



Boletín 1er Trimestre

2014

FivePartners



Queridos amigos y clientes, queremos expresarles nuestro agradecimiento por la lealtad y la confianza que nos han brindado durante todos estos años. Deseándoles un Feliz Año y Prospero 2014!

En esta oportunidad, les anexamos el boletín financiero del período correspondiente al 1er trimestre, para tratar de alguna forma definir las tendencias del mercado en los últimos meses del año y analizar las estrategias potenciales sobre nuestros portafolios de inversión.

En esta oportunidad, queremos hacerles llegar a ustedes un importante instrumento, crítico y analítico, pero en lenguaje bien sencillo que les permita un mayor entendimiento de lo que sucede en este complejo mundo financiero.

Este Boletín lo estaremos elaborando de forma trimestral con la idea tratar de mantenerlos un paso delante de las tendencias de los mercados.

En este Boletín también hemos incluido una sección al final con comentario de Nuevos Fondos que nos parecen interesantes seguir y fondos en los que consideramos hay que ir pensando en liquidar posiciones si es que aún se tiene alguna exposición en la misma.

Muy Cordialmente.

David Unda Jesús Toledo Juan Vivas

Situación Global

El balance económico del último trimestre ha resultado finalmente positivo, favoreciendo la caída de la aversión al riesgo en los mercados financieros. Los indicadores de confianza manufacturera, una fiable señal cíclica, han seguido mejorando en las economías avanzadas y han interrumpido el deterioro previo en algunas de las emergentes de más importancia como China.

También se ha registrado un descenso de las tensiones financieras y de las salidas de flujos de emergentes, resultado ambas del cambio de expectativas sobre una salida rápida de la FED de su política de aumento extraordinario de la liquidez. La mejora del crecimiento chino, el final de la recesión en el área del euro y el acuerdo fiscal (temporal) en EE.UU. han completado la sucesión de eventos que mantuvieron en niveles bajos la aversión al riesgo en los mercados financieros.

El ciclo económico global se sigue recuperando, aunque moderadamente si se compara con anteriores ciclos. La economía global creció cerca del 3% en 2013. Con todo, se mantienen las perspectivas de expansión en 2014, ahora hasta cerca del 3,5%. Es este un escenario de recuperación acotada, apoyada más en economías avanzadas (que excepto en Japón, crecerán más en este año que en 2013) y con una contribución sostenida de las áreas emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica.

Los riesgos del panorama global son bajistas, aunque la probabilidad de potenciales eventos con intensidad suficiente para abortar la recuperación en marcha es más baja ahora que hace tres meses. En primer lugar, una “salida desordenada” del QE de la FED, un incremento de los tipos de largo plazo en EE.UU. “excesivo” (resultado de una pérdida de confianza del mercado en el plan de la FED de salida del QE, no de un crecimiento más intenso) tensionaría las condiciones financieras globales. Ello frenaría una recuperación global ya de por sí moderada, especialmente en un área del euro afectada por la fragmentación financiera, pendiente de reformas en el sector bancario y apenas saliendo de una intensa recesión. Otro riesgo ligado a EE.UU. es la resolución cortoplacista dada otra vez a la negociación de presupuesto y al techo de deuda, asunto que volverá a retomarse en pocas semanas.

En segundo lugar, un ajuste en el crecimiento de China y de otros emergentes, bien como resultado de factores idiosincráticos o de los dilemas que enfrenten las políticas domésticas de las economías más vulnerables a la salida del QE de la FED. En el caso de la economía china, si bien se mantiene la perspectiva de crecimiento, falta una hoja de ruta que permita disipar los riesgos a la baja más allá de 2013: la vulnerabilidad financiera de algunos sectores de actividad que recurren intensivamente al crédito, la liberalización del sector bancario, la financiación regional y la

apertura del sector servicios que permita apuntalar el rebalanceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna.

Finalmente, se mantiene como riesgo de relevancia global la posibilidad de resurgimiento de la crisis del euro. Uno de los elementos más positivos de la situación actual es el cambio de percepción de los mercados sobre el área monetaria europea acompañando su vuelta al crecimiento y la continuidad en el camino hacia la unión bancaria. La vuelta al crecimiento ha sido consecuencia de la relajación efectiva en el corto plazo de la política fiscal y del mantenimiento de la confianza en el papel del BCE como garante de la estabilidad de la moneda.

