



INFORME MENSUAL DE ESTRATEGIA
JULIO 2018

SOLSTICIO DE VERANO

SOLSTICIO DE VERANO

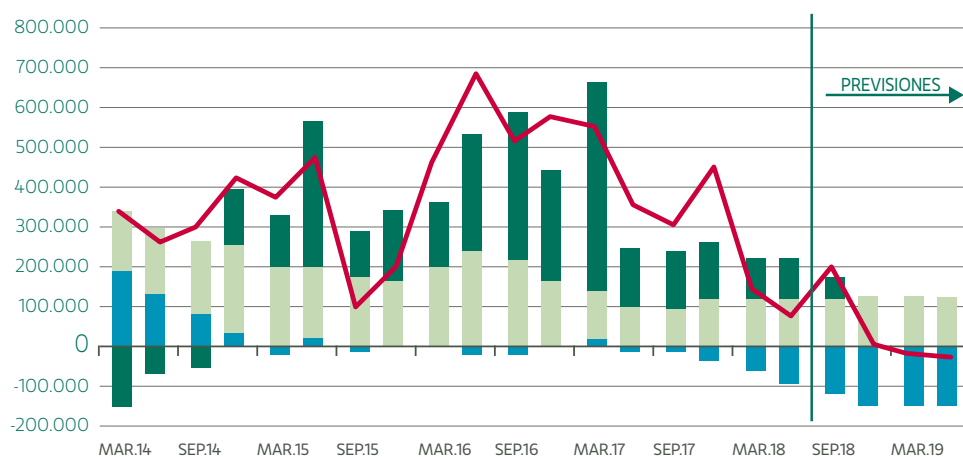
Hace pocos días atravesábamos el solsticio de verano, el momento del año en que el sol está en lo más alto. En el hemisferio Sur hace más de 500 años los Incas celebraban a estas alturas del año, el Wawa Inti Raymi, un ritual en honor al Sol, que instituido por el inca Pachacútec servía para legitimar el control imperial sobre los pueblos sometidos. Esta ceremonia simbolizaba el renacer del dios Sol para dar inicio a un nuevo ciclo anual, "el tiempo circular inca". Para los incas la noción del tiempo era diferente a la nuestra. No era lineal con un comienzo y un fin, sino un proceso "espiral" cuyas fases se repetían en grandes ciclos recurrentes. Esta idea estaba vinculada al ciclo agrícola (preparación del terreno, siembra y cosecha). Para ellos el pasado no estaba separado del futuro por el presente, sino que era parte de un mismo ciclo que permitía la regeneración continua.

Mientras el sol brilla en máximos en el hemisferio Norte, y la economía global se recupera, los bancos centrales recientemente han anunciado que continuaran con su proceso de retirada de estímulos. La Reserva Federal ha acelerado la velocidad subiendo 0,25% los tipos de interés y espera terminar el año con dos incrementos más en la zona 2,25 - 2,50. Por su parte, BCE ha optado por una reducción de su programa de compra de bonos hasta la mitad (15.000MEur/mes) a partir de septiembre. Pero lo más importante es que ha afirmado que el programa de compra de bonos finalizará definitivamente en diciembre. Esta decisión supone que para el próximo solsticio de invierno en el hemisferio Norte, los principales bancos centrales dejaran de ser aportadores netos de liquidez neta en el sistema.

EVOLUCIÓN Y PREVISIONES BALANCES BANCOS CENTRALES (FED, BOJ Y BCE, EN M\$*)

