



# Boletim 2do 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 que sigan adelante en todos sus proyectos y Éxitos!*

*En esta oportunidad, les anexamos el boletín financiero del período correspondiente al 2do trimestre, para tratar de alguna forma definir las tendencias del mercado en este periodo y analizar las estrategias potenciales sobre nuestros portafolios de inversión.*

*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.*

*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

La economía mundial ha crecido en el primer trimestre de 2014 a un ritmo anual cercano al 3,2%, medio punto menos de lo que se esperaba hace tres meses pero sin interrumpir la ligera mejoría iniciada en 2013. Tampoco hay eventos identificados con probabilidad relevante para complicar la recuperación en marcha, aunque los riesgos geopolíticos están presentes.

Las economías desarrolladas se apoyan en la favorable combinación de política fiscal y monetaria y en unas condiciones financieras que en general no frenan la actividad. Se revisó a la baja el crecimiento de las economías emergentes, resultado sobre todo de la rebaja en China, para lo que se esperaba ahora aumentos del PIB yendo hacia el 7% en 2014-15, frente al 7,5% anterior. Este cambio resulta del renovado brío en la implementación de políticas orientadas al medio plazo, a reducir las vulnerabilidades existentes y generar más incentivos de mercado, frente a seguir aguantando el crecimiento en el corto plazo.

China es la segunda economía del mundo, pero es la primera por contribución en términos absolutos al aumento del PIB global. El impacto comercial del menor aumento de la demanda china sería heterogéneo por la dispersión existente en el peso de las exportaciones a China, mayor sobre todo en

el sudeste asiático, en algunas economías andinas y africanas y en Alemania, que exportan cada año más del 2,5% de su PIB. Con todo, el cambio de foco de la política económica, su impulso de reformas que den un mayor papel al mercado, al consumo frente a la inversión y la preocupación por el nivel de deuda alcanzado, reducen la probabilidad de un ajuste brusco. Un evento como ese podría abrir vías de contagio global adicionales al canal comercial, como el aumento de la volatilidad financiera, aunque hasta ahora no hay evidencia de esta vía de contagio.

Se sigue acercando la subida de tasas de interés en EE.UU., aunque no ocurrirá inmediatamente, es previsible que se dé a partir de mediados de 2015. Es un evento que no por esperado puede suponerse falta de impacto, como ya lo tuvo en mayo de 2013 el anuncio de la FED sobre el "tapering", comunicando que conforme se consolidase la recuperación habría menores aumentos de su balance. Ello produjo entonces un rebalanceo de los flujos globales de capital, se registraron salidas de los activos y mercados de mayor rentabilidad y riesgo relativo para ir hacia mercados y activos de economías desarrolladas.

Algo similar podría ocurrir si los inversores descuentan súbitamente el tensionamiento de la FED, algo en sí mismo positivo como señal de crecimiento. Este evento está recogido en las previsiones y se estima que, el impacto en términos de incertidumbre financiera sería acotado y heterogéneo.

Acotado porque tras la recomposición de carteras globales entre mayo y junio pasado, el recorrido adicional es menor en un escenario de recuperación global. Heterogéneo porque como se vio entonces, los tipos de cambio y en general las condiciones de acceso al mercado, se movieron de acuerdo a la solidez de las políticas macroeconómicas y al tamaño de los desequilibrios externos de las economías afectadas, emergentes sobre todo.

Un tercer reflejo de la heterogeneidad vigente en el escenario económico está ligado a la reacción ante la falta de presiones inflacionistas. Las economías más desarrolladas (EE.UU., Europa y Japón) coinciden en una etapa de falta de presiones relevantes de inflación, que se encuentran en niveles seguramente “demasiado bajos” ya durante “demasiado tiempo”. En Japón desde luego que es así, y es por ello que están embarcados desde abril de 2013 en una política monetaria ultra expansiva para, a través fundamentalmente de la depreciación del tipo de cambio, elevar la inflación y abaratar el precio relativo del consumo frente al ahorro.