Las autoridades han de apoyar la buena percepción de los mercados y la consiguiente caída de la fragmentación financiera, con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, particularmente en su faceta bancaria, para la que 2014 es un año clave. Todo ello ha de venir acompañado de medidas que refuercen la sostenibilidad de la deuda pública.

En resumen, en el escenario global esperado como más probable, La mejoras de confianza ya registradas se reflejarán en un mayor crecimiento del PIB desde la segunda mitad de 2014.

Con todo, hay que enfatizar que mantener la confianza de hogares y empresas y de mercados financieros depende de cómo se orienten y coordinen las políticas económicas en EE.UU., Europa y China para reducir incertidumbres, hacer frente a sus retos a largo plazo y al tiempo, apuntalar la recuperación.

Crecimiento mundial



Asia

Las tendencias económicas de la región de Asia han seguido tomando rumbos diferentes. El crecimiento ha repuntado en el Norte de Asia, especialmente en China y Japón, pero se ha debilitado en el resto de la región, sobre todo en la India y en Indonesia. En estos dos últimos países la divergencia se ha exacerbado por la volatilidad de los flujos de capitales debido a las anteriores expectativas de reducción del QE, lo que a su vez ha puesto de manifiesto debilidades estructurales que se plasman en los déficits por cuenta corriente y en la fragilidad del clima de inversión.

La confianza de los mercados regionales y los resultados de crecimiento han mejorado con el retraso en la reducción del QE, el repunte del impulso de crecimiento de China y las recuperaciones continuadas en EE. UU. y la UE. El retraso en la reducción del QE y la resolución (temporal) del debate sobre el techo de deuda de EE. UU. Han contribuido a aliviar las presiones financieras de la región y han dado un respiro a los responsables de la política de varios países para poder asumir nuevos ajustes políticos y reformas estructurales. No obstante, las economías con déficits por cuenta corriente y que dependen de las entradas de cartera, como la India e Indonesia, siguen siendo vulnerables al renacimiento de las presiones externas una vez que comience la reducción del QE, posiblemente a comienzos de 2014.

En Japón, la evolución de la economía ha sido en general positiva. El impulso de crecimiento ha seguido mejorando con la ayuda de los estímulos fiscales y monetarios de las que se conocen como políticas “Abenómicas”. La inversión no residencial, que ha sido el ingrediente que faltaba hasta ahora, se ha acelerado recientemente y contribuye al repunte del gasto privado y de las exportaciones.

Tras un prolongado periodo de deflación, el índice general de precios se ha mantenido en positivo desde junio, si bien lejos del objetivo del 2% fijado por el Banco de Japón para finales de 2014. Ahora la prioridad es implementar reformas estructurales audaces para impulsar el crecimiento a largo plazo, ya que sin esas reformas las políticas fiscales y monetarias fracasarían.

De acuerdo con lo manifestado las previsiones trimestrales del escenario central siguen contemplando una mejora gradual en el crecimiento dado que se espera un fortalecimiento del entorno exterior. Sin embargo, las revisiones a la baja efectuadas en las perspectivas de crecimiento de la India (4,6% en 2014) y de Indonesia (5,8% en 2014) contrarrestan con creces las pequeñas mejoras de Japón (1,9%) y China (7,7%); así, el resultado son unas perspectivas de crecimiento un poco más bajas para el conjunto de la región. Las perspectivas de inflación siguen siendo favorables, excepto en la India y en Indonesia, donde sus respectivos bancos centrales han subido los tipos de interés para

