



Informe económico mensual

Junio 2017

Cuestiones clave

El riesgo político desaparece

Los datos en EEUU decepcionan pero siguen muy optimistas en Europa

Las bolsas siguen al alza por factores globales

En junio los bancos centrales determinarán el sentimiento de cara al verano

Preferimos renta variable europea y emergente, aunque de forma marginalmente más prudente que en meses previos.

Qué ha ocurrido el mes pasado

Durante mayo hubo relativamente pocas novedades. Por un lado, los inversores han asumido que **el factor político al final pesa muy poco** salvo que implique cambios significativos de la política o del panorama de riesgos. Por otro, en el ámbito económico, lo más destacable es el **empeoramiento en la percepción de EEUU frente a una Europa sólida**, y la constatación de que la inflación de consumo efectiva tiene poco margen más para subir. En tercer lugar, en mayo, ha continuado el **movimiento alcista en las bolsas**, aunque de manera mucho más moderada que en meses previos.

La política importa menos

La victoria de Macron en las elecciones francesas a finales de abril acabó con los rescoldos de riesgo político que quedaban en el mercado después de que los mismos hubieran sido protagonistas durante buena parte de 2016 y del comienzo de este año. Con la victoria del centrista francés se producen tres cambios de importancia en el sentimiento del mercado: 1) Se demuestra que **el populismo antieuropeísta tiene menos fuerza** de lo que parecía, o al menos la misma parece desvanecerse; 2) En línea con lo anterior, la visión pro UE de Macron está muy alineada con la de Alemania, lo que transmite la **posibilidad de reforzar el proyecto europeo después de varios años de ponerlo en duda**. Esto ofrece un añadido de estabilidad institucional.

Y 3) **Las encuestas aciertan**. Popularmente se dice que las encuestas fracasan reiteradamente, y se usa como ejemplo el Brexit o la victoria de Trump en EEUU. Pero los hechos demuestran lo contrario: que aciertan. De hecho, tanto en el Brexit, como en el caso de Trump, e incluso en el referéndum de Italia en diciembre, los sondeos apuntaban a resultados muy igualados, como de hecho ocurrió. Igualmente, en Francia, los votos, especialmente en primera vuelta, se han ajustado con exactitud a las encuestas. Lo que sí ha fallado es el “saber” popular, a menudo basado en titulares de los medios de comunicación evidentemente sesgados, y que automáticamente descartaban unas u otras opciones basándose en prejuicios. Esto constituye **otra forma añadida de rebajar el riesgo político**, en la medida que los resultados parecen ahora, al menos, algo más predecibles.

No obstante, lo anterior no significa que el riesgo político haya desaparecido por completo. Lo que ya no existe es la amenaza de un cambio institucional radical en países occidentales, que sí se cernía, en apariencia, durante 2016. Pero hemos visto cómo **otro tipo de riesgo político sigue existiendo, en concreto el asociado a mercados emergentes**, con lo ocurrido con los escándalos del gobierno brasileño. Llegan en un momento delicado, cuando la

economía carioca parece recuperarse después de una de las recesiones más profundas y largas de su historia. Puede suponer salida de capitales y dificultades para aplicar las reformas esperadas para mejorar las cuentas públicas. Pero desde un punto de vista global tiene una lectura positiva: su nulo contagio a otros mercados, ya sean desarrollados o emergentes, de manera análoga a como ha ocurrido con Turquía hace unos meses. Esto implica que las situaciones de crisis se perciben como controladas y que **el sentimiento generalizado positivo sobre emergentes es sólido más allá de sucesos puntuales.**

