



Boletín 3er 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 3er 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

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013.

El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años. Por áreas, además de los reseñados crecimientos de EE.UU., China y el área del euro, en Japón se espera un mantenimiento del crecimiento del PIB ligeramente por encima del 1% en 2014 y 2015.

En Latinoamérica se prevé una aceleración de la actividad hasta el 2,5% en 2015 (1,6% en 2014) gracias a las mejoras esperadas en México y en las economías andinas fundamentalmente, apoyadas en un entorno externo globalmente favorable. La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos

geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU. Pero este escenario base, incluyendo sus riesgos, no es el único posible, hay escenarios alternativos al de recuperación cíclica.

La situación en la que se encuentran las economías de mayor peso en el mundo en la actual fase de recuperación muestra algunas características novedosas que pueden estar detrás de la acotada intensidad de la mejora de la actividad y de los riesgos que enfrenta. En general, se observa que el apalancamiento no se ha detenido en las economías más importantes.

El desapalancamiento del sector privado se está produciendo desde hace ya algún tiempo en algunos países como EE.UU., el Reino Unido o Japón a la vez que se frena el aumento de deuda en el área del euro, con situaciones diversas por países dentro de la zona monetaria (Gráfico 2.7). Sin embargo, el endeudamiento total, sumando el del sector público, sigue al alza en las economías mencionadas y también en China, donde a la vez sube intensamente la deuda del sector privado no financiero.

En este escenario de elevada deuda, además el ritmo de salida de la recesión parece muy moderado en comparación histórica, y más si se considera la intensidad y duración de los apoyos de

las políticas monetaria y fiscal desde 2009. En tercer lugar, la inflación se mantiene en niveles muy bajos y con las expectativas bien ancladas y estables, incluso por debajo de los objetivos de estabilidad de precios en algunas economías desarrolladas como la zona del euro o Japón, lo que justifica las medidas que han ido tomando los respectivos bancos centrales.

En consistencia con el moderado crecimiento e inflación anclada y con el papel dominante de los bancos centrales de las economías más desarrolladas en su apoyo al ciclo económico, las tasas de interés nominales se mantienen en mínimos históricos, tanto en el corto plazo, con las tasa monetarias en el límite del cero, y con las tasas a más largos plazos también muy bajas. En términos reales, las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos, el área del euro o de Japón estaban en 2013 en mínimos de 20 años, algo que es consistente a su vez con el aumento registrado por la deuda en las dos décadas pasadas.

En síntesis, elevada deuda, bajo crecimiento y baja inflación (que dificultan el desapalancamiento del deudor), tasas de interés en mínimos y bancos centrales y autoridades fiscales con márgenes de actuación en general reducidos o al menos utilizados ya muy intensamente, suponen una combinación de factores que no tienen por qué favorecer una "rápida" vuelta a crecimientos, tasas e inflaciones más elevadas que las

actuales. El servicio de la deuda es una elevada carga sobre las decisiones de gasto y el canal crediticio está en proceso de reparación al menos en el área del euro, por lo que el ajuste de los balances de los agentes, aún pendiente, puede terminar generando un escenario de estancamiento prolongado, más si las reformas económicas no suponen un revulsivo sobre el crecimiento.

Un escenario como este, sin subidas de tipos de interés tanto por la falta de crecimiento como por la acción de los bancos centrales de las economías avanzadas, puede terminar distorsionando la toma de decisiones de endeudamiento e inversión, la relación entre riesgo y rentabilidad esperada, lo que puede afectar a las correctas valoraciones de los activos financieros.

Una situación de "estancamiento prolongado" plantearía un reto en la gestión de las políticas económicas, no sólo de las economías desarrolladas, donde se registrarían los problemas de bajo crecimiento y tasas de interés reprimidas, sino también en las economías emergentes, afectadas por entradas indiscriminadas de flujos a la busca de rentabilidad.

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,9	2,0	2,5
Eurozona	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,9	2,0
Francia	2,1	0,4	0,4	0,7	1,4
Italia	0,6	-2,4	-1,8	0,3	1,3
España	0,1	-1,6	-1,2	1,3	2,3
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	2,9	2,5
América Latina *	4,1	2,6	2,4	1,6	2,5
México	3,9	3,8	1,1	2,5	3,5
Brasil	2,7	1,0	2,5	1,3	1,6
EAGLES **	7,3	5,5	5,3	5,1	5,4
Turquía	8,9	2,4	3,8	2,5	4,2
Asia-Pacífico	6,1	5,2	5,2	4,1	4,1
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	3,4	1,8	2,0
Mundo	4,0	3,2	3,0	3,3	3,8

Asia

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito.

El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último.

Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar.

En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

América Latina

Concretamente, en 2014 destacarán por su crecimiento Colombia y Paraguay con expansiones cercanas a 5%, aunque con trayectorias muy diferentes. Por un lado, en Colombia se mantiene el sólido crecimiento en los últimos años, reflejo de las exitosas políticas económicas recientes, que han implicado un crecimiento estable del orden de 4,8% (muy cercano al potencial) en los últimos cuatro años. En este sentido, las buenas perspectivas de crecimiento apoyadas en el adecuado manejo fiscal, que ha permitido déficits moderados, llevaron a la agencia Moody's a aumentar la calificación de la deuda soberana a Baa2 desde Baa3 con perspectiva estable.

Por otra parte, en Paraguay el panorama ha sido de mucha volatilidad, relacionada con su elevada exposición al precio de la soja (y a la variación del clima y su efecto sobre las cosechas) y la relevancia de la ganadería. Destacará en 2014 y particularmente en 2015 la expansión en Perú (4,1% y 5,9% en 2014 y 2015, respectivamente), donde continuará siendo clave el consumo privado; el país fue también distinguido con mejora en su calificación crediticia por Moody's en marzo pasado, premiando la política fiscal y haciendo un voto de confianza sobre las reformas estructurales en marcha, prevemos que Perú seguirá liderando el crecimiento de la región en los siguientes años.

En 2014 las economías más grandes son las que crecerán menos: En Brasil, la moderación en consumo privado, inversión y exportaciones en el primer trimestre así como el panorama para el resto del año implican cambio en la previsión desde el 2% estimado previamente hasta el 1,3% actual. Esta fuerte revisión lleva implícito la escasa confianza en una recuperación sostenida en los próximos meses, de la mano de problemas estructurales tales como el desgaste en el modelo de crecimiento basado en el consumo a lo que se suman problemas de competitividad relacionados con la dilación en la agenda de reformas estructurales.

Argentina ha estado afectada por la incertidumbre asociada a la resolución de la deuda en poder de los holdouts, lo que implicará medio punto menos de crecimiento en 2014. En México el PIB del primer trimestre implicó una importante sorpresa negativa y con ella la corrección en el pronóstico para 2014 desde 3,4% estimado un trimestre atrás hasta 2,5% actual. En el caso de Perú y Chile, afectados por peores datos de demanda interna, particularmente en el componente de inversión, el pronóstico se ha ajustado a la baja desde el 5,2% previo hasta el 4,9% actual en el primer caso y desde 3,4% hasta 2,9% en el caso de Chile.

Finalmente en Uruguay la revisión ha venido de la mano de la menor demanda por parte de sus vecinos y por el retraso en la puesta en marcha de la papelera de Montes del Plata. Por

último, en Paraguay la moderación será algo menor ya que por un parte recibe el impacto negativo de la menor demanda por sus productos de parte de Brasil pero será contrarrestado por la promoción de obras de infraestructuras desde el año pasado. Cabe destacar que en el caso de Colombia la revisión del crecimiento en 2014 ha sido a la alza; desde 4,7% anterior hasta 4,9% actual, lo que es resultado enteramente de los sobresalientes datos de demanda pública, mientras que los componentes privados han mantenido la dinámica esperada. Cabe mencionar que en los últimos trimestres el componente público de la demanda ha sido particularmente importante en el país, vinculado principalmente con obras de infraestructura.

Hacia la segunda parte del año y 2015 se espera un aumento del crecimiento en la mayoría de los países de la región. La mejor perspectiva de inversión apoyada en gasto público impulsará el crecimiento de la demanda interna, al tiempo que la moderación inflacionaria implicará repuntes en ingresos reales con lo que la perspectiva de consumo mejora. Por otra parte, las mejores perspectivas de crecimiento mundial se unirán al efecto positivo de la depreciación cambiaria sobre las exportaciones, lo que empezaría a ser un factor positivo en el crecimiento en la última parte del año.

Destacan los repuntes esperados en el crecimiento en el caso de países de la Alianza del Pacífico. Habremos atravesado así ya en el segundo trimestre de este 2014 por la parte más dura

de la moderación del crecimiento en la región. A partir de ahora habrá de recuperarse el crecimiento en la mayoría de los países acercándose hacia su potencial.

Así, al tiempo que se anticipa el mantenimiento del fuerte dinamismo en Colombia en 2015, se espera un significativo aumento del crecimiento en 2015 respecto a 2014 en algunos países, de alrededor de un punto porcentual en México y Chile (de la mano de la recuperación en EEUU y de la inversión pública, respectivamente), y de alrededor de dos puntos porcentuales en Perú (por el empuje de las exportaciones y de la inversión pública). Además, esto implica revisión a la alza del crecimiento en 2015 respecto a lo estimado hace tres meses desde 5,6% hasta 5,9% en Perú y desde 3,0% hasta 3,5% en México.

Por su parte, en el caso de Chile, se estima que si bien se irá disipando la incertidumbre asociada con la reforma tributaria, lo que incentivará a la inversión; el deterioro en el mercado laboral implicará una importante moderación en el consumo que se extenderá a 2015, lo que lleva a modificar la previsión de dicho año desde el 4,3% anterior hasta el 3,8% previsto actualmente, ya que la aceleración en el ejercicio del gasto público y el efecto de los estímulos monetarios difícilmente compensarán los efectos negativos vinculados con el deterioro del consumo privado. Brasil y Uruguay también se caracterizarán por un leve aumento en el crecimiento en 2015

aunque en menor medida que el resto de países de la región. En el caso de Argentina se anticipa un escaso crecimiento en 2015 si bien en caso de que se resuelva el conflicto con los holdouts de deuda, la mejora cualitativa que han implicado las iniciativas del gobierno (regularización de estadísticas, arreglo con Repsol, inicio de negociación con Club de París) aportarían un sesgo optimista para el medio plazo.

Finalmente no se ha modificado el crecimiento estimado en 2015 en Colombia ya que a pesar de las sorpresas positivas en demanda interna y del impulso antes mencionado sobre la inversión por el plan 4G de infraestructuras, se estima que se reducirá la producción petrolera y habrá un efecto base de comparación negativo, con lo que los efectos tenderán a compensarse resultando en un crecimiento en 2015 de 4,8%, en línea con el crecimiento potencial estimado.

Latam: Crecimiento del PIB (%a/a)



Estados Unidos

A pesar de las recientes mejoras de las condiciones económicas, la actual recuperación de EEUU no está exenta de problemas caracterizados por la incertidumbre a corto plazo y un crecimiento moderado a plazo más largo. El crecimiento real del PIB empeoró en el 1T14, cayendo 2.1% en tasa anual desestacionalizada, la mayor caída desde los peores momentos de la recesión. Aunque el frío invernal sin duda afectó a la actividad económica, estas condiciones, por sí solas, no explican la dramática contracción.

Persisten otros factores, incluidos los bajos niveles de confianza de las empresas y la incertidumbre en torno a la flexibilización de la futura política monetaria de la Fed. La contracción del 1T14, junto con la estimación avanzada de 4.0% para el 2T14, apoya el nuevo escenario central para el año. De cara al futuro, se espera que la actividad económica en el tercer y cuarto trimestres crezca a un ritmo moderado (2.0-3.0%), alcanzando un promedio anual de 2.0% para 2014. Nuestras previsiones de crecimiento del PIB real en 2015 permanecen sin cambios en 2.5%.

Las previsiones de un cambio rápido de tendencia se están materializando, con un incremento del PIB real de 4.0% en el segundo trimestre. Este repunte refleja principalmente una mejora de la inversión privada, con la actividad residencial

finalmente volviendo a territorio positivo. Con todo, la inversión no está creciendo con tanto vigor como se había previsto anteriormente. Esto es algo sorprendente considerando la escasa incertidumbre política, pero es posible que las empresas estén diversificando e invirtiendo en el extranjero en lugar de en EEUU. El consumo personal sigue siendo sólido pero el crecimiento medio sigue bajo en comparación con los años 2000 previos a la crisis. Aunque se prevé que el consumo siga siendo uno de los principales contribuyentes al crecimiento, es posible que otro componente asuma el protagonismo en los próximos años.

En concreto, las exportaciones están destinadas a constituir un mayor porcentaje del crecimiento total del PIB a mediano y largo plazo, en especial vista la perspectiva cada vez más optimista de la producción de energía para EEUU (por ejemplo, la mejora de la balanza comercial del petróleo). Igualmente, en lo que va de 2014 se ha producido una aceleración de la producción industrial, con especial intensidad en el sector automotriz. Esta mayor producción a efectos tanto internos como de exportación podría ser un motor fundamental del crecimiento del PIB en los años próximos.

Las previsiones parecen indicar un crecimiento muy sólido de las ventas de automóviles en 2014 y 2015, marcando el mejor resultado en casi diez años. La demanda de préstamos para vehículos ha aumentado significativamente, lo que parece

indicar la mayor disposición y capacidad de los consumidores para asumir más deuda en la compra de artículos de alto precio. Sin embargo, no puede decirse lo mismo de los préstamos hipotecarios, ya que las mayores tasas y precios de la vivienda siguen afectando a la asequibilidad. En cuanto a la oferta, la nueva regulación financiera está limitando los préstamos hipotecarios, manteniendo un estricto control sobre los niveles de préstamo y la calidad de los prestatarios.

Asimismo, la composición de la deuda en circulación de los consumidores ha cambiado marcadamente hacia los préstamos a estudiantes financiados por el gobierno durante la pasada década, un movimiento que probablemente desempeñe un papel importante a la hora de desalentar a los consumidores que deseen asumir deudas adicionales a largo plazo.

Las condiciones del empleo siguen siendo un misterio. A pesar de la contracción del PIB en el 1T14, el crecimiento mensual del empleo registró aumentos próximos a la recuperación y la tasa de desempleo cayó rápidamente a 6.2%. No obstante, esto no parece indicar que las dificultades del mercado de trabajo sean cosa del pasado.

Los flujos de mano de obra siguen ejerciendo una gran influencia sobre la tasa de desempleo y una buena parte del crecimiento del empleo ha estado relacionado con puestos temporales o a tiempo parcial. En el reciente simposio

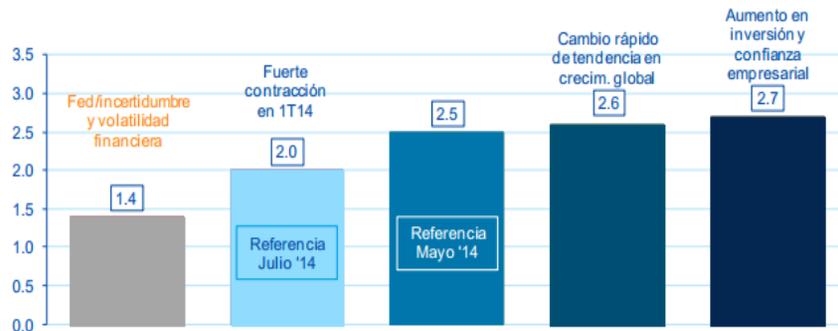
económico de la Fed celebrado en Jackson Hole, la Presidenta Janet Yellen dio a entender que factores cíclicos significativos siguen afectando a la infrautilización de los recursos laborales, concretamente la dramática caída de la tasa de participación, los empleados a tiempo parcial debido a la dinámica económica, los flujos del mercado de trabajo (niveles de bajas y contrataciones) y la remuneración de la mano de obra. Recalcó que las "valoraciones realizadas por la Fed del grado de capacidad ociosa deben estar basadas en una amplia gama de variables y requerirán decisiones difíciles acerca de las influencias cíclicas y estructurales en el mercado de trabajo."

En general, parece que todavía estamos relativamente lejos de un mercado de trabajo totalmente recuperado en Estados Unidos, un mercado que podría tardar mucho tiempo en reproducir la situación existente con anterioridad a la crisis, especialmente si esta debilidad refleja principalmente factores estructurales como el desfase de cualificaciones, la globalización y la movilidad laboral. En cuanto a la inflación, los riesgos son limitados y nos estamos alejando lentamente de niveles inusualmente bajos.

Los datos más recientes apuntan a una lenta tendencia al alza en la subida de los precios, con un crecimiento modesto de los salarios, incrementos moderados de los costos no laborales y expectativas de inflación estables. En conjunto, el escenario indica un aumento lento de los precios, lo que supone una

inflación del consumo privado por debajo del objetivo de la Fed (2.0%) en el año 2016. **Europa**

Crecimiento del PIB real en 2014



La recuperación económica en el conjunto de la zona euro continuó en la primera mitad del año, a un ritmo débil pero estable, apoyada en unas políticas económicas acomodaticias (orientación expansiva de la política monetaria y tono más neutral de la política fiscal), la mejora