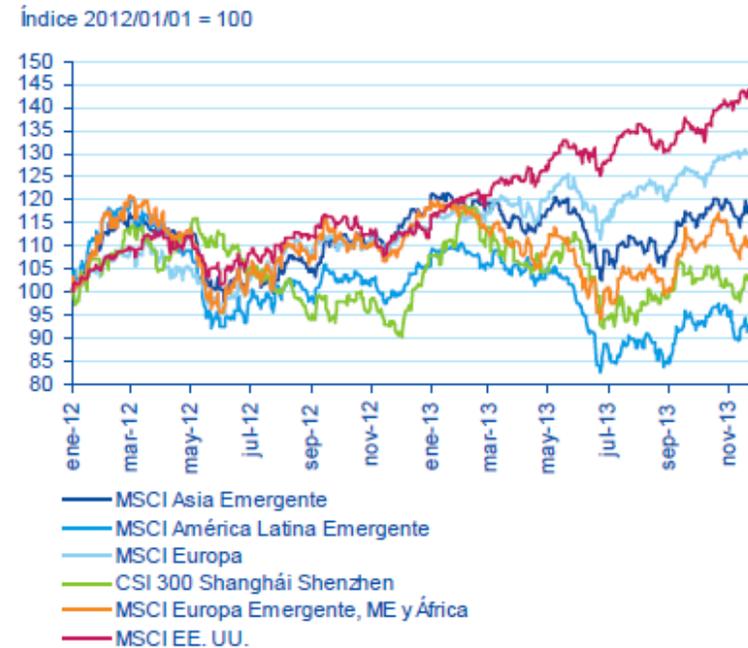
contener las presiones de depreciación de la moneda y frenar las expectativas de inflación.

Esperamos que la amplia combinación de políticas de China se mantenga sin cambios, aunque con una ligera tendencia al ajuste para desacelerar el crecimiento del crédito y reducir las fragilidades financieras.

Sin embargo, han surgido preocupaciones por la sostenibilidad del repunte ya que hay indicios de que el reequilibrio se ha pospuesto y de que las fragilidades financieras han seguido creciendo. El crédito del sistema bancario en la sombra ha seguido creciendo con rapidez y ha dado lugar a que los niveles de deuda de las empresas y de la administración pública local sean más elevados. Los incrementos del precio de la vivienda también han repuntado a un ritmo alarmante. Estas fragilidades financieras plantean un límite para seguir flexibilizando la política y dan prioridad a las reformas para garantizar un equilibrio de crecimiento más saludable a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas regionales se derivan de la posibilidad de que se renueve la volatilidad y se endurezcan las condiciones financieras cuando los inversores evalúen el momento y la magnitud de la reducción de los estímulos por parte de la Reserva Federal. Además, dada la incertidumbre sobre la sostenibilidad del repunte en China, una desaceleración en 2014 y en años posteriores podría ser un lastre para el crecimiento de la región.

Los mercados bursátiles asiáticos se han recuperado en gran parte de la venta masiva que se produjo entre mayo y agosto



América Latina

El ciclo económico global mejora, sobre todo en las economías desarrolladas, aunque aún está lejos de una recuperación enérgica. Las tensiones en los mercados financieros internacionales, causadas por la discusión sobre la reducción de compras de bonos por parte de la Fed, han remitido a lo largo del tercer trimestre,

otorgando un cierto soporte no sólo a EEUU sino también a la economía global.

La remisión de las tensiones financieras internacionales ha dado un cierto respiro a América Latina, después de las turbulencias del segundo trimestre. Tanto el retraso en la retirada del estímulo monetario por parte de la Fed como la consolidación del crecimiento en China generaron una estabilización de los flujos de capitales a la región, una recuperación de las cotizaciones bursátiles, reducción de los diferenciales soberanos y cierta apreciación de los tipos de cambio, pero sin recuperar los niveles previos a mayo. En los siguientes meses, continuará la volatilidad en los mercados financieros a la espera de las acciones de la Fed, pero la mayor parte del efecto de la retirada de los estímulos ya se habría incorporado en los precios de los activos en la región, que estarían ahora más cercanos a sus valores fundamentales. Aunque menos favorable que antes de mayo, el entorno financiero para la región será aún benigno en perspectiva histórica, con diferenciales soberanos y corporativos relativamente bajos.

Por su parte, la demanda interna también ha mostrado señales de estabilización en la mayoría de países, con el mantenimiento de indicadores de confianza en niveles de cierto optimismo y alguna recuperación del dinamismo de las ventas al por menor y las importaciones, aunque inferior al de 2012.

El crecimiento en la región se revisa a la baja en 2013 del 2,7% al 2,4%, especialmente lastrado por el bache de México en el primer y segundo trimestre. La actividad se aceleraría al 3,1% en 2014.