Así, mientras que en Japón, las señales de presiones de precios están subiendo, en Europa o en EE.UU. se siguen deslizando a la baja, especialmente en la primera. En el escenario central, la inflación europea repuntará lenta pero progresivamente con la mejora en marcha de la demanda, tensiones financieras reducidas y al reforzamiento de la

capacidad de concesión de crédito del sistema bancario en Europa, embarcado en un examen de transparencia y de resistencia. Sin embargo, el margen de absorción de choques negativos sobre la inflación es muy reducido en Europa, independientemente de si son de origen doméstico o foráneo. Por ello, el margen de actuación de las políticas debería de ser el mayor posible, especialmente en el caso de una política monetaria que podría tener que afrontar la toma de medidas adicionales para cumplir su objetivo desde una perspectiva preventiva.

El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según las estimaciones, durante el primer trimestre de 2014 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y, se espera que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año. Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica.

Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas, y dentro de ellas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes.

Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tipos en EE.UU., pero también se han visto afectados más o menos intensamente por eventos de riesgo geopolítico en Europa del Este o las perspectivas de desaceleración de China.

Con todo, el tensionamiento de las condiciones financieras de cada economía ha sido distinto según el grado de vulnerabilidad externa y de integración financiera de la misma, lo que se refleja por ejemplo por mayores déficits por cuenta corriente, pasivos altamente dolarizados o tipos de cambio flexibles. El panorama global es resultado de una combinación de políticas implementadas domésticamente pero con efectos que van más allá de la propia economía donde se originan, no sólo en términos de mayor o menor demanda de bienes y servicios (comercio internacional), sino en la medida en que contribuyen a alterar la aversión global al riesgo financiero, lo que se refleja en volatilidad de flujos de capitales y/o precios de activos financieros y de materias primas. Por una parte, la recuperación cíclica se extiende en las economías desarrolladas, al calor de un menor ritmo de consolidación fiscal, menor preocupación por la sostenibilidad de la deuda con unos costes financieros contenidos y avances en la implementación de la Unión Bancaria en la UEM.

Sin embargo, la normalización de la política monetaria de EE.UU., en marcha en sus medidas cuantitativas y a la expectativa en tasas de interés, está produciendo una recomposición de carteras financieras a nivel global con impacto en las condiciones de financiación y los precios de los activos de las economías emergentes, sobre todo, Este contagio no es nada novedoso, pero se vuelve a manifestar en un entorno que sí lo es: con mayor integración financiera de las economías emergentes y con una política monetaria de EE.UU. extraordinariamente laxa.

Entre este último grupo, además, se están empezando a materializar las preocupaciones por la ralentización de la economía de China tras el Año Nuevo chino, dado el foco que las autoridades están poniendo en mayor medida en reducir vulnerabilidades vía políticas macroprudenciales a medio plazo que en sostener el crecimiento a corto plazo.

En resumen, la valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que se hacía hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en las previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente, cifras que muestran tanto las variaciones en expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE.UU. o en el

área del euro, las presiones a la baja en las previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica en 2014 y 2015. En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión. Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del este.

#### Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,9	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,3	0,9	1,5
Italia	0,6	-2,4	-1,8	0,7	1,4
España	0,1	-1,6	-1,2	1,1	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	2,8	2,4
América Latina *	4,1	2,6	2,3	2,3	2,5
México	4,0	3,7	1,1	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,3	2,0	1,6
EAGLES **	6,7	5,0	5,3	5,3	5,6
Turquía	8,5	2,4	4,0	1,5	5,1
Asia-Pacífico	6,1	5,2	5,2	5,0	5,2
Japón	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
Asia (exc. China)	3,8	3,5	3,3	3,5	3,9
Mundo	4,0	3,2	3,0	3,4	3,8

## Asia

Algo más de incertidumbre existe en las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde abril de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. La reciente subida de impuestos al consumo para controlar el déficit público puede poner en riesgo la recuperación de la demanda privada, aunque quedan medidas por tomar que la compensen, incluso con una expansión monetaria aún más intensa.

Con todo, se revisa a la baja la previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1% y se mantiene el crecimiento de 2015 en el 1,3%. En las economías desarrolladas se sigue extendiendo el periodo de inflación baja o desinflación, como evidencian distintas medidas optimizadas.

Mientras que en Japón la medida de tensiones inflacionistas repunta en niveles negativos aún como resultado de las políticas antes comentadas y en EE.UU. se mantiene anclada, la zona del euro se encuentra en una etapa de caída que la sitúa en el entorno del 1%. Previsiblemente, de acuerdo al escenario base, cerca de sus mínimos y con perspectivas de aumento. Sin embargo, aunque no se espera deflación, la vulnerabilidad a choques negativos, globales o domésticos, con incidencia en precios es comparativamente elevada.