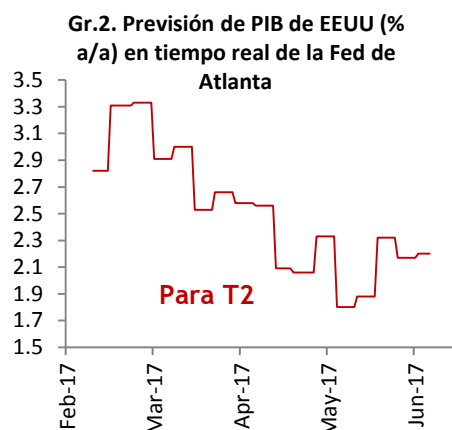
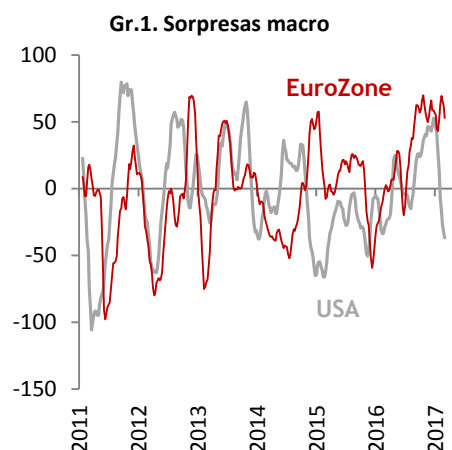
En resumen, el efecto de la política en los mercados parece haber recuperado cierta racionalidad y pasa a basarse en las medidas económicas que puedan llevarse a cabo, en lugar de jugar a variaciones institucionales de calado. De cara al mercado, todo esto **tiene un tinte favorable a los activos de riesgo.**

La actividad económica recupera el foco

Ante la pérdida de peso de los factores políticos, **la economía y los bancos centrales vuelven a situarse en el foco de los inversores.** Y en este sentido, los primeros meses del año parecen haber arrojado resultados muy optimistas globalmente, con mejoras en el crecimiento sin presiones inflacionistas.

Durante mayo, **el índice de sorpresas macroeconómicas se desplomó en EEUU** (Gráfico 1), lo que probablemente fue una de las principales razones del fuerte descenso de la rentabilidad del Treasury en el mes. Sin embargo, la razón de dicho empeoramiento parece deberse más al hecho de que las expectativas eran demasiado altas que a un deterioro significativo de las cifras. Así, por ejemplo, la creación de empleo sigue siendo relativamente sólida (unos 170.000 nuevos puestos al mes) a pesar de que haya resultado inferior a lo esperado (a principio de año se esperaban unos 200.000 cifra muy parecida a la prometida por Trump). De hecho, **el impacto negativo en el índice de sorpresas macro se ha dado sobre todo en las encuestas de confianza (ISMs, Empire) que en datos efectivos.**

Así, aunque la percepción sobre la actividad en EEUU ciertamente ha empeorado, posiblemente la realidad es menos negativa de lo que indica el índice de sorpresas macro. De hecho, la previsión de PIB en tiempo real para el segundo trimestre, que sigue de forma muy cercana la publicación de datos, se fue reduciendo con fuerza hasta mediados de mayo, cuando llegó a estar en el 1,8% desde el entorno del 3% que se valoraba en marzo, para cerrar el mes en el 2,2% (Gráfico 2). Esto no implica que las perspectivas a futuro sean muy positivas. Existe un serio riesgo de agotamiento. Pero a un mes vista debería imponerse la idea de que se ha sobrerreaccionado en sentido negativo.



En cualquier caso, **la evolución de los datos en Europa ha sido mucho más optimista**, con el índice de sorpresas macro europeo manteniéndose cerca de máximos durante todo lo que va de 2017. Y en este caso por las dos vías: **las cifras publicadas son positivas, y los analistas no se deciden a mejorar con fuerza las previsiones, lo que permite mantener al índice en sus máximos cuando lo normal es una evolución más cíclica**. Esto es un indicador muy positivo de cara al futuro, ya que señala que la entrada de flujos de inversión al Viejo Continente está lejos de acabarse. Además, **se reitera la circunstancia de que la mejora de las cifras es generalizada en todos los países**, alcanzado a Italia y Francia que el año pasado se habían comportado muy negativamente. Estos hechos, junto a la fuerza renovada del proyecto europeo por motivos políticos y al estímulo monetario que todavía perdura, **permite ser optimistas respecto a los activos del Viejo Continente**; relativamente, mucho más que respecto a EEUU.