Los indicadores de crecimiento del segundo trimestre sorprendieron al alza en la mayoría de países, con la principal excepción en México, que enfrentó shocks temporales en la producción industrial y construcción y una revisión histórica a la baja del PIB. En 2014, se espera que la actividad se acelere hasta el 3,1% a medida que México (y, en menor medida, Brasil, Perú y Colombia) deje atrás los shocks temporales que lo afectaron en la primera mitad del año y que se recupere gradualmente la demanda externa de la región, en consonancia con el crecimiento global.

Perú, Chile y Colombia mantendrán, junto con Paraguay, el mayor crecimiento en la región en 2014. Por otro lado Brasil mantendrá un crecimiento moderado. La heterogeneidad del crecimiento en la región estará marcado por los dos extremos: Perú crecerá 5,6% en 2014, Colombia 4,7% y Chile 4%, mientras que Paraguay lo hará en 5,3%. Por otro lado, se anticipa un crecimiento en 2014 de 2,8% en Brasil, por el endurecimiento monetario, la incertidumbre asociada al proceso electoral y los problemas estructurales de su economía. De este modo, si excluimos a Brasil y México, el crecimiento en la región sería del 3,5% en 2014, con tendencia ascendente, convergiendo hacia su potencial cercano al 4% en los próximos años.

La debilidad de la demanda interna y un entorno menos favorable empeora las perspectivas fiscales en la región, aunque los déficits esperados se mantienen en rangos manejables. Quizás la mayor preocupación se centre en Brasil, donde el alza de los tipos de interés tendrá un impacto negativo en las cuentas públicas. En el caso de Perú y Chile (y menos en el caso de Colombia) se mantiene aún el espacio para el uso de políticas fiscales expansivas aunque, en general, las condiciones cíclicas no parecen justificar un impulso fiscal en la región.

La escasa holgura interna se refleja en el empeoramiento de los saldos exteriores desde la crisis de 2008, aunque la reciente desaceleración de la demanda interna y el inicio de operación de algunas inversiones en el sector exportador hace prever una disminución en los próximos años. A la leve mejora de las previsiones de saldo externo también ha contribuido el fin de los problemas de oferta en el sector exportador en algunos países como Brasil, Perú o Colombia. Los déficits exteriores en la mayoría de países se encuentran aún financiados en gran medida por inversión directa extranjera, más estable frente a posibles turbulencias internacionales. Además, eliminando el componente cíclico de esos déficits exteriores se puede comprobar que los déficits estructurales en América Latina no superan el 3% del PIB en los próximos años, niveles sostenibles dadas las perspectivas de crecimiento en la región.

La inflación en la región seguirá controlada y alineada con los objetivos de inflación de los bancos centrales, salvo en Uruguay, donde se mantendrá por encima del objetivo durante el próximo año. Con todo, la dinámica subyacente de la inflación resulta claramente diferente entre Brasil y Uruguay, que mantendrán presiones al alza sobre la inflación, y el resto de países con objetivos de inflación, donde esta se mantendrá contenida y convergiendo al objetivo del banco central.

La heterogeneidad en las presiones inflacionistas ha condicionado una respuesta diferente de los bancos centrales frente a las turbulencias en los mercados financieros y unas previsiones diferentes sobre el curso futuro de la política monetaria en la región. Mientras Brasil y Uruguay endurecieron la política monetaria, incluso más de lo esperado hace tres meses, se produjeron reducciones de tipos de interés en México, Chile y Perú, de la mano de una demanda interna más débil. Hacia delante, esperamos un mayor endurecimiento en Brasil y Uruguay, por la persistencia de la presión sobre la inflación, pero también en Colombia, a medida que se recupere el crecimiento. Por otro lado, los tipos de interés se mantendrían estables en México y Perú, mientras que la desaceleración en Chile enmarcará una bajada de 75pb adicionales en 2014.

