

Estudio Inflación - Bolsas

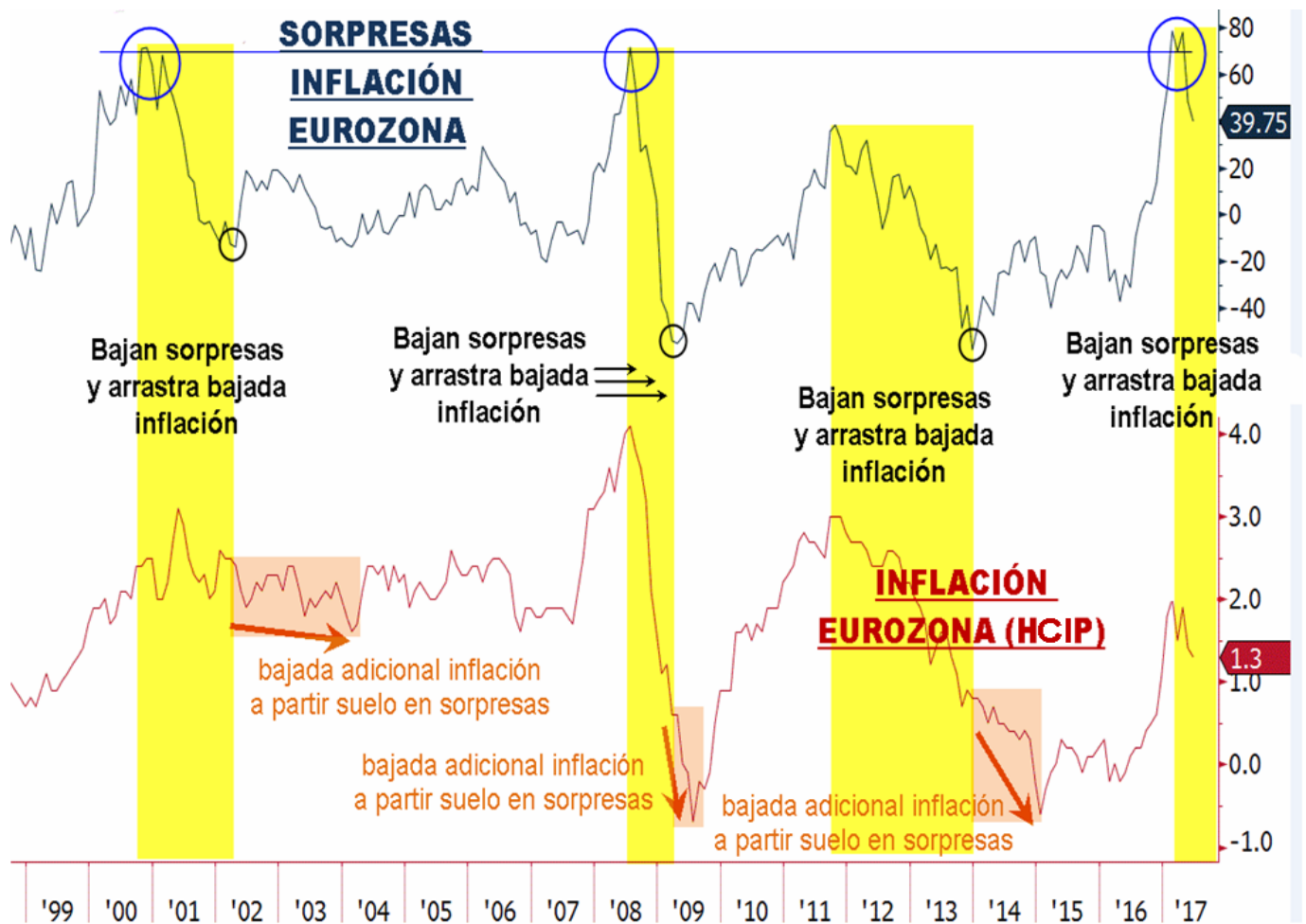
Analizaremos datos relacionados con la inflación, para darnos cuenta del grave problema al que se enfrentan los bancos centrales así como las posibles consecuencias para las bolsas.

En el gráfico inferior mostramos el **Índice de sorpresas de inflación para la eurozona** elaborado por Citigroup. Se aprecia un proceso de reversión a la baja desde los niveles más altos registrados por este indicador. Lecturas altas significan que los economistas podrían estar sobrestimando el ciclo de inflación en Europa, y que las sorpresas negativas son más fáciles que aparezcan:



Nótese arriba que **los movimientos al alza poco ordenados y exponenciales en las expectativas de inflación han venido siendo corregidos proporcionalmente** al cabo de pocos meses, como ya ha empezado a suceder.

La evolución del indicador de sorpresas no es baladí para la inflación, ya que en cierto modo recoge las expectativas sobre la misma, por lo que en la mayor parte de las veces tenderá a adelantarse en sus deterioros y recuperaciones respecto a ella. En este sentido, mostramos debajo la **correlación entre el índice de sorpresas de inflación para la eurozona y la inflación de la eurozona** (teniendo en cuenta energía y alimentos, ya que a ella suele referirse el BCE cuando habla de sus objetivos):