Fuente: Bloomberg y Banca March

■ FED ■ BANCO JAPÓN ■ BCE — TOTAL



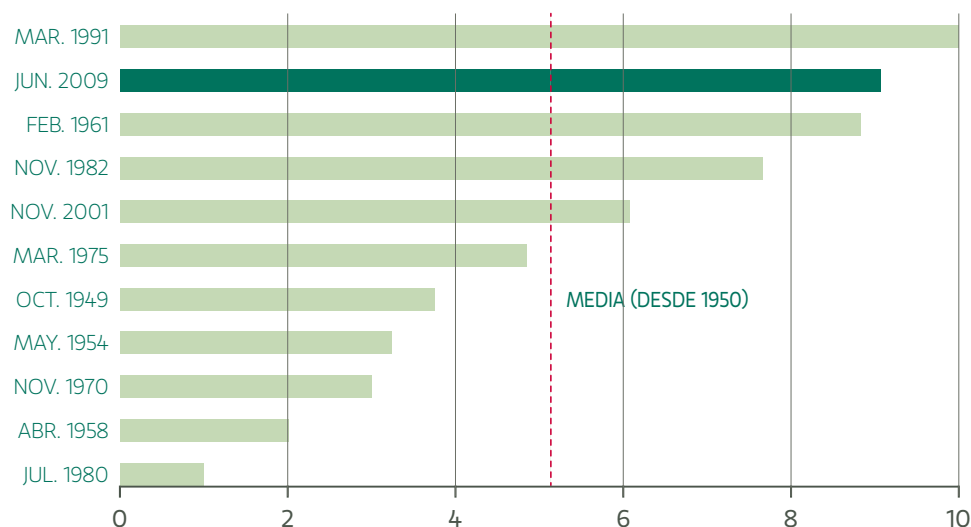
* Suponiendo: Boj extiende su ritmo de incremento del balance y la FED aumenta el ritmo de reducción del balance hasta 50.000M\$

Después de 11 años de estímulos monetarios sin precedentes, de haber cuadruplicado sus balances, de que organismos como el BCE hayan inyectado liquidez por valor de 2,5 billones de euros, nos vamos a enfrentar a un cambio muy significativo. Sin duda el ciclo económico actual no sólo no es en espiral y, poco tiene que ver con la concepción inca del tiempo, sino que la medicina monetaria que nos sacó de la crisis de 2008 hace que tenga difícil comparación, especialmente en lo que se refiere a la magnitud de la liquidez que los bancos centrales han aportado al sistema.

Estos organismos, perfectamente conocedores de la situación y de los potenciales efectos secundarios, llevan tiempo telegrafando y dilatando el proceso de retirada. El doping monetario y los tipos de interés en mínimos han favorecido que en EEUU la recuperación económica acumule ya más de 9 años, y que con un crecimiento superior al 2%, nos encontremos ante el segundo ciclo económico más largo de la historia.

DURACIÓN CICLOS ECONÓMICOS EN EEUU

Fuente: Bloomberg y Banca March



Con un ciclo tan maduro en EEUU, el principal factor desestabilizador a vigilar, más allá de las amenazas de Trump con la guerra comercial, o la crisis política italiana, serán los pasos en la normalización monetaria y la maduración del ciclo en EEUU.

La buena noticia es que, aunque algunos indicadores se comienzan a deteriorar, hay muchos más factores que nos hacen ser todavía optimistas.

En el lado negativo se encuentra la evolución de las expectativas de la confianza del consumidor y el deterioro de los diferenciales de crédito de los últimos 6 meses. Por la parte positiva destaca con claridad la evolución de la confianza de los empresarios, particularmente en EEUU, que se sitúa en niveles cercanos a los máximos de todo el ciclo que alcanzamos en febrero. Adicionalmente, la evolución de las diferentes curvas de tipos de interés, aunque están perdiendo pendiente todavía ofrecen margen de seguridad, y de invertirse no implicarían necesariamente la entrada en recesión en los próximos 12 meses.