La tendencia a una menor liquidez global contribuirá a una ligera depreciación del tipo de cambio en la mayoría de países de la

región. La depreciación seguirá la tendencia al aumento de los tipos de interés a largo plazo en EEUU y también estará condicionada por saldos externos que aún no se recuperan significativamente. Pero será una depreciación contenida pues buena parte de estos efectos ya han sido incorporados por los mercados en la depreciación observada desde mayo. La principal excepción será Brasil, donde las autoridades estarían dispuestas a soportar una depreciación de cerca del 10% en 2014 para recuperar parte de la erosión de competitividad de los últimos años que arrastraría también a Uruguay.

La región está, en general, preparada para soportar nuevos shocks del exterior, pero es importante mantener el espacio de maniobra para las políticas contracíclicas. La región sigue mostrando indicadores de vulnerabilidad relativamente sólidos (altas reservas internacionales, deuda externa en declive, sistema bancario sólido, tipos de cambio flexibles). Con todo, se ha avanzado poco en recomponer los espacios de maniobra para las políticas fiscales y monetarias, desde que se usaron tras la crisis de Lehman Brothers.

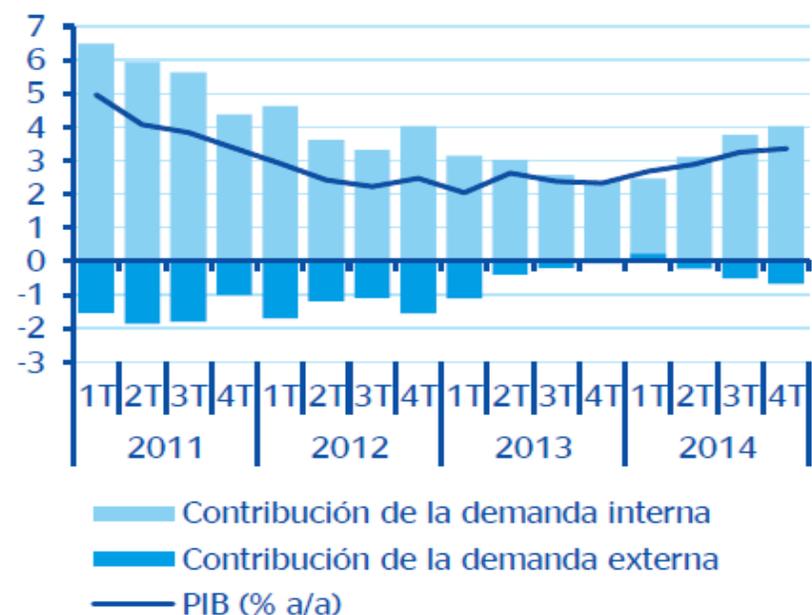
No es ahora el momento de recomponer esos espacios se debería haber hecho en los momentos de condiciones financieras más holgadas y precios más elevados de materias primas, pero tampoco se debe usar antes de tiempo el espacio que aún queda.

A medida que se reducen los vientos de cola de las condiciones financieras y los precios de las materias primas, no se debe sobreestimular la demanda. En su lugar, hay que seguir impulsando la oferta a través de reformas. Es necesario resistir la tentación de

mantener el crecimiento con impulsos de demanda cuando se mantienen los signos de estrecheces por el lado de la oferta, reflejados en el mercado laboral, cuellos de botella en las infraestructuras, déficits exteriores en expansión y, en algunos países, una inflación subyacente aún elevada. Los espacios para la política fiscal y monetaria serán necesarios cuando se inicie el retiro de los estímulos monetarios en los países desarrollados.

Mientras tanto, el avance en el proceso de reformas es crucial para aliviar las estrecheces de oferta y contribuir a la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo.

Latam: Crecimiento trimestral del PIB



Estados Unidos

El resultado del cuarto trimestre del 2014 está totalmente en el aire. Hasta ahora, los datos económicos del trimestre indican un rendimiento sólido en la actividad industrial, pero el consumo sigue siendo lento. Además, el ingreso personal no parece tener el mismo impulso de los últimos meses.

El impacto del cierre del gobierno de octubre debería ser mínimo y se ha reflejado en muy pocos indicadores económicos (la confianza de los consumidores es el factor más afectado). Por consiguiente, dadas las expectativas de una desaceleración moderada en el 4T13.

