece algo más favorable para los títulos de crédito estadounidenses. En efecto, la nueva depreciación del dólar estadounidense parece más favorable para las perspectivas de las empresas de EE. UU. que para las europeas, aunque, al mismo tiempo, debido a las valoraciones ajustadas de los mercados de crédito de ambos lados del Atlántico, la revalorización del euro con respecto al dólar estadounidense probablemente generará un menor impacto en los bonos corporativos desde el punto de vista relativo regional.

 A medida que avanza la temporada de resultados, los primeros números parecen confirmar un entorno de fundamentales sólidos para las empresas europeas, lo que, junto con factores técnicos muy favorable, mantiene un

escenario muy optimista para los bonos corporativos, a pesar de la reducción de las valoraciones. El reciente movimiento de los precios confirma que el deseo de riesgo sigue fuerte y que, en los mercados de renta fija, los bonos corporativos han demostrado resistir bastante bien el rápido aumento de los rendimientos de la deuda pública. Por consiguiente, seguimos siendo optimistas con respecto a los productos de diferenciales, a pesar de que reconocemos que las rentabilidades futuras provendrán cada vez más del carry del rendimiento en lugar de un ajuste adicional de los diferenciales.

Renta Variable

Ganancias en los mercados de renta variable. En efecto, el mercado estadounidense volvió a marcar nuevos máximos históricos. Por su parte, los mercados de la zona euro aguantaron a la continua subida del euro, gracias a las publicaciones de resultados favorables. Sin embargo, aún es demasiado pronto para hacer un balance completo de estas publicaciones.

 De momento, las bases comparativas de los beneficios siguen siendo favorables. Algo que solo empeorará en el cuarto trimestre del año. El otoño también podría deparar otras sorpresas: aparte de la menor flexibilidad prevista por parte de la Fed y del BCE, destacamos, por ejemplo, que también podrían surgir dudas sobre las decisiones de política económica en China después del congreso del Partido Comunista. El potencial de subida de los mercados de renta variable no se ha agotado totalmente, pero no perdemos de vista los riesgos de esta segunda parte del año.

Próximos Eventos Clave

> Indicadores Económicos

Zona euro: se espera un descenso de la tasa de desempleo en junio. **Estados Unidos:** el PMI de fabricación se mantendrá probablemente estable en agosto.

Date	Country	Upcoming macroeconomic data	Consensus	Prior
July 31	Eurozone	Unemployment rate. June	9.2%	9.3%
	Japan	Manufacturing PMI. July	-	52.2
	Eurozone	CPI. YoY. June	1.3%	1.3%
August 1	US	Manufacturing PMI. August	53.2	53.2
	Brazil	Industrial production. YoY. June	-	4,0%
August 3	Eurozone	Retail sales. YoY. June	2.5%	2.6%

Source: Amundi Strategy

> Subastas

Date	Country	Auctions of European sovereign debt [maturity, amount (if available)]
July 31	France	Court terme, € 6.1 Bn
August 1	Germany	Long-term, € 4 Bn
August 2	Greece	Court terme, € 625 M

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

> Eventos Clave

Date	Upcoming monetary policy committee meetings
	Bank of Japan (BoJ)
August 3, 2017	Bank of England (BoE)