La vulnerabilidad viene no sólo del nivel y la tendencia a la baja de las tensiones inflacionistas, sino también de la situación del balance financiero del sector privado, con niveles de deuda muy elevados al menos en algunas de las economías del área y un sector bancario que está en un proceso de reforzamiento de su capacidad de concesión de crédito, como se describía más arriba. Un shock negativo que pudiera conllevar un cambio en las expectativas de inflación haría más probable que el BCE tomara medidas adicionales, desde proporcionar liquidez a largo plazo a la banca sin restricciones, bajar las tasas de referencia o hacer compras selectivas de activos de deuda privada de alta calidad.

Las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo, en un entorno de inflación menor de lo esperado.

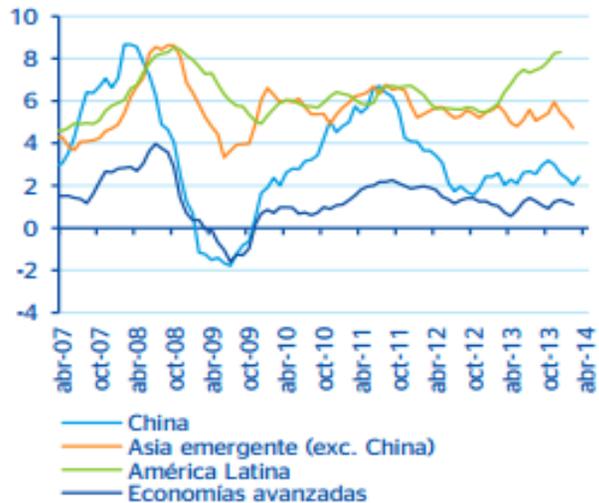
A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento en el corto plazo.

Ello ha supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unos tipos de interés reales negativos. Una asignación de recursos ineficiente que genera además el desarrollo de sistemas financieros paralelos al más regulado y que puede ser fuente de problemas en el futuro. En este sentido, se están endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, o a la protección del medio ambiente. Con todo, se revisa el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, respectivamente, cerca de medio punto menos de lo esperado hasta ahora.

La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial en los últimos es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según las estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino estaría en torno a cuatro décimas, fundamentalmente, como resultado de una menor demanda desde China.

En este sentido, cabe destacar también que el ajuste esperado en el escenario de China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global, algo que de ocurrir, elevaría el impacto señalado.

**Inflación mundial (% a/a)**



## América Latina

Los precios de los activos se recuperaron de manera generalizada tras la fuerte corrección observada al inicio del año. A pesar de que el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos sigue en marcha, en los últimos meses, especialmente a partir de marzo, los mercados financieros latinoamericanos dejaron el pesimismo de lado y pasaron a moverse al alza.

Esto refleja, en parte, que el aumento de la volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes en los primeros meses de 2014 fue producto, principalmente, de importantes factores idiosincráticos, y en algunos países estuvo ligado también al deterioro de sus fundamentales. La desaceleración de la economía china y la moderación del precio de algunas materias primas importantes para la región tampoco pudieron frenar la recuperación del precio de los activos pese a que ya empiezan a contribuir al menor crecimiento de la actividad económica.

En realidad, el desempeño de los mercados financieros locales contrasta en cierto modo con la moderación del crecimiento de la actividad económica. Asimismo, el diferencial soberano de América Latina, por ejemplo, se redujo aproximadamente 60 puntos básicos desde el final de febrero y 130 puntos desde el pico registrado al inicio de febrero.

Se trata de correcciones más significativas que las observadas en otras regiones emergentes. Los índices bursátiles muestran una dinámica similar: subidas de 13% desde el final de febrero y de 17% desde los valores mínimos registrados al inicio del mismo mes, superiores a las de otras geografías emergentes.

Dos factores externos ayudaron a este buen comportamiento de los mercados financieros en la región. En primer lugar, la percepción generalizada de que la subida de las tasas de interés en Estados Unidos será muy gradual y no ocurrirá inmediatamente. Segundo, una moderación del crecimiento de la economía china menos intensa de lo esperado por el mercado.