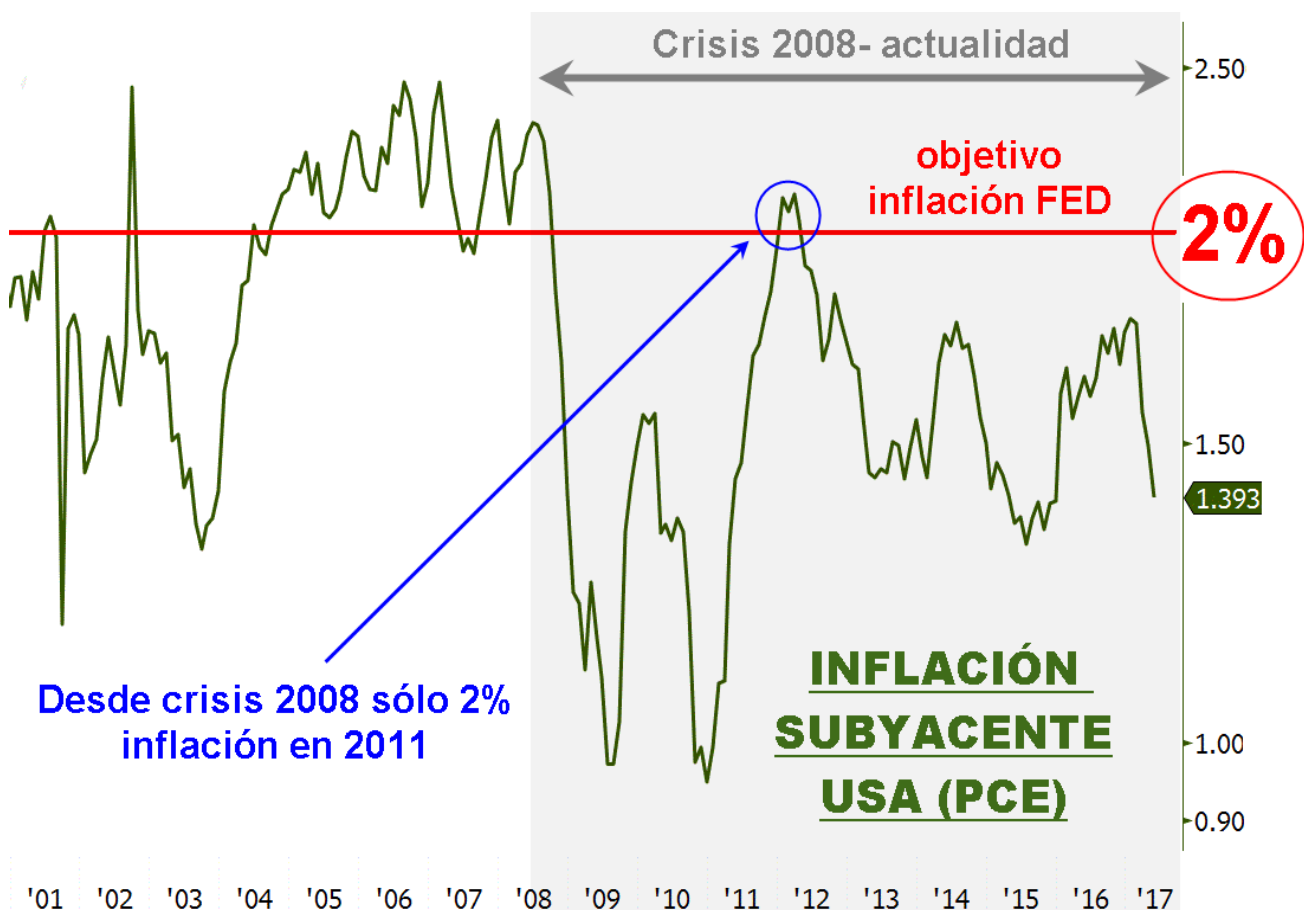


Bajadas en el indicador de sorpresas de inflación traen caídas en inflación, pero no sólo eso, véase que el indicador de sorpresas hace suelo antes que la propia inflación, que continua unos meses más su caída tras el comienzo de la recuperación en el indicador de sorpresas. Caídas en el indicador van de la mano de peores expectativas de inflación, pero ¿Qué puede justificar que el indicador de sorpresas continúe su declive en el medio plazo?

En primer lugar vamos a ver los **objetivos de inflación** de los bancos centrales:

La **FED** tiene un objetivo de inflación en torno al **2%** (en su componente subyacente, es decir, sin tener en cuenta el petróleo y los alimentos).

El indicador favorito de la FED para medir la inflación es el PCE (Personal Consumption Expenditures):

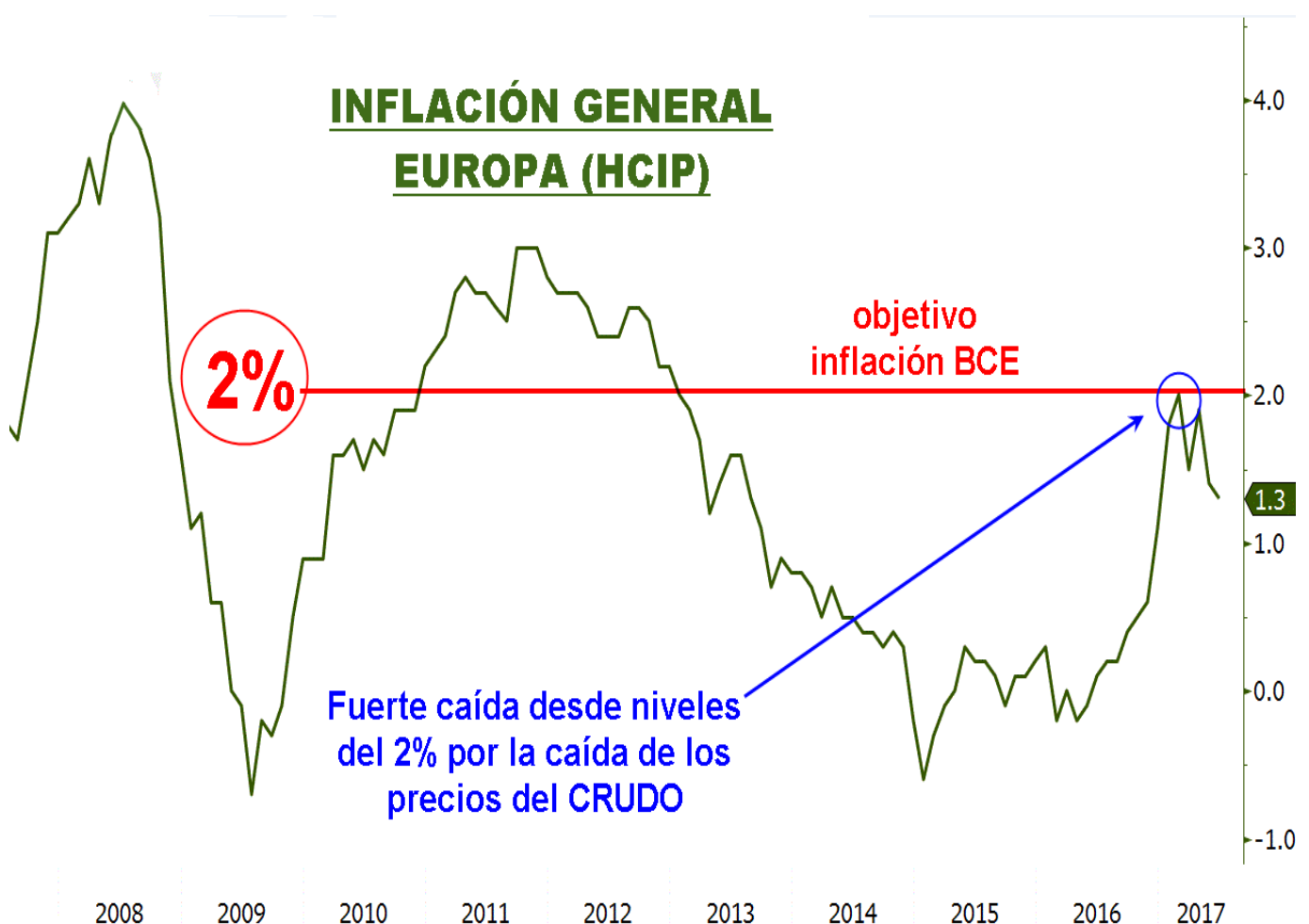


Arriba se aprecia las dificultades de la FED para alcanzar los objetivos del 2% de inflación. **Desde** el inicio de la crisis en el año **2008 tan sólo alcanzó la meta del 2% fugazmente durante el año 2011** (hace seis años).

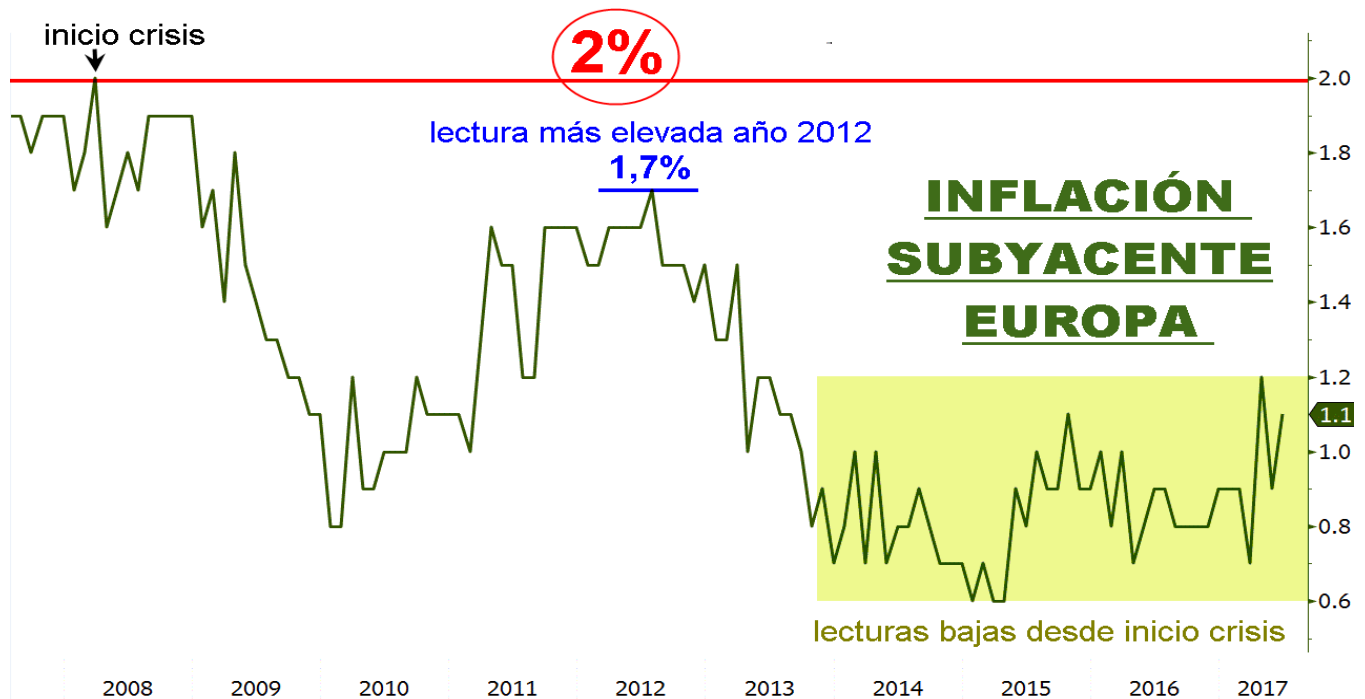
El **BCE** también tiene un objetivo de inflación en torno al **2%**. A diferencia de la FED, que prefiere mirar la inflación en su componente subyacente, el BCE aduce a la tasa general, como podemos comprobar debajo en un extracto de su web:

In the euro area, consumer price inflation is measured by the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). The term "harmonised" denotes the fact that all the countries in the European Union follow the same methodology. This ensures that the data for one country can be compared with the data for another.

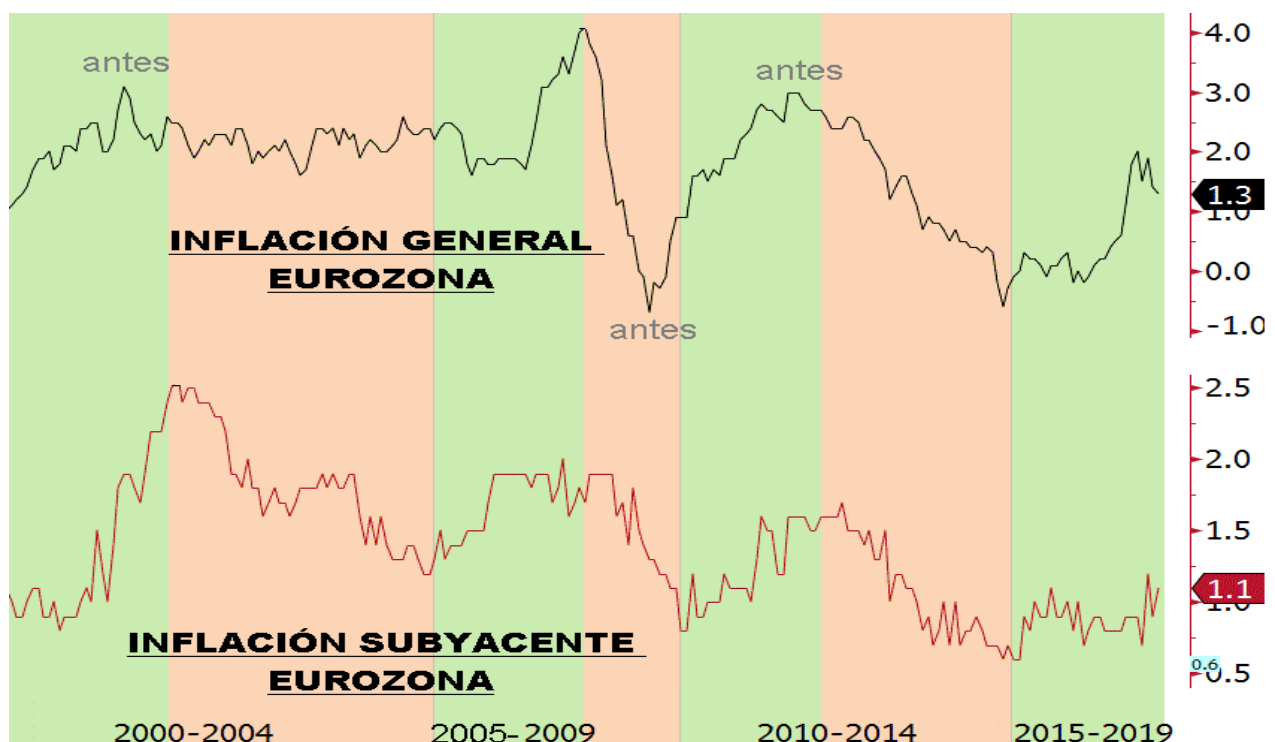
The main task of the ECB is to maintain price stability. This it defines as an annual HICP inflation rate of below, but close to, 2% over the medium term.