Por otro lado, como esperábamos en informes anteriores, los datos de IPC han dejado de subir, e incluso en algunos casos, han decepcionado a la baja. A finales de 2016 las expectativas de inflación de consumo subieron con mucha fuerza, en parte por el efecto base del crudo y también a causa de las políticas esperadas por parte de varios gobiernos, especialmente el de EEUU. Ahora que ha desaparecido el impacto estadístico del petróleo se demuestra que **no hay razones estructurales para que los IPC continúen aumentando**. Esto supone la defunción de los movimientos a favor de la inflación que predominaron hasta principios de abril, como se demuestra, entre otras cosas, en el hecho de que el IPC esperado en el mercado para el futuro haya vuelto a niveles cercanos a los previos a la elección de Trump.

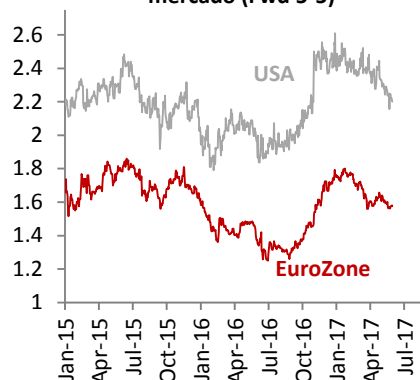
Claves de las bolsas alcistas

En los apartados anteriores hemos descrito dificultades en la macro americana y el final de las esperanzas de inflación, lo que parece más que suficiente para compensar la mejora de la percepción del riesgo políticos. Aun así, las bolsas mundiales, en general, han seguido subiendo en mayo, si bien de manera más moderada en lo que parece una pausa de la tendencia al alza que dura ya muchos meses.

Los factores clave del mercado alcista bursátil se puede resumir en cuatro: circunstancias en EEUU, crecimiento en Europa, mejora del comercio mundial y liquidez proporcionada por los bancos centrales. Llevan vigentes mucho tiempo (aproximadamente un año), pero ha sido durante el pasado mayo cuando han demostrado su fuerza.

Así, ¿cuáles son los desarrollos en EEUU que facilitan un mercado alcista en las bolsas mundiales a pesar del fuerte

Gr.3. Expectativas de inflación en mercado (Fwd 5-5)



empeoramiento de su percepción macro? En primer lugar, y como se ha comentado en el apartado anterior, los indicadores de sorpresas sobreestiman en parte ese empeoramiento. Pero más importante que eso, por un lado, los malos datos alimentan la esperanza de que los tipos suban más despacio o incluso dejen de hacerlo, impulsando así las valoraciones y aumentando la liquidez mundial en dólares. **Además, se mantiene la esperanza de más desregulación y reformas fiscales favorables a las empresas. Y finalmente, el dólar pierde valor lo que resulta muy propicio para los países emergentes.** No en vano han sido las bolsas de estos últimos las que han liderado las alzas en mayo.

Entre los otros tres factores, **el crecimiento del comercio mundial, también favorece muy especialmente a los mercados emergentes.** De hecho, la recuperación China se basa casi exclusivamente en ese hecho. Pero en cualquier caso, al igual que Europa, las razones por las que las bolsas se mantienen al alza, si perduran, indican que los emergentes podrían ser una buena apuesta relativa.

Cuestiones clave para el futuro

De todos los elementos descritos en el apartado anterior, **el que puede sufrir cambios más inmediatos es el relativo a la liquidez proporcionada por los bancos centrales. En concreto, las reuniones del BCE y de la Fed podrían dar forma al sentimiento de los inversores de cara al verano** ante la ausencia de otros eventos esperados. A su vez, un riesgo para esas decisiones, especialmente del BCE, es la inflación. Los desarrollos políticos se centran en las elecciones británicas, la negociación del Brexit y posibles cambios en Italia, pero se mantiene la ausencia de un riesgo político significativo.