Con todo, hay una serie de factores de índole local que también contribuyeron al repunte registrado en los mercados en los últimos meses. Entre estos factores idiosincráticos destacan, por ejemplo, algunos ajustes recientes en la política económica en Argentina, incluyendo el logro de mantener el tipo de cambio relativamente estable después de la fuerte depreciación del inicio del año, que fueron relativamente bien recibidos por los mercados. También lo fueron el endurecimiento de las condiciones monetarias y las perspectivas de ajuste de la política económica en Brasil tras las elecciones presidenciales de octubre, incluso a pesar de que Standard & Poors haya rebajado la nota de la deuda soberana del país de BBB a BBB-.

Además, los mercados locales reaccionaron positivamente al aumento de la ponderación de Colombia dentro de los índices de renta fija del banco de inversión J.P. Morgan. De forma similar, los tipos de cambio de los países latinoamericanos han estado apreciándose en los últimos meses. En línea con los factores idiosincráticos comentados anteriormente, destacan la apreciación del real brasileño y del peso colombiano, así como la estabilidad del peso argentino tras la fuerte depreciación registrada en enero.

La apreciación reciente de la mayoría de las monedas es también el reflejo del debilitamiento del dólar en los mercados globales. Este efecto fue reforzado también en algunos países por el impacto positivo que una depreciación de la moneda norteamericana tuvo sobre los precios de las materias primas.

Este factor financiero ayuda a entender la reciente recuperación de los índices de materias primas, como el índice CRB y sus subíndices. En todo caso, pese a este impacto financiero positivo, algunas materias primas importantes para la región se han visto afectadas por la moderación del crecimiento en China. El repunte de los precios de los activos latinoamericanos se benefició de flujos de cartera más favorables hacia emergentes, algo que es percibido no solo en las estadísticas de flujos de cartera globales, sino también en indicadores locales como, por ejemplo, los datos de la cuenta

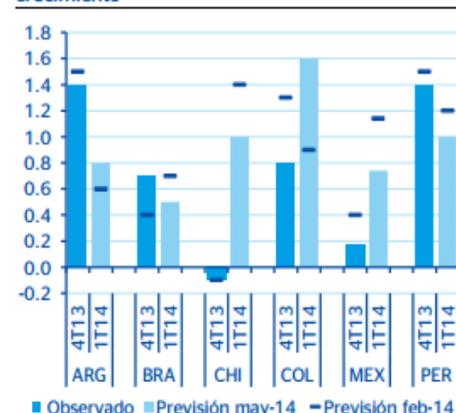
financiera de las balanzas de pagos y de tenencia de bonos soberanos por no residentes.

Con todo, el aumento de los precios de los activos financieros de la región en los últimos meses es proporcional a la caída observada desde el anuncio del inicio del tapering el 17 de diciembre hasta el mes de febrero. Así, de manera general, tras el repunte reciente, los precios de los activos no están en niveles muy distintos de los registrados inmediatamente antes del inicio del endurecimiento monetario de la Fed, como ilustran los gráficos anteriores.

Las sorpresas negativas sobre el crecimiento en el primer trimestre y una demanda interna y externa menos robusta a la anticipada hace tres meses llevan a una revisión a la baja del crecimiento en América Latina: tres décimas en 2014 y dos en 2015. Se estima que el crecimiento de la región será de 2,3% en 2014 y 2,5% en 2015, muy similar a lo observado en 2013 (2,4%). Asimismo, se sigue previendo una recuperación que ya se empezaría a producir a lo largo de 2014 de la mano del incremento del crecimiento en las principales economías desarrolladas (que compensaría la desaceleración en China) y por la recuperación cíclica en una serie de economías de la región, notablemente en México y Colombia, pero también en Perú, Paraguay y Chile. Esta recuperación se manifestaría en un aumento del crecimiento en 2015, aunque a menor ritmo

de lo que se pronosticaba anteriormente, especialmente lastrado por el bajo crecimiento en Brasil (1,6% en 2015).

Latam: sorpresas en las previsiones de crecimiento



Crecimiento del PIB: Latam, Mercosur y Alianza del Pacífico



## Estados Unidos

La actividad económica empieza a dar señales de vida tras sufrir un duro invierno. Ahora que nos encontramos en la mitad del segundo trimestre, es evidente que las expectativas de una mayor actividad en primavera se están materializando. La mayoría de los indicadores económicos, desde el consumo hasta la producción industrial y la confianza, han vuelto a tomar impulso, con la excepción del mercado de vivienda.