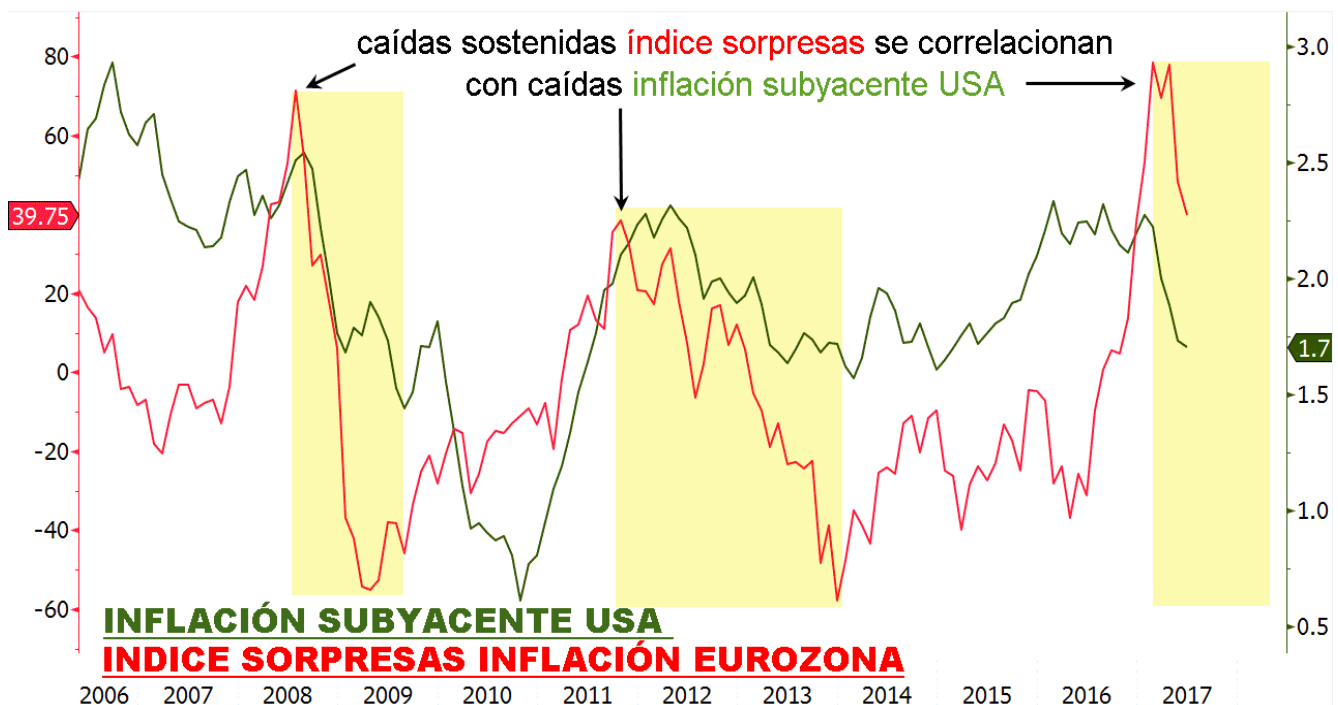
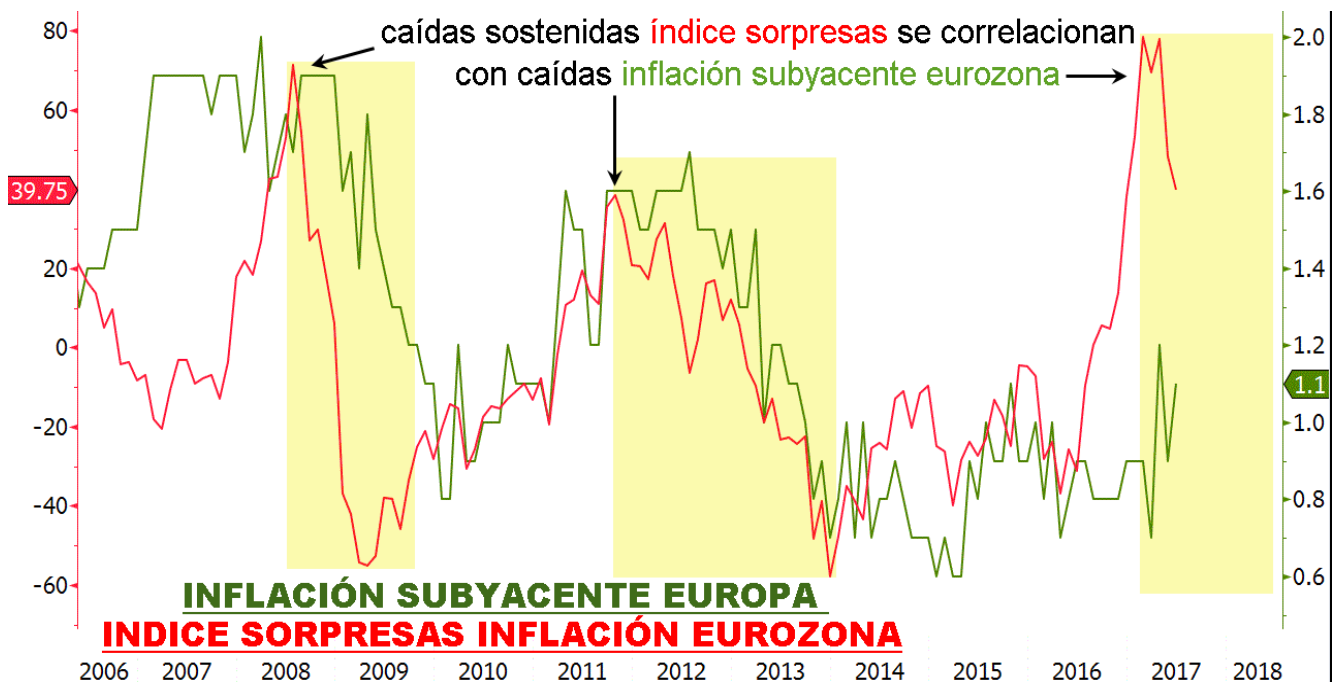
Pero como todos sabemos, seguir la tasa general presupone quedar al arbitrio de los precios del petróleo, que son el elemento definitorio en este tipo de inflación. En este sentido, comprobaremos en el gráfico inferior cómo la **inflación subyacente en Europa** sigue presentando lecturas bastante bajas, habiendo marcado un máximo en el 1,7% en 2012:



Salvando la volatilidad que imprime el petróleo al componente general, y a las puntuales diferencias entre ambas, la correlación entre la tasa general y la subyacente es evidente:



Independientemente del mayor influjo del petróleo en las tasas de inflación generales, la **correlación entre el índice de sorpresas de inflación para la eurozona y la inflación subyacente** (excluyendo los efectos de los precios de la energía y alimentos) **es alta** (no sólo respecto a Europa sino también respecto a USA):



Conocidos los objetivos de inflación así como la correlación entre las inflaciones de Europa y USA respecto al índice de sorpresas de inflación elaborado por Citigroup y la imposibilidad de los bancos centrales de conseguir elevar la inflación nos preguntamos: **¿qué está pasando con la inflación?**

Resulta complicado responder esta cuestión, pero es evidente que la inflación está siendo un quebradero de cabeza para los bancos centrales:

POLITICS

The New York Times

U.S. Inflation Remains Low, and That's a Problem

By BINYAMIN APPELBAUM JULY 24, 2017



"It's premature to reach the judgment that we're not on the path to 2 percent inflation over the next couple of years," [Ms. Yellen said](#). "We're watching this very closely and stand ready to adjust our policy if it appears the inflation undershoot will be persistent."



Fed official warns of 'serious' miss on inflation

by Joseph Lawler | Jul 14, 2017, 2:16 PM

Inflation is not where we want it to be: Mario Draghi

Thursday, 20 Jul 2017 | 8:17 AM ET



We stand ready to increase our asset purchase program if financial conditions become unstable, says Mario Draghi, president of the ECB.

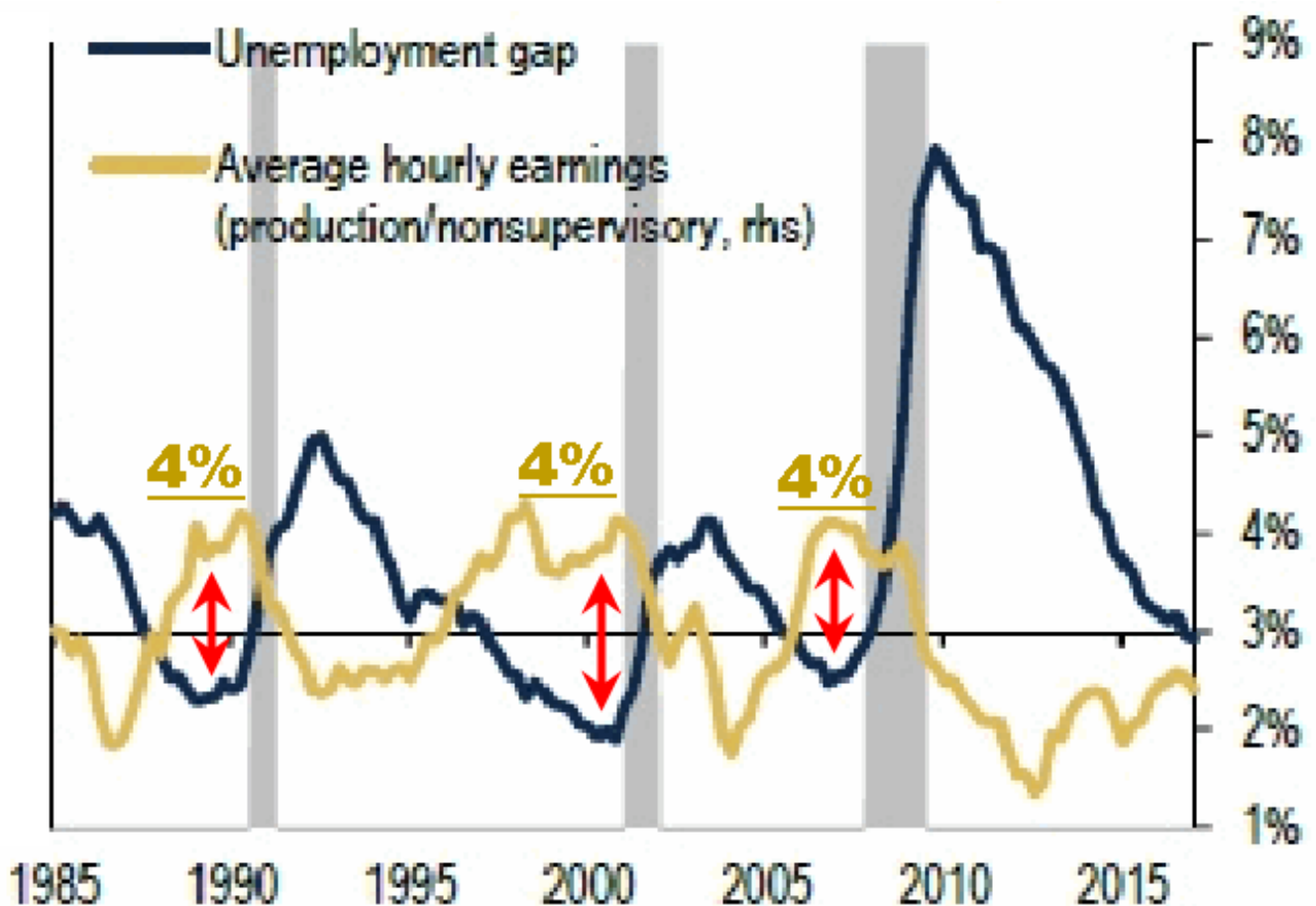
Algunos problemas con la inflación:

1) La caída en el desempleo americano ha dejado de generar inflación. Desde el año 2011 las caídas en la tasa de desempleo americano han dejado de crear inflación. Salvo en la época de los años 90, cuando tampoco se generó inflación, todas las caídas en el desempleo americano han originado subidas de inflación. Pero no es lo más preocupante, ya que las últimas caídas en el desempleo americano también causaron una subida en la inflación hasta el año 2011, lo que inquieta es que, en la mayor parte de las veces, en las zonas más bajas antes de una inflexión en el desempleo la mayor parte de la inflación ya ha sido hecha:



Teniendo en cuenta los niveles de desempleo en los que actualmente se encuentra la economía americana, cercanos al "pleno empleo", el dato es llamativo. La "curva de Phillips" no cuaja: **USA se encuentra en los últimos estadios de tasas de desempleo sin generar nueva inflación desde el año 2011.**

2) La recuperación en los salarios americanos no es proporcional a los niveles pre crisis. En los últimos años hemos visto cómo los momentos de más bajo desempleo en USA venían apoyados por crecimientos en los salarios a tasas del 4 - 4,5%. Actualmente, con niveles cercanos a mínimos históricos de desempleo, las tasas de crecimiento de los salarios no llegan al 3%, lo que obviamente también interfiere con lo expuesto en el punto anterior:



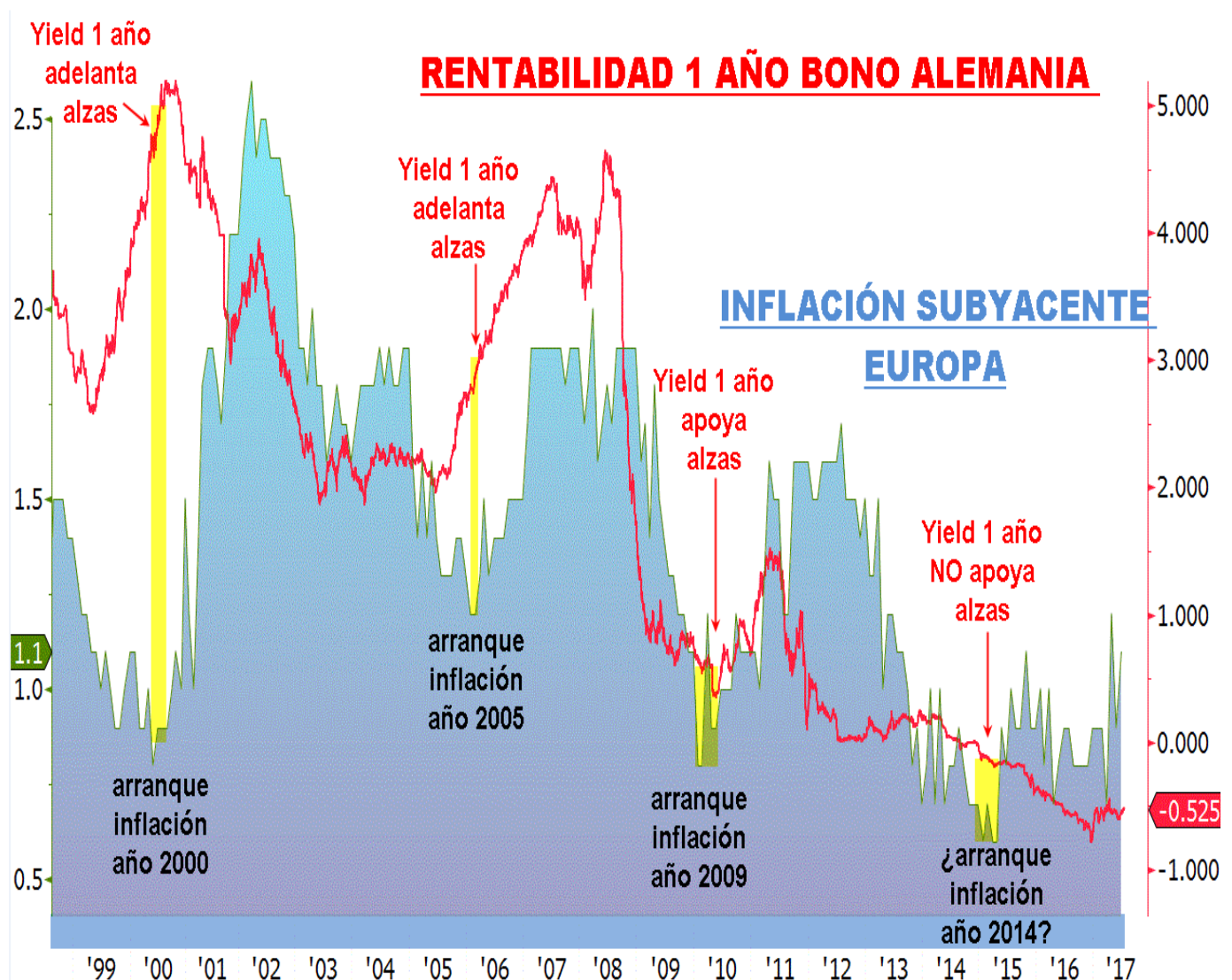
Source: Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office

5) Las rentabilidades en los bonos americanos de corto plazo no apoyan subidas en inflación. Es curioso comprobar a nivel gráfico la baja fluctuación que presentan las rentabilidades en los plazos cortos de la deuda americana desde 2008, y ello pese a la subida de tipos de interés iniciada a finales de 2015. Apréciese que anteriores arranques en la inflación, aunque poco sostenidos en el tiempo, fraguaban con un claro apoyo previo o sincronizado en las subidas de las rentabilidades de estos bonos:

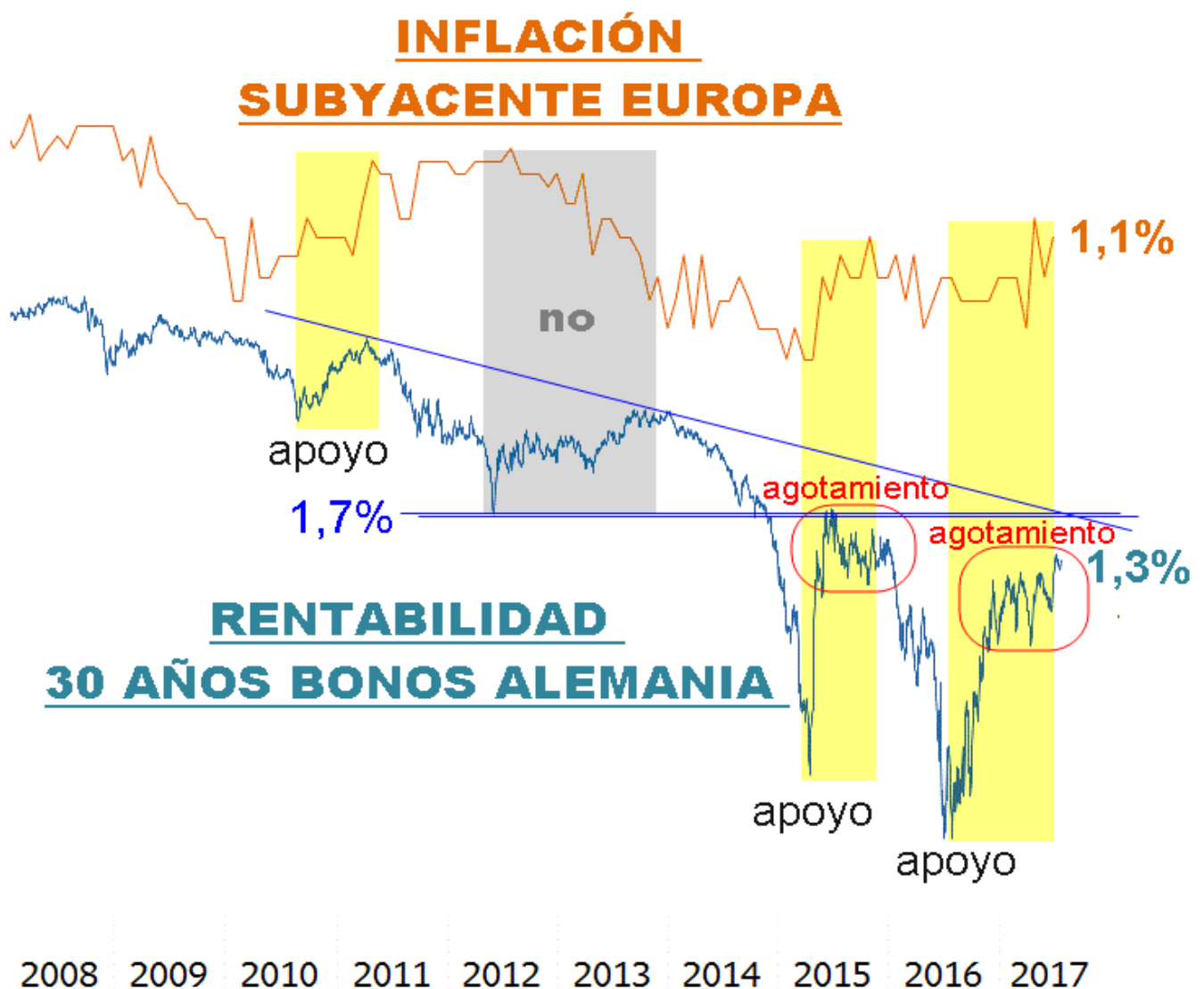


6) Las rentabilidades de corto plazo en los bonos europeos tampoco apoyan subidas en inflación.

Durante los últimos años, todas las subidas de inflación en Europa, pese a no haber experimentado sostenibilidad en el tiempo, han venido precedidas o sostenidas por una subida en las rentabilidades de sus bonos. Este efecto correlativo de subidas en rentabilidad e inflación es más notorio en los plazos cortos que en los largos, tanto en Europa como en USA. El repunte de inflación generado en 2014 no ha tenido apoyo de las rentabilidades de los bonos en sus tramos cortos:



Este **apoyo en las subidas de las rentabilidades de los bonos europeos sí se ha producido en los tramos más largos.** Debajo mostramos la correlación entre las subidas en las rentabilidades de los bonos europeos a 30 años y la inflación subyacente:

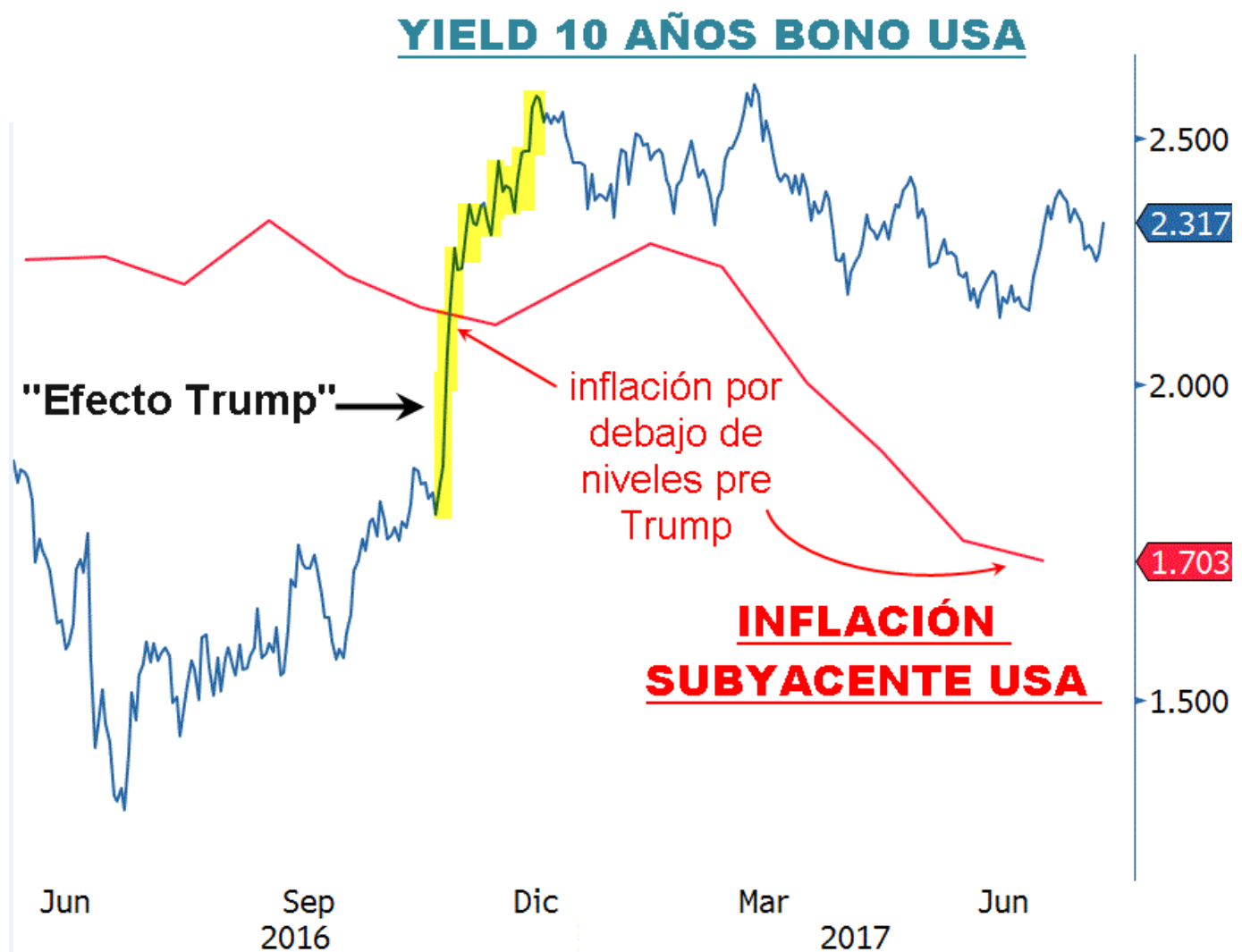


Pese a este primer apoyo, el brío parece haberse agotado en las rentabilidades de los bonos europeos, que desde mediados del año pasado fluctúan de forma más tímida tras las fuertes subidas experimentadas a finales de 2015.