Decisiones del BCE y la Fed

Existe un consenso casi absoluto entre los inversores acerca de que el BCE usará su lenguaje en la reunión de junio para preparar al mercado para anunciar un freno en las compras de activos en septiembre (hecho conocido como “taper”). Y se habla de ello como una de las claves para determinar el sentimiento de los mercados durante los próximos meses, debido a que la liquidez inyectada por el BCE hasta ahora ha sido, a su vez, uno de los factores más importantes en el apetito por los bonos europeos que los ha llevado a rentabilidades negativas y diferenciales mínimos.

Sin embargo, parece **mucho más importante la razón y/o el contexto en el que se produzca ese anuncio que el anuncio mismo.** Dicho de otra forma: la razón oficial para frenar el estímulo es que la economía europea empieza a normalizarse, en actividad e inflación, por lo que el mismo ya no sería necesario. Si

esta razón es cierta, el impacto debería ser reducido en tanto la dinámica económica podría mantenerse por sí misma en parámetros normales.

Pero es igualmente cierto **que las limitaciones legales al programa de compras de activos están ya impidiendo ejecutarla con toda la flexibilidad necesaria**. En concreto, el BCE es ya un tenedor muy significativo de muchos bonos europeos, además de que sus acciones distorsionan el mercado y perjudican algunas actividades bancarias. Por eso, y aunque la razón económica es cierta, también lo es que hay una obligación operativa y/o legal para comenzar a reducir las compras de activos. De hecho, hace sólo unos días, el propio Draghi admitió ante el Parlamento Europeo que el BCE está obligado por esos límites.

Por tanto, **si el mercado interpreta que el BCE ejecuta el “taper” gracias a los fundamentales económicos, o al menos que los mismos son sólidos, su efecto debería ser nulo, e incluso positivo en el largo plazo**. Pero si por el contrario, llegado el momento, la actividad y el IPC de la Eurozona se han deteriorado y aun así el Banco insiste en reducir las compras, la interpretación podría ser contraria. Los inversores supondrían que las limitaciones operativas han acabado con la capacidad de actuación del BCE el resultado sería mucho más negativo.

En el contexto anterior ¿a que llamamos negativo o positivo? En cualquiera de los dos casos la curva alemana parece destinada a subir en rentabilidad. Pero **en el escenario más benigno, los periféricos deberían continuar estrechando, así como el crédito, de modo que todo el proceso sería relativamente ordenado**. El impacto sobre la bolsa podría llegar a ser positivo si todo ello mejora la rentabilidad de los bancos. Por el contrario, entendemos por negativo un escenario en el que el proceso de “taper” resulta desordenado y por tanto el apetito por el riesgo en activos europeos se reduce con fuerza y rapidez. Así, los diferenciales periféricos aumentarían y las bolsas sufrirían. La curva alemana posiblemente aplanaría por subida del corto y compras del largo.

¿Y cuál es el escenario más probable? Con los datos actuales parece que el más benigno, aunque por poca diferencia. La actividad europea crece de manera relativamente sólida, lo que debería proporcionar a Draghi el argumento adecuado para realizar un “taper” prudente. La variable más discordante es la inflación de consumo, ya que los IPC corren el riesgo de reducirse más en los próximos meses, lo que dificultaría sobremanera la excusa de los fundamentales económicos (aspecto que se analiza en el apartado siguiente). En cualquier caso, muy pocas de estas incógnitas se resolverán en junio. Posiblemente, el mes se limite a ver cómo el BCE pre anuncia un taper para septiembre basándose

en variables económicas, trasladando por tanto el protagonismo a los datos de inflación y actividad.

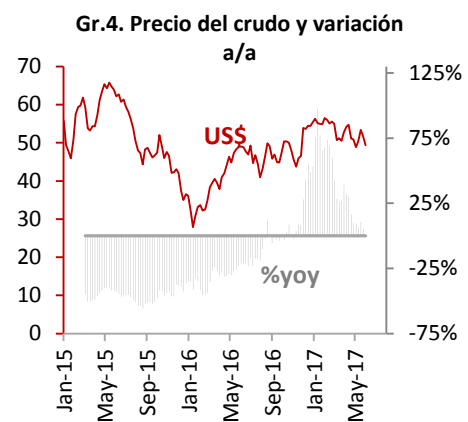
Por su parte, la Reserva Federal de EEUU está considerablemente más libre. **Anunció su intención de volver a subir tipos en su reunión de junio, algo a lo que el mercado asigna una probabilidad superior al 90%.** Se interpreta así, que el empeoramiento del índice de sorpresas macro no es suficiente para evitar dicha decisión, en la medida en que hacerlo significaría muy poca consistencia por parte de la Fed, además de que, como se ha explicado anteriormente, los datos no son tan negativos como ese índice parece apuntar. De hecho, una de las variables clave, la tasa de paro, volvió a tensarse en mayo hasta el 4,3%, además de que los miembros del FOMC han asegurado que lo que están haciendo es sólo “normalizar” la política monetaria.

Por tanto, durante junio muy probablemente nos encontremos con unos bancos centrales de Europa y EEUU dando un leve paso hacia menos estímulos en el futuro, aunque con mucha prudencia. Dado que ello está en precio, no debería suponer un impacto grave sobre el mercado, que volverá a fijarse en los datos macro.

Inflación en Europa como riesgo

El riesgo de deflación fue la excusa para ejecutar, y luego ampliar las compras de activos por parte del BCE hace más de dos años. El objetivo de las mismas, por tanto, era devolver el IPC armonizado europeo al entorno del 2% como señala el mandato del Banco. En la actualidad, el último dato está en el 1,4% (estimado de mayo), frente al 1,9% de abril y después de haber tocado un máximo en el 2% de febrero. Por tanto, **el fuerte descenso de mayo es una señal de alerta que apunta a que, al finalizar el efecto base del crudo (Gráfico 4), la tasa de IPC podría volver a la baja eliminando uno de los principales argumentos del BCE.** La tasa subyacente (la que elimina energía y alimentos para ofrecer un panorama más estable) alcanzó el 1,2% en abril pero volvió a descender al 0,9% en el dato preliminar de mayo. Por tanto, tampoco aporta expectativas de que existan presiones de precios por fundamentales.

La principal esperanza de las autoridades monetarias para crear inflación son los llamados “efectos de segunda ronda”; es decir, la posibilidad de que, ante un aumento transitorio del IPC por un shock externo (como el petróleo en este caso), ello se traslade al resto de precios vía aumentos de salarios y de costes empresariales. Esta forma de pensar era muy popular en los años 80 y 90, periodo en el que se expandió el paradigma monetario que ha reinado en los bancos centrales durante tres décadas. Pero resulta inapropiado para el contexto actual.



Valga como ejemplo la evolución salarial en Alemania: con un paro del 3,9% (pleno empleo) la tasa de variación de los salarios se ha mantenido en el entorno del 2,0% desde 2010 (Gráfico 5). Esta cifra ha sido considerablemente más alta que la inflación, por lo que van varios años con subidas pequeñas, pero superiores al IPC. En este contexto, ni se han acelerado los salarios ni los precios. ¿Por qué iban a hacerlo a partir ahora? Y otra pregunta más peligrosa ¿Por qué iba a haber inflación salarial en países con paro superior al 10% (España, Italia, Portugal) si no la hay en Alemania con pleno empleo?

Lo que quiere decir todo esto es que **el concepto de efectos de segunda ronda desaparece en un contexto dominado por la globalización**: las empresas pueden producir donde quieren y el consumidor compra donde le place a través plataformas electrónicas. Por tanto, no hay ni necesidad, ni capacidad para subir los precios minoristas. Esto dificulta las acciones del BCE si espera mucho para el “taper” en la medida que el efecto base del crudo desaparece debilitando de nuevo los IPC. En cualquier caso, durante junio estaremos atentos a las publicaciones de precios.