La inversión residencial ha sido especialmente débil, y las ventas y la construcción de viviendas nuevas aún no tienen fuerza para recuperar las pérdidas del invierno. Gran parte de esta situación puede atribuirse a una combinación de hechos como el aumento de los precios de la vivienda y tasas hipotecarias ligeramente más elevadas que han reducido la asequibilidad cerca de los valores mínimos de la recuperación. Aunque se prevé que aumente el crecimiento a lo largo del año, la recuperación sigue vulnerable a una serie de factores, incluida la posibilidad de perturbaciones a causa de la estrategia de política monetaria de la Fed, así como a la desaceleración de la demanda mundial.

El crecimiento del PIB real durante el 1T14 quedó bastante por debajo de las previsiones en 0.1% en términos anualizados y desestacionalizados, frenado principalmente por las

exportaciones y la inversión residencial. La parte positiva es que el aumento del consumo privado sigue siendo sólido. Por tanto, se mantiene el escenario central prácticamente invariable, reflejando unos riesgos equilibrados con una probabilidad de 70%. Aumentan ligeramente los riesgos al alza, con una probabilidad de 20% frente a los riesgos a la baja (10%) de una expansión más desordenada e insostenible.

Estos escenarios tienen especial importancia en lo que se refiere a la Fed, aparentemente para los responsables de velar por la continuidad de la solidez de la recuperación económica. El entorno de riesgo al alza implica una postura más ortodoxa dentro del FOMC y, por tanto, la posibilidad de una trayectoria más temprana y agresiva de la tasa de los fondos federales. La parte negativa es que se podría ver como la Fed se estanca en este periodo prolongado de tasas bajas más allá de 2015, en concreto si la inflación no se acerca al objetivo de 2.0%.

Los riesgos para el crecimiento están muy ligados a las tendencias subyacentes de las condiciones del empleo. Aunque la tasa de desempleo se ha reducido mucho más rápido de lo esperado (alcanzando 6.3% en abril), otros indicadores sugieren que la mejora no refleja realmente un aumento de la contratación. Es posible que el exceso de capacidad del mercado de trabajo se refleje apropiadamente en la tasa de desempleo, pero nuestro escenario central solo asume una

reflexión parcial. La tasa de participación continúa fluctuando en mínimos de hace 30 años, mientras que los desempleados de larga duración y los trabajadores desanimados pierden confianza en el mercado laboral. Además, muchos integrantes de la generación del "baby boom" están camino de la jubilación, aunque la crisis obligará a algunos a seguir trabajando bien entrada su habitual edad de retiro. Las sombrías perspectivas del empleo posteriores a la recesión también hicieron que muchos titulados universitarios retrasaran su entrada en el mercado laboral, un grupo que de otro modo hubiera ayudado a compensar al menos parcialmente las jubilaciones.

A su vez, sigue siendo importante la brecha entre las ofertas de trabajo y las contrataciones, lo que implica que las empresas están más dispuestas a aumentar sus plantillas pero intentan buscar personas calificadas para desempeñar dichas funciones, al menos en ciertos sectores que dependen más de la mano de obra altamente calificada. Por último, cabría esperar algunas presiones al alza sobre la tasa de participación a lo largo del año, lo cual, a su vez, debería desacelerar la reducción de la tasa de desempleo, porque el crecimiento del empleo no se espera que aumente de forma significativa en 2014.

Mientras la recuperación continúa buscando una base sólida, se aproxima un aumento de las tasas de interés en EEUU, aunque no es inmediato. Además, aunque sea ampliamente esperado y la Fed esté intentando mejorar la transparencia y la comunicación, no significa que no tenga ningún impacto. Ciertamente existe el riesgo en ambos escenarios de ajustar la política monetaria demasiado y muy pronto o de mantener las tasas de interés demasiado bajas durante demasiado tiempo.

Contrariamente a la creencia de que un ajuste precoz podría suprimir el crecimiento económico, un aumento antes de lo previsto de la tasa de interés próxima a cero podría ocasionar repuntes adicionales de una normalización más rápida de la política monetaria, favoreciendo en última instancia un entorno económico más favorable.