La tendencia bajista en la rentabilidad del 10 años alemán desde el inicio de la crisis en el año 2008 se mantiene a nivel técnico por debajo de 0,92%, máximos de 2015, cuando la tasa de inflación subyacente en la eurozona era similar a la actual:



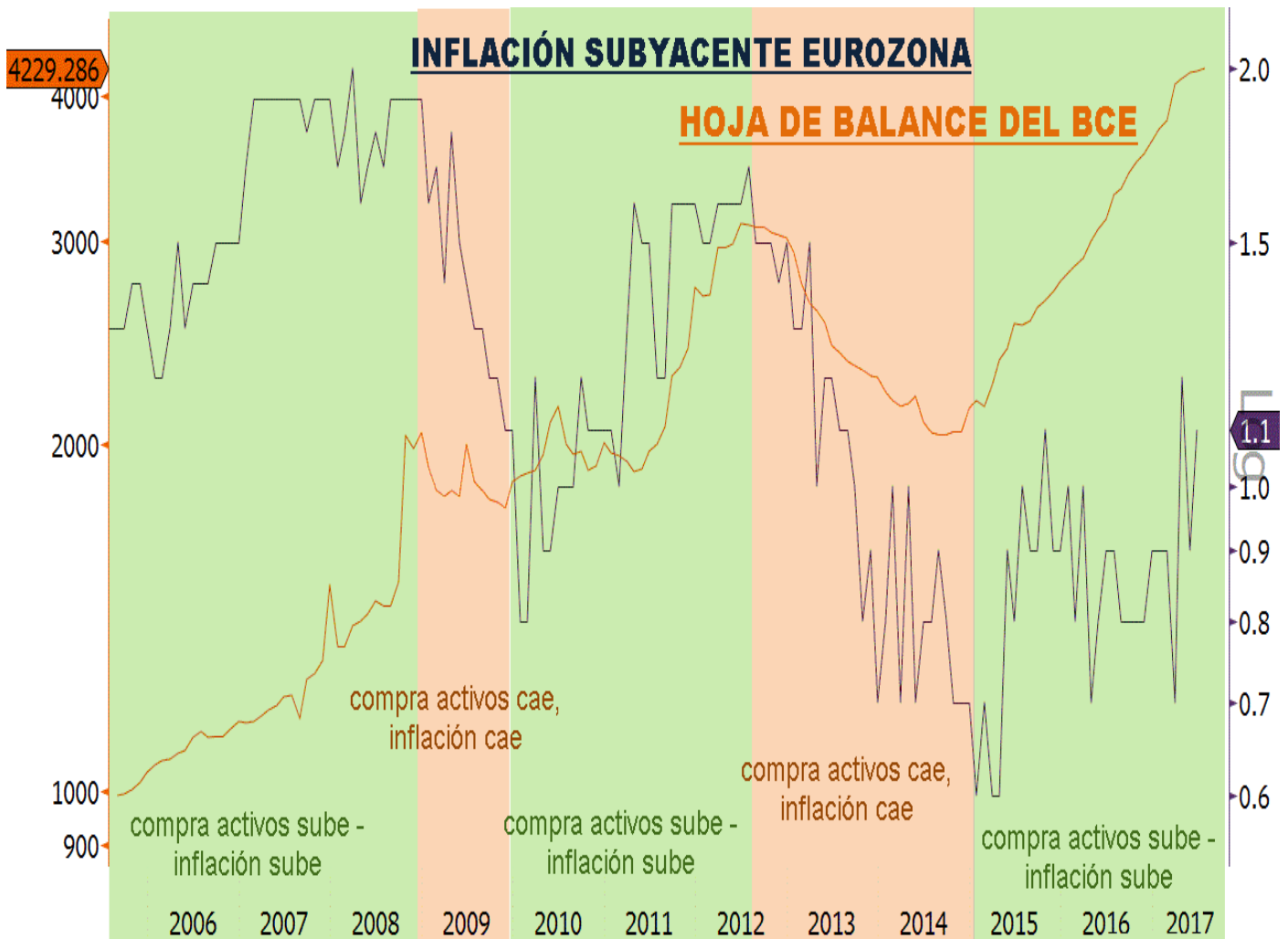
7) El "efecto Trump" tampoco cuaja. La victoria en las elecciones americanas de Donald Trump trajo consigo un fuerte repunte en las rentabilidades de los bonos americanos, en previsión de una mayor inflación provocada por sus políticas de mayor gasto público. Abajo se muestra este dato acompañado por la tasa de inflación subyacente americana. Hasta ahora, la victoria de D.Trump ha impregnado de promesas a la economía americana, que no han tenido un impacto positivo en la inflación, que se sitúa por debajo de los niveles anteriores a su victoria:



Es cierto que aún resulta prematuro "exigir" una recuperación a la inflación tras el movimiento optimista de las yields, ya que las medidas políticas toman tiempo implementarse, no obstante también se aprecia desde diciembre 2016 un proceso de debilitamiento de esa euforia anterior.

8) ¿Se puede permitir el BCE el inicio del "tapering" si quiere la inflación en el 2%?

La pregunta surge espontáneamente cuando se estudia la impactante correlación entre la evolución de la inflación subyacente en la eurozona y la compra de activos por parte del organismo europeo:

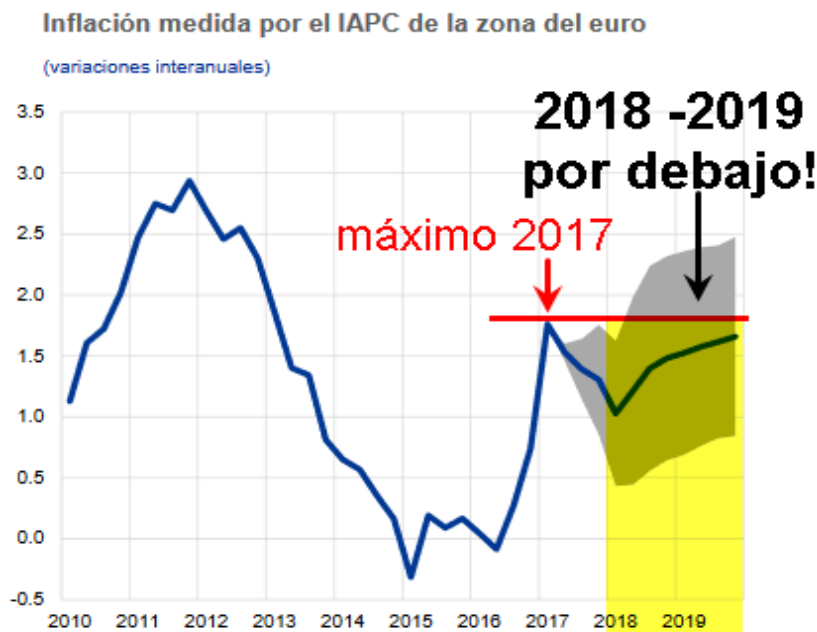


La correlación es tan llamativa que plantea un dilema: **si las compras de activos por parte los Bancos centrales apenas han logrado reflotar las tasas de inflación, ¿qué ocurrirá cuando comiencen el "tapering"?**

En este sentido hablaba Yellen ayer miércoles que la normalización del balance de la FED (QE,s) sería "*relatively soon*", dejando claro que pretenden hacerlo en la reunión de Septiembre.