Conclusión

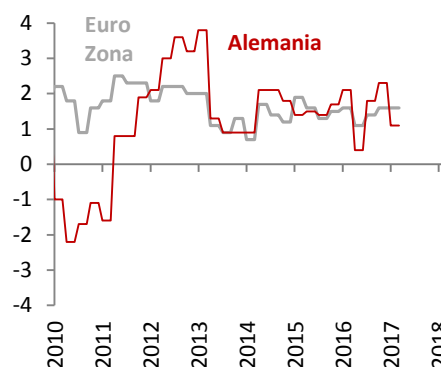
Como conclusión de todo lo anterior, vemos que **en mayo ha habido pocos cambios. El riesgo político, tal como se entendía el año pasado en los países desarrollados ha desaparecido del mercado, mientras que la macro americana se frena ligeramente y la europea sigue muy optimista.**

Las bolsas se mantienen al alza a pesar de los datos en EEUU y gracias a las mejoras en el comercio mundial, al crecimiento en Europa, a la liquidez de los bancos centrales y a la expectativa de ejecución de determinadas políticas.

Junio determinará el sentimiento de los inversores para el verano con unos bancos centrales muy prudentes pero que, en el caso del BCE, posiblemente modifiquen su lenguaje a favor de un menor estímulo futuro. Si esto se interpreta como resultado de unos fundamentales sólidos no debería suponer un problema y permitiría que los activos de riesgo sigan subiendo.

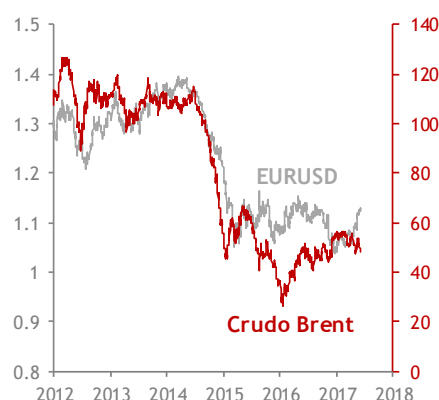
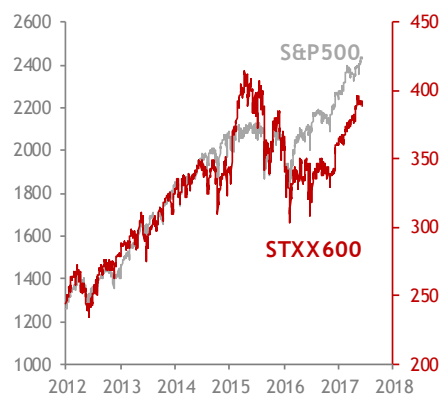
Así, nuestra **apuesta sigue siendo la sobreponderación de la renta variable, aunque de forma marginalmente más prudente. Geográficamente, claramente preferimos Europa y emergentes a EEUU.**

Gr.5. Coste laboral (% a/a)



Situación global de mercados

	5/31/2017	4/30/2017	%	YTD
Equity Indices (Local currency)				
MSCI WORLD	1911.74	1878.28	1.8%	9.2%
S&P 500 INDEX	2411.8	2384.2	1.2%	7.7%
STXE 600 € Pr	389.99	387.09	0.7%	7.9%
Euro Stoxx 50 Pr	3554.59	3559.59	-0.1%	8.0%
IBEX 35 INDEX	10880	10715.8	1.5%	16.3%
FTSE MIB INDEX	20731.68	20609.16	0.6%	7.8%
DAX INDEX	12615.06	12438.01	1.4%	9.9%
CAC 40 INDEX	5283.63	5267.33	0.3%	8.7%
PSI 20 INDEX	5289.98	5033.66	5.1%	13.1%
MSCI AC ASIA PACIFIC	152.68	148.87	2.6%	13.1%
NIKKEI 225	19650.57	19196.74	2.4%	2.8%
HANG SENG INDEX	25660.65	24615.13	4.2%	16.6%
KOSPI INDEX	2347.38	2205.44	6.4%	15.8%
Nifty 50	9621.25	9304.05	3.4%	17.5%
MSCI EM LATIN AMERICA	2532.31	2600.69	-2.6%	8.2%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	62711.47	65403.25	-4.1%	4.1%
S&P/BMV IPC	48788.44	49261.33	-1.0%	6.9%
BIST 100 INDEX (Turkey)	97541.58	94655.31	3.0%	24.8%
MSCI EM	1005.33	977.96	2.8%	16.6%
Fixed Income (Change in basis points unless otherwise noted)				
US Generic Govt 10 Year Yield	2.2028	2.2802	-7.7	-24.2
US Generic Govt 2 Year Yield	1.2818	1.2619	2.0	9.4
Germany Generic Govt 10Y Yield	0.304	0.317	-1.3	9.6
German Government Bonds 2 Yr B	-0.713	-0.733	2.0	5.3
Spain Generic Govt 10Y Yield	1.553	1.648	-9.5	16.9
Spanish Govt Generic Bonds 2 Y	-0.275	-0.257	-1.8	0.3
Italy Generic Govt 10Y Yield	2.203	2.282	-7.9	38.8
Italy Govt Bonds 2 Year Gross	-0.162	-0.077	-8.5	2.0
PORTUGUESE BONDS 10Y	3.06	3.545	-48.5	-70.4
PORTUGUESE BONDS 2Y	0.274	0.434	-16.0	23.3
EUR SWAP ANNUAL 10 YR	0.78	0.79	-1.0	11.7
EUR SWAP ANNUAL 2 YR	-0.164	-0.135	-2.9	-0.4
2-10 Dif USA	0.921	1.0183	-9.7	-33.5
2-10 Dif Germany	1.017	1.05	-3.3	4.3
2-10 Spain	1.828	1.905	-7.7	16.6
2-10 Italy	2.365	2.359	0.6	36.8
2-10 Portugal	2.786	3.111	-32.5	-93.7
2-10 Swap Eur	0.944	0.925	1.9	12.1
Dif Sp-Ger 10	1.249	1.331	-8.2	7.3
Dif Ita-Ger 10	1.899	1.965	-6.6	29.2
MARKIT ITRX EUROPE 06/22	62.3	66.5	-4.2	-9.7
MARKIT ITRX EUR XOVER 06/22	252.8	266.0	-13.3	-35.9
GA Treasuries	213.9	210.5	1.6%	4.9%
Euro Aggregate Treasury	251.3	249.9	0.6%	-0.4%
Euro Aggregate Corporate	243.9	243.0	0.4%	1.2%
EuroAgg Fin	241.3	240.0	0.5%	1.7%
Global High Yield	1260.6	1244.9	1.3%	6.3%
Global Infl-Linked	329.8	329.0	0.2%	4.3%
Other markets				
EUR Inflation Swap Forward 5Y5	1.563	1.627	-0.064	-0.181
USD Inflation Swap Forward 5Y5	2.240	2.404	-0.164	-0.181
GBP Inflation Swap Forward 5Y5	3.390	3.473	-0.083	-0.130
Bloomberg European Dated Brent	50.08	50.88	-1.6%	-9.6%
Euro Spot	1.124	1.090	3.2%	6.9%
British Pound Spot	1.289	1.295	-0.5%	4.5%
Japanese Yen Spot	110.78	111.49	-0.6%	-5.3%
EUR-GBP X-RATE	0.872	0.841	3.7%	2.2%



Este informe ha sido elaborado por el departamento de análisis económico de Mapfre Inversión en base a fuentes que consideramos fiables. En concreto, la fuente de los datos es Bloomberg salvo indicación en contrario. Este informe es privado para uso exclusivo dentro del grupo Mapfre. Las opiniones contenidas en él corresponden exclusivamente al departamento de análisis económico de Mapfre Inversión y no constituyen recomendaciones de inversión ni de contratación de productos.