EVOLUCIÓN RIESGO RECESIÓN

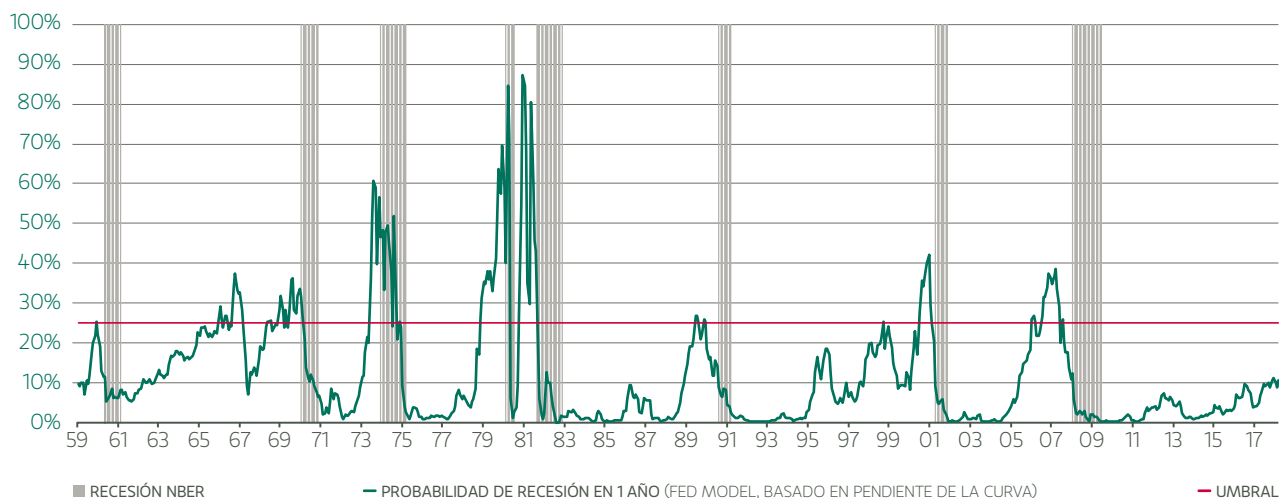
Fuente: Banca March

INDICADOR	DESCRIPCIÓN	VALOR
DETERIORO DIFERENCIALES DE CRÉDITO		0,33
EVOLUCIÓN PENDIENTE DE LA CURVA		0,937
EVOLUCIÓN DE LA BOLSA	PÉRDIDA NIVELES DE HAVE 6 MESES	75,63
CONFIANZA EMPRESARIAL	ISM MANUFACTURERO > 50	60,2
CONFIANZA CONSUMIDOR	CAÍDA < MEDIA 12 MESES	
DETERIORO CONFIANZA CONSUMIDOR	EXPECTATIVAS VS SITUACIÓN PRESENTE	-57,90
DESCENSO DESDE ALTOS NIVELES DE CAPACIDAD UTILIZADA FÁBRICA		77,86
RALENTIZACIÓN DEL CRECIMIENTO EMPLEO		0,82
TIPOS DE INTERÉS REALES NEGATIVOS		-0,46
PENDIENTE CURVA AUSTRALIANA	10 AÑOS VS 2 AÑOS	0,599
EVOLUCIÓN ECONOMÍA CHINA		51,5

Esta es la razón de que modelos como el de la FED todavía apunten a una reducida probabilidad de recesión.

PROBABILIDAD DE RECESIÓN. RESERVA FEDERAL

Fuente: Bloomberg, FED y Banca March



No obstante, de lo que estamos convencidos es que, aunque los bancos centrales pongan todo su empeño en tutelar la retirada de estímulos muy de cerca, será muy difícil replicar el entorno de baja volatilidad que hemos disfrutado en el pasado. A partir de ahora, va a ser mucho más doloroso capturar los retornos extra que aportaran activos con riesgo como la renta variable. Mientras el ciclo se estira y nuestros indicadores todavía señalan que la expansión actual debería por lo menos durar entre 12 y 18 meses, las tasas de inflación ya empiezan a reflejar la subida del petróleo. Igual que los incas, me gustaría pensar que este ciclo va a ser en espiral y que toca recoger los frutos de la siembra. El problema es que después de 11 años de intervención, la munición de los bancos centrales ya está de retirada y esta vez la concepción de ciclo es más lineal que nunca.

En esta última parte del ciclo las bolsas deberían continuar haciéndolo bien. El secreto es irse 6 meses antes de que termine la fiesta. Por ahora a aguantar la volatilidad.

Joan Bonet Majó

Director de Estrategia de Mercados