Al mismo tiempo, el informe del empleo de noviembre registró una ganancia de más de 200 mil empleos por tercera vez en cuatro meses, y la tasa de desempleo cayó a 7.0%. Las expectativas del escenario central no consideraban una caída mensual tan drástica, sino que suponían una tasa por encima de 7.0% hasta el 3T14.

Aunque es probable que se revise la previsión a la baja para ajustar los datos reales, mantenemos nuestras expectativas de que la gente volverá a entrar en el mercado de trabajo a medida que mejoren las perspectivas de disponibilidad de empleo, lo que en última instancia ejercerá presiones alcistas sobre la tasa de desempleo si no vemos una importante aceleración del crecimiento del empleo. La pregunta más importante que está en

la mente de todos es: ¿qué hará la Fed y cuándo? Las declaraciones del FOMC y los discursos de la Fed siguen haciendo hincapié en que las medidas de la política monetaria dependen de los datos, y en los últimos meses sí hemos visto mejoras en los datos económicos. No hay duda de que el último informe sobre el desempleo ha aumentado las probabilidades de que se anuncie una reducción de los estímulos en diciembre; sin embargo, persiste la amenaza de otra debacle fiscal en enero, por lo que la decisión podría retrasarse hasta el 1T14.

De cara al próximo año, los riesgos para el crecimiento parecen haber disminuido. En el futuro inmediato, la atención se centra sobre todo en el Congreso, donde un acuerdo presupuestario podría evitar un nuevo cierre en enero y dar a la Fed el impulso de confianza que está esperando para ir adelante con la reducción de estímulos.

La menor incertidumbre política estimularía la actividad económica a escala mundial siempre que la Fed evite una salida desordenada del QE3 que podría llevar los mercados a la histeria. En definitiva, las previsiones siguen siendo un crecimiento anual de 2.3% en 2014, dependiendo de las medidas que adopten el Congreso y la Fed a corto plazo.

Las utilidades empresariales han sido en cierto modo una anomalía durante esta lenta recuperación económica. Después de caer más de 50% durante la crisis financiera, las utilidades

empresariales reales se recuperaron rápidamente y subieron a nuevos máximos históricos a pesar de las dificultades de otros sectores de la economía. Las empresas han sabido aprovechar costos de endeudamiento y laborales sumamente bajos, así como la normativa fiscal favorable, lo que les ha permitido mantener utilidades constantes incluso cuando flaqueaba la demanda. Al mismo tiempo, hemos visto máximos extraordinarios en los mercados bursátiles cuando el programa QE3 de la Fed inyectó dinero en el sistema. Ahora que el resto de la economía está tomando impulso (la Fed ha comenzado a reducir estímulos, las tasas de interés están al alza y el desempleo sigue cayendo), es muy probable que el crecimiento de las utilidades empresariales se desacelere. Se prevé que el crecimiento de las utilidades llegará a su máximo en 2014 y se atenuará a partir de entonces a medida que las empresas se ajusten a los cambios del entorno económico, tanto a nivel nacional como a nivel mundial.

Históricamente, las utilidades empresariales siempre han sido mucho más volátiles que el crecimiento del PIB, pero tras la caída de 2008, el subsiguiente repunte fue uno de los mayores de la historia y definió el escenario para una recuperación sin precedentes. La aceleración desde la crisis ha sido mucho más pronunciada en comparación con ciclos económicos anteriores, aunque el progreso económico general ha sido más lento. A lo largo de 2013, el crecimiento de las utilidades se mantuvo relativamente estable, pero se aceleró en el tercer trimestre junto con un importante aumento del PIB. En el 3T13, las utilidades

empresariales reales se incrementaron 2.6% en términos trimestrales, el ritmo más rápido desde el 1T12, y se aceleraron a 4.3% en términos anuales. Aunque este movimiento refleja el aumento más fuerte de 2013, está claro que esa importante aceleración no es sostenible. Resulta especialmente interesante examinar los detalles subyacentes del crecimiento de las utilidades empresariales.

Desde la recesión, el crecimiento de las utilidades empresariales ha reflejado sobre todo una importante aceleración de las utilidades no distribuidas (es decir, el ahorro empresarial) aproximadamente en el primer año de la recuperación, mientras que el crecimiento de los dividendos ha sido mucho más gradual.