Date	Upcoming important events
24 September 2017	Germany - General Election

Source: Amundi Strategy

> El Mercado de un Vistazo

Equity markets	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
S&P 500	2469	-0,2%	1,1%	10,3%
Eurostoxx 50	3461	0,3%	-2,1%	5,2%
CAC 40	5118	0,0%	-2,6%	5,3%
Dax 30	12150	-0,7%	-3,9%	5,8%
Nikkei 225	19960	-0,7%	-0,8%	4,4%
MSCI Emerging Markets (close -1D)	1069	0,8%	5,6%	24,0%
Commodities - Volatility	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
Crude Oil (Brent, \$/barrel)	52	8,1%	9,8%	-8,6%
Gold (\$/ounce)	1265	0,8%	1,2%	9,8%
VIX	11	1,7	1,0	-3,0
FX markets	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
EUR/USD	1,17	0,5%	3,1%	11,5%
USD/JPY	111	-0,1%	-1,1%	-5,1%
EUR/GBP	0,90	-0,1%	1,9%	5,0%
EUR/CHF	1,14	3,2%	4,3%	6,2%
Fixed Income markets	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
EONIA	-0,36	-	-	-3 bp
Euribor 3M	-0,33	-	-	-1 bp
Libor USD 3M	1,31	--	+2 bp	+32 bp
2Y yield (Germany)	-0,67	-3 bp	-9 bp	+10 bp
10Y yield (Germany)	0,55	+5 bp	+19 bp	+35 bp
2Y yield (US)	1,36	+2 bp	+1 bp	+17 bp
10Y yield (US)	2,30	+7 bp	+8 bp	-14 bp
Eurozone Sovereigns 10Y spreads vs Germany	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
France	+26 bp	+2 bp	-9 bp	-21 bp
Austria	+16 bp	--	-10 bp	-6 bp
Netherlands	+11 bp	-1 bp	-9 bp	-4 bp
Finland	--	+1 bp	-7 bp	-14 bp
Belgium	+28 bp	-	-5 bp	-5 bp
Ireland	+30 bp	-2 bp	-13 bp	-24 bp
Portugal	+241 bp	+1 bp	-20 bp	-115 bp
Spain	+99 bp	+4 bp	-8 bp	-19 bp
Italy	+158 bp	+1 bp	-9 bp	-3 bp
Credit markets	28/07/2017	Over 1 week	Over 1 month	Ytd
Itraxx Main	+52 bp	-	-2 bp	-20 bp
Itraxx Crossover	+235 bp	-2 bp	-2 bp	-54 bp
Itraxx Financials Senior	+51 bp	+1 bp	-2 bp	-43 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

3:00 pm Paris time

SEMANAL

Research, Strategy and Analysis

En la Unión Europea, documento a la atención únicamente de inversores "Profesionales", tal como se define en la Directiva 2004/39/EC de 21 Abril 2004 sobre mercados e instrumentos financieros ("MIFID"), de proveedores de servicios de inversión y cualquier otro profesional de la industria financiera, como sea el caso en cada regulación local, y en cuanto a la oferta en Suiza se refiere, de "Inversores Cualificados" según lo previsto en la Ley Suiza de Instituciones de Inversión Colectiva de 23 Junio 2006 (CISA), la Ordenanza Suiza de Instituciones de Inversión Colectiva de 22 Noviembre 2006 (CISO) y la Circular FINMA 08/8 sobre Publicidad según la legislación de Instituciones de inversión colectiva 20 Noviembre 2008. En ningún caso este material puede distribuirse en la Unión Europea a inversores no "profesionales" según se define en la regulación MIFID o local, o en Suiza a inversores que no cumplan con la definición de "inversor cualificado" como lo define la legislación y regulación aplicable. Este documento no constituye una oferta de compra ni solicitud de venta de ningún producto y no debe considerarse como una solicitud ilegal ni asesoramiento de inversiones. Amundi no acepta ninguna responsabilidad directa o indirecta que pueda surgir del uso de esta información contenida en este material. Amundi no puede considerarse responsable de ninguna decisión de inversión realizada en base a la información contenida en este material. La información contenida en este documento se le suministra solo en base confidencial y no puede ser copiada, reproducida, modificada, traducida o distribuida sin la aprobación previa por escrito de Amundi a ninguna tercera persona o entidad en ningún país o jurisdicción que sujetaría a Amundi o a cualquiera de los "fondos" a cualquier requerimiento de registro en dichas jurisdicciones o donde pueda considerarse ilegal. Por ello, este material está destinado solo a la distribución en jurisdicciones donde esté permitido y a personas que puedan recibirlo sin incumplir requerimientos legales o regulatorios. La información aquí contenida se estima adecuada a la fecha de publicación indicada en la última página del documento. Los datos, opiniones o estimaciones pueden cambiar sin previo aviso. Tiene derecho a recibir la información de carácter personal que tenemos sobre usted. Puede pedirla enviando un e-mail a info@amundi.com. Si le consta que es incorrecta puede contactarnos en info@amundi.com

Documento emitido por Amundi, sociedad anónima con un capital social de 1 086 262 605 € - Sociedad Gestora de Carteras regulada por la AMF bajo en n° GP04000036 - Sede social: 90 boulevard Pasteur - 75015 París - Francia - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com