Expuestos los objetivos de inflación de los Bancos centrales y los diferentes problemas que éstos vienen encontrando para alcanzar los mismos, analizaremos qué **estimaciones** tienen éstos respecto a la inflación:

- Las **Estimaciones de inflación del BCE**, extraídas de su web y expuestas el 8 de junio (antes de los peores datos conocidos por el mercado a finales de junio) son:



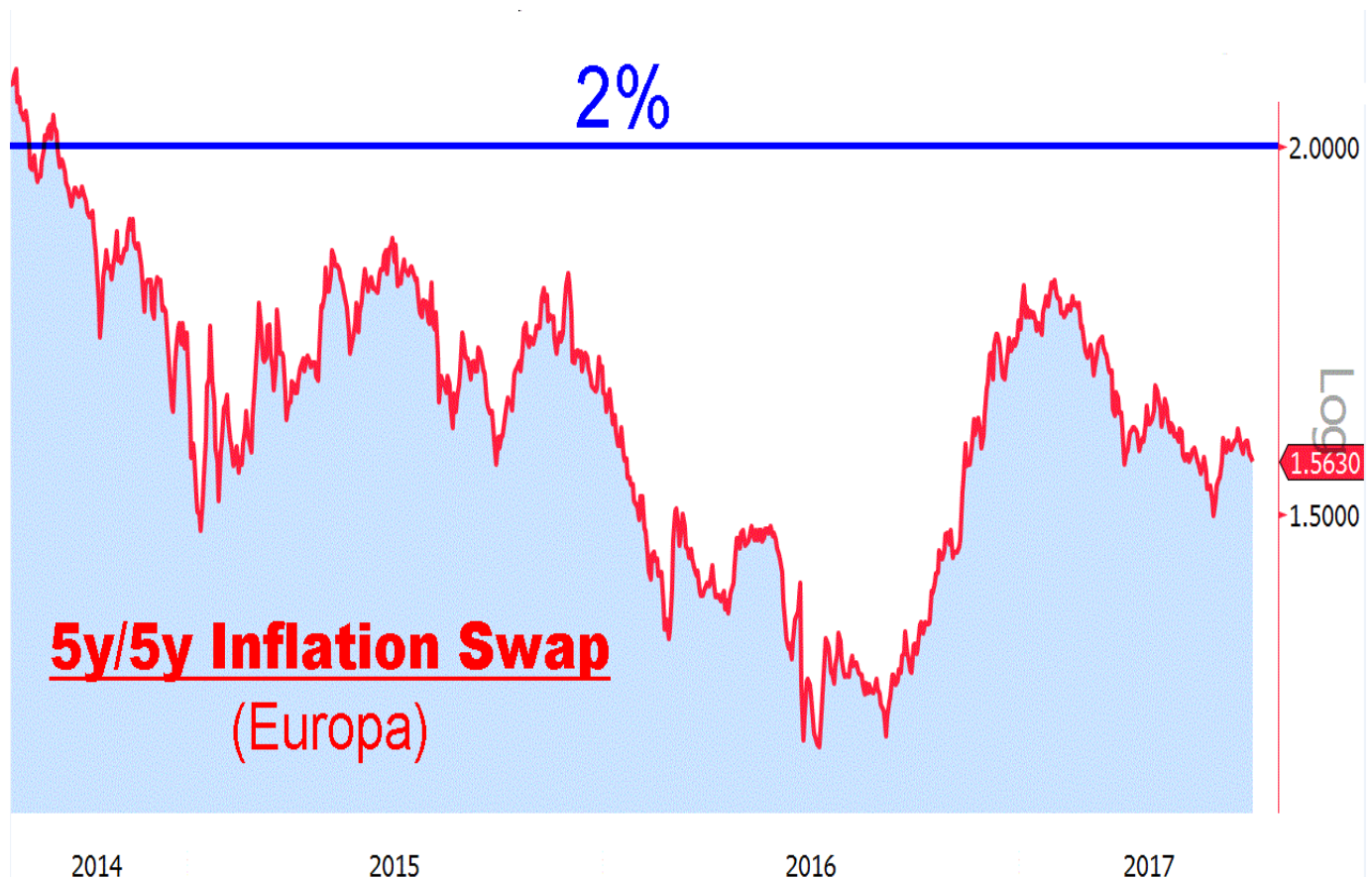
1) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (BCE, diciembre de 2009), que puede consultarse en el sitio web del BCE.

- Las **estimaciones de inflación de la FED** han permanecido impasibles desde diciembre, a pesar de los débiles datos de junio, a los que Yellen les resta importancia al asegurar que *"es prematuro decir que no estamos en el camino hacia el objetivo del 2%"*:

Variable	Median ¹				Central tendency ²		
	2017	2018	2019	Longer run	2017	2018	2019
Change in real GDP	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0-2.2	1.8-2.3	1.8-2.0
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.0
Unemployment rate	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5-4.6	4.3-4.6	4.3-4.7
December projection	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5-4.6	4.3-4.7	4.3-4.8
PCE inflation	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1

Resultan paradójicas las pobres expectativas del BCE, que pretende alcanzar una inflación en torno al 2% cuando las previsiones de cara a 2018-2019 se sitúan claramente por debajo.

¿Qué descuenta el mercado que hará la inflación en el medio plazo? Sobre este tema nos fijamos en el indicador favorito del BCE para medir las expectativas de inflación, al que se ha referido en alguna ocasión: **5y/5y inflation swap** el cual mide las expectativas de inflación para un periodo de 5 años desde ahora y 10 años desde ahora (5 años sobre 5 años desde ahora). Obviamente si los objetivos de inflación de los bancos centrales están próximos al 2% esperamos que este indicador se encuentre por encima del 2%, nunca por debajo:



Las lecturas actuales del 1,56% se encuentran sensiblemente por debajo de los objetivos de inflación del BCE. Pero es que el mercado tampoco se ha creído que la inflación iba a superar en el medio plazo los niveles del 2% en los años previos.

Con lo anterior queda clara la difícil situación con la que se encuentran los Bancos centrales con la inflación. Retomando el gráfico de sorpresas de inflación para la eurozona elaborado por Citigroup y viendo los factores que pueden favorecer a que la importante sobrestimación sobre la inflación que se ha venido experimentando años atrás continúe su proceso de reversión, nos preguntaremos: **¿por qué creemos que ese gráfico es importante para las bolsas?**

cuando el mercado tiene las expectativas tan elevadas sobre la inflación...

(inflación=aumento precios= reflejo mejora economía)



...cambiar radicalmente esas expectativas, que son buenas para la economía, resulta doloroso para las bolsas

La respuesta a la pregunta y a parte del sentido de este informe se aprecia en el gráfico superior. **Cuando el mercado deposita unas expectativas excesivamente elevadas en un evento positivo para la economía, un cambio radical en los acontecimientos afecta a los mercados.** Es paradójico apreciar el crecimiento exponencial en las expectativas de inflación que se generó a raíz del Brexit, junto a una recuperación en las bolsas, seguramente alentado/alentadas por las intenciones de los bancos centrales. Es lógico pensar cómo un cambio en estos acontecimientos puede terminar afectando también a las bolsas en el medio plazo.

CONCLUSIONES:

- A raíz de unas lecturas anormalmente altas en el indicador de sorpresas de inflación elaborado por Citigroup hemos analizado varios datos sobre la misma. Hemos visto cuáles son los objetivos de inflación de los Bancos centrales y algunos de los problemas a los que se está enfrentando para lograrlos.
- Entre los problemas actuales para lograr alcanzar las metas de inflación nos ha llamado la atención la correlación entre la compra de activos del BCE y los movimientos en la inflación, lo que nos ha hecho preguntarnos qué ocurrirá con la misma cuando los bancos centrales comiencen las anunciadas normalizaciones en sus balances.
- Hemos visto cuáles son las proyecciones de inflación de los bancos centrales de cara a 2018 y 2019, y nos llamado la atención las pobres esperanzas del BCE para esos años.
- Hemos comprobado cómo los swaps de inflación de la eurozona, una de las medidas favoritas del BCE para estimar la inflación, no están descontando unos crecimientos de inflación en los objetivos del 2% del BCE.
- Finalmente hemos comprobado la posible afección que una caída en las elevadas expectativas depositadas por los economistas en la inflación puede tener para el EUROSTOXX50.
- Gracias por tu tiempo.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades. (*)

Los empleados de Renta 4, pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco, S.A., es una entidad regulada y supervisada por el Banco de España y EBA.
Renta 4 Banco, S.A. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid
D. Eduardo Faus Ipiña
Tel: 902153020 e-mail: efaus@renta4.es
e-mail: efaus@renta4.es