Sin embargo, en 2013 se ha observado un cambio de dinámica poco común: el crecimiento de los dividendos netos aumentó en el 2T13 mientras que se desplomaron las utilidades no distribuidas.

Aunque solo se trató de un cambio temporal y la tendencia se invirtió casi totalmente en el 3T13, el movimiento plantea una interesante pregunta con respecto a las utilidades empresariales en el futuro. Es bastante posible que las empresas hayan cambiado de estrategia: desacelerar la reinversión y acelerar los pagos de dividendos para que los inversionistas estén contentos en estos momentos de incertidumbre, pero ¿qué significa con respecto a los próximos años? A pesar del repunte de la actividad económica, las empresas siguen con dudas en lo que se refiere a la frágil demanda de consumo. La contratación ha repuntado en la

segunda mitad de 2013, pero si los planes de reinversión no se materializan, no es probable que veamos una aceleración del crecimiento del empleo significativa en 2014.

En vista de los factores anteriores y teniendo en cuenta la cambiante dinámica de la recuperación económica, prevemos que las utilidades empresariales aumentarán a un ritmo más moderado en los próximos trimestres, hasta estabilizarse en 2015. Aunque nos parecería razonable prever los costos laborales, la producción futura y el aumento de las tasas de interés, es difícil dar cuenta de la posible reforma fiscal en nuestros modelos. Si se abordan finalmente las lagunas del impuesto de sociedades, podríamos ver un cambio en la composición de las utilidades empresariales. Pero en general, nuestro escenario de riesgo parte del supuesto de que se producirá un retroceso en el ritmo actual de crecimiento del PIB y una subsiguiente desaceleración del empleo. En última instancia, prevemos que el impacto sobre las utilidades será menor en comparación con la crisis de 2008, dado que las empresas ya están preparadas en su mayoría para resistir otro choque negativo en el sistema.

Europa

Los últimos meses han deparado varias noticias positivas en la eurozona, que sugieren que la región se encuentra ya en fase de recuperación. Por un lado, los datos de crecimiento del segundo trimestre (0.3%), liderados por Alemania y Francia, sorprendieron

positivamente al mercado, dado que la salida de la recesión parecía llegar antes de lo previsto y con algo más de fuerza. Estos datos, junto a la mejora de la confianza durante los meses de verano y del contexto internacional llevaron a los mercados segundo dato positivo a experimentar mejoras sustanciales durante los últimos meses, con subidas en los índices de bolsa, reducción de los tipos de interés de los bonos a largo plazo y de los diferenciales de deuda de los países periféricos (a pesar de las crisis políticas en Portugal e Italia), así como una apreciación del euro. La tercera buena noticia proviene de los países periféricos, donde el nivel de actividad parece haberse estabilizado y el crecimiento podría estar volviendo, aún con diferencias entre los países.

De este modo, los elementos que apoyan la salida de la recesión apenas han variado. Tras caer cuatro décimas este año, la eurozona debe crecer alrededor de un 1.1% en 2014. Entre los factores que sustentan el crecimiento, el arrastre de la economía mundial sigue siendo importante, y los últimos meses parecen haber disipado parte de las dudas que surgieron en la primera mitad del año sobre la desaceleración en algunas economías emergentes claves para las exportaciones europeas, como es el caso de China. La política económica también continuará aportando su papel a la recuperación, con una política fiscal que ya alargó los plazos para el ajuste en las reuniones de primavera del Ecofin y que además los países han percibido como un cambio

de acento sobre este tema desde el norte de Europa y parecen sentirse menos preocupados con cumplir a rajatabla los objetivos-, y una política monetaria que ha sido expansiva y lo continuará siendo en los próximos trimestres.

El BCE, ya preocupado por la debilidad del crédito, la fragmentación del sistema financiero y la fragilidad de la recuperación, afronta además un entorno de baja inflación y de incertidumbre para el sistema financiero ante los ejercicios de valoración de activos y pruebas de esfuerzo que tendrán lugar el año que viene. La previsión es que el banco central posiblemente vuelva a proveer liquidez a través de una LTRO (Operación de Refinanciación a Largo Plazo), y si bien no se espera recortes de tipos oficiales, es evidente que la opción de bajadas adicionales seguirá estando ahí por un tiempo.