Por el contrario, un largo período de tiempo con tasas de interés bajas conllevaría un nuevo aumento del balance de la Fed y un retraso indefinido de la normalización de la política económica, obligando a la Reserva Federal a adentrarse en las aguas desconocidas de herramientas no convencionales y de los efectos de la tasa próxima a cero. No obstante, se prevé que el efecto en términos de incertidumbre financiera se mantendrá controlado (menor potencial adicional de corrección del mercado en un escenario de recuperación mundial) y será

diversificado, lo que conlleva a poner más énfasis en el escenario de riesgo al alza.

## Previsiones Económicas

	2T13	3T13	4T13	1T14	2012	2013	2014	2015	2016
PIB real (% desestacionalizado)	2.5	4.1	2.6	0.1	2.8	1.9	2.5	2.5	2.8
PIB real (contribución, pp)									
Consumo personal	1.2	1.4	2.2	2.0	1.5	1.4	1.7	1.1	1.2
Inversión fija bruta	1.4	2.6	0.4	-1.0	1.4	0.8	0.6	0.9	1.1
No residencial	0.6	0.6	0.7	-0.3	0.9	0.3	0.5	0.9	0.9
Residencial	0.4	0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2
Exportaciones	1.0	0.5	1.2	-1.1	0.5	0.4	0.5	0.9	0.8
Importaciones	-1.1	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	-0.2	0.2	0.4	0.3
Gobierno	-0.1	0.1	-1.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% promedio)	7.5	7.2	7.0	6.7	8.1	7.4	6.6	5.9	5.6
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	198	190	186	194	195	210	231
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.5	1.2	1.4	2.1	1.5	1.8	2.2	2.3
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.7	1.6	2.1	1.8	1.9	2.1	2.3
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-6.8	-4.1	-3.0	-2.7	-2.9
Cuenta corriente (fdp, % PIB)	-2.3	-2.3	-1.9	-	-2.7	-2.3	-1.9	-1.7	-1.5
Tasa objetivo Fed (% fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	9.96	11.15	11.30	12.52	2.85	10.60	8.78	6.20	4.62
Valores tesoro 10 años (rend. %, fdp)	2.30	2.81	2.90	2.72	1.72	2.90	3.41	3.80	4.10
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.38	1.31	1.37	1.35	1.32	1.37
Precio del Brent (dpb, promedio)	102.7	110.3	109.3	108.2	111.7	108.7	112.2	117.2	120.2

## Europa

La economía de la zona euro ha dado pocas sorpresas en los tres últimos meses en cuanto al ritmo de la recuperación y los factores fundamentales que la sustentan, aunque con matices.

Los datos de coyuntura a corto plazo siguen siendo relativamente positivos, con los indicadores de confianza creciendo algo más de lo que se podría esperar (especialmente dados los problemas geopolíticos en el este de Europa), y los de actividad algo más rezagados.

Alemania ha tenido un primer trimestre con un crecimiento muy fuerte, aunque el segundo será algo más débil. Los datos recientes de Francia son más negativos, pero los de Italia y España se siguen recuperando, incluso con sesgos al alza. La política fiscal sigue siendo claramente menos restrictiva de lo que era hace un año, desde que así lo aprobase el Ecofin en mayo de 2013, mientras que la política monetaria tiene margen de relajación adicional.

La mejora de las variables financieras ha ido más allá de lo previsto, sobre todo por la disminución de los diferenciales soberanos en la periferia, ligada a la entrada de flujos provenientes de los países emergentes, que está teniendo un impacto alcista sobre el euro. Precisamente es el tipo de cambio frente al dólar, para el que se preve una depreciación menor en el medio plazo, uno de los factores que lastran la

recuperación, o la hacen más moderada. A ello se une el menor crecimiento previsto en China, tanto este año como el que viene, más cerca del 7% que del 7,5%; y de otros países emergentes, lo que también podría tener un impacto sobre las exportaciones.

A pesar de ello, la mayor pujanza de la demanda interna en Europa compensa estos sesgos a la baja del sector exterior, y nos hace mantener la previsión de crecimiento en la eurozona en el 1,1% en 2014 y el 1,9% en 2015, por encima del crecimiento potencial, lo que permitirá reducir ligeramente la tasa de desempleo. Aparte de las dudas en el sector exterior, el otro factor de riesgo en la zona euro está ligado al bajo nivel de inflación, que alcanzó el 0,5% en marzo y se va a mantener por debajo del 1% durante casi todo el resto del año.

Se sigue viendo poca probabilidad a un escenario de deflación, pero un escenario de baja inflación no sólo conlleva peligros antes un shock bajista adicional, sino que es perjudicial para el reequilibrio entre los países de la zona euro, los cambios de precios relativos y para un desapalancamiento a un ritmo razonable de los agentes privados y gobiernos, muy endeudados en muchos países de la zona.

El BCE no tomó medidas de relajación adicional en marzo, a pesar de prever una inflación de solamente un 1,5% a dos

años vista (en 2016), pero parece haber rectificado más recientemente, aclarando las distintas medidas que podría tomar ante distintos eventos (tensiones financieras, apreciación excesiva del euro, inflación persistentemente baja) y, lo que es más importante, señalando que está dispuesto (de manera unánime) a embarcarse en medidas de expansión cuantitativa si la inflación se desvía de la senda prevista. De momento, es muy probable que en junio vuelva a bajar el tipo refi y ponga el tipo de depósito en negativo, mientras que es posible que apruebe medidas adicionales de liquidez en los próximos meses.

De cara al resto del año y a 2015, tras los progresos en la unión bancaria (que ha dado un paso más en los últimos meses con la aprobación del mecanismo único de resolución), los exámenes bancarios y las pruebas de esfuerzo siguen siendo el factor a seguir. Si a final de año queda en Europa un sector bancario solvente y recapitalizado, junto con unos mecanismos de supervisión y resolución comunes ya en marcha, habrá margen para reducir sustancialmente la fragmentación financiera y permitir una recuperación más decidida del crédito.

El crecimiento económico en el conjunto de la zona euro parece haber ganado algo de tracción en el primer trimestre del año, sustentado por la progresiva normalización de los

mercados financieros que se reflejó en una fuerte mejora de la confianza. No obstante, también se han deteriorado algunos determinantes claves durante la recuperación, principalmente la desaceleración en el crecimiento de algunas economías emergentes y la fortaleza del euro, que podría frenar el arrastre de las exportaciones para registrar un avance económico más moderado en los próximos trimestres. Se estima un crecimiento trimestral del PIB de 0,4%/0,5% en el primer trimestre del año (0,2pp por encima de lo estimado hace tres meses) en la zona euro, tras el 0,2% t/t de 4T13.

Los datos disponibles para 2T14 se limitan a los datos de confianza de abril, y muestran señales mixtas. Por un lado, los PMIs mejoraron nuevamente y apuntarían a un mayor crecimiento, mientras que los indicadores de confianza de la Comisión Europea se deterioraron, al igual que algunos indicadores nacionales (como el Ifo en Alemania, que recoge la incertidumbre de la situación geopolítica en Ucrania), y sugieren que el crecimiento podría moderarse ligeramente, más en línea con el escenario (+0,2%).

Por países, la recuperación ya toma forma en la periferia, ganando impulso en España (0,4% tras el 0,2% en 4T13) y en Italia (0,3% tras 0,1%). La economía alemana continúa liderando el crecimiento (0,6% t/t tras 0,4% t/t), mientras que las dudas ahora se ciernen sobre la economía francesa (0,1%

tras 0,3%), que podría acusar el aumento de la incertidumbre (reflejado ya en la confianza) sobre la política económica a implementar en el horizonte de previsión.

El escenario sigue contemplando que la dinámica ya observada en los últimos trimestres se irá consolidando este año, con la demanda doméstica tomando el relevo de las exportaciones a lo largo de 2014, y se mantiene la previsión de un crecimiento del PIB del 1,1% para la zona euro. En concreto, el mejor desempeño económico en el primer trimestre del año (+0,3pp) compensa el posible efecto negativo de la apreciación del euro (-0,2pp) y la desaceleración de emergentes (-0,1pp).

Para 2015, también se mantiene la previsión de un crecimiento del 1,9%, impulsado por el aumento de la inversión y la consolidación de la recuperación del consumo privado. A pesar de ello, estas previsiones suponen que a finales de 2015 el nivel del PIB tan sólo habría alcanzado los niveles pre-crisis (primer trimestre de 2008) y la brecha de producción continuaría siendo negativa.

UEM: contribución al crecimiento del PIB (pp)



**VERDE:** Buena oportunidad. Alto potencial.  
(Usa - Real State - Tecnología)

**AMARILLO:** Precaución. Tiempo de salir.  
(Europa - Asia)

**ROJO:** Riesgo Elevado  
(LATAM)

## Bibliografía:

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