Un factor clave del desempeño de la eurozona en 2014 y más allá, y a la vez el mayor elemento de incertidumbre, es el avance a nivel europeo en lo relativo a la unión bancaria. Con la supervisión común ya en marcha, y preparada para ser efectiva a finales de 2014, la aprobación de un mecanismo único de resolución, con fondos de recapitalización creíbles que apoyen los exámenes bancarios, será fundamental para recomponer a medio plazo la unidad del sistema financiero europeo, sin la cual la unión monetaria pierde parte de su sentido, como se ha comprobado a lo largo de esta crisis. Los retrasos en este proceso o una falta de

credibilidad sobre sus resultados serían muy negativos para la zona, y suponen el mayor riesgo para las previsiones en 2014.

Otros elementos de incertidumbre como la cobertura de las necesidades de financiación de Grecia o Portugal a mediados del año que viene, o la fatiga fiscal y reformadora en buena parte de la zona, e incluso el impacto de la reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal en la curva europea son también importantes, y serán elementos a seguir en los meses sucesivos.

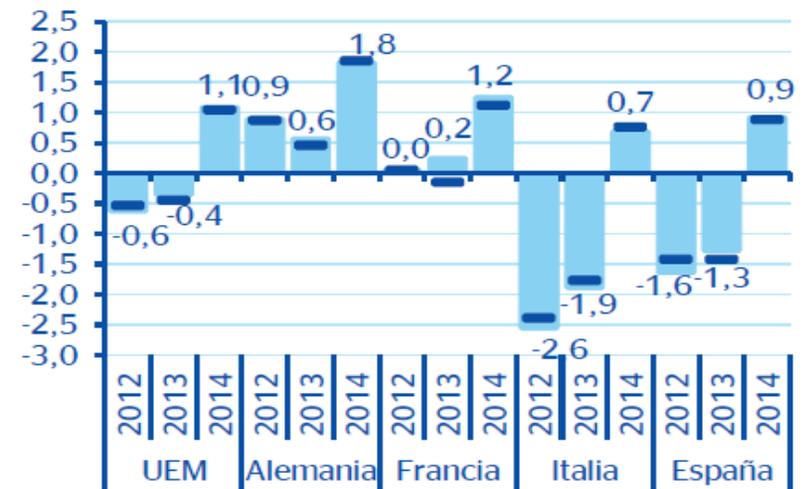
Como se señala más arriba, el desempeño económico durante los últimos tres meses estuvo, en general, en parte reflejando que la gestión de la crisis en el conjunto de la zona euro también se desarrolló de acuerdo con lo contemplado en los supuestos incluidos en nuestro escenario (principalmente el lento avance hacia la unión bancaria, limitado impacto de los eventos adversos en periferia sobre tensiones financieras y relajación de la consolidación fiscal).

El efecto arrastre positivo (+0,1pp) tanto de la ligera sorpresa al alza en el crecimiento en el segundo trimestre como de la revisión al alza de los datos del primero (hasta el -0,2% t/t en vez del -0.3% estimado inicialmente) se compensan con un crecimiento algo menor de lo previsto ahora para el tercer trimestre. Esto no supone ningún cambio la visión de una recuperación muy lenta y gradual en el 2014. Además de mantenerse la posición respecto a

la política económica, tampoco ha habido cambios significativos en el resto de fundamentales que subyacen a la consolidación de la recuperación.

Con todo, se mantiene sin cambios la previsión de crecimiento para el conjunto de la zona euro para 2014, con cifras del 1,1%, todavía por debajo del potencial y que supone que el nivel de PIB todavía se encontrará a finales de 2014 alrededor de un 1% por debajo de los niveles pre-crisis de 2008.

UEM: previsiones crecimiento por país





USA-CHINA-BIOTECNOLOGIA

LATINOAMERICA

RUSIA-INDIA-EUROPA

VERDE: Buena oportunidad. Alto potencial.

AMARILLO: Precaución. Tiempo de salir.

ROJO: Riesgo Elevado.

Bibliografía:

- <http://www.analitica.com>
- <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/ing/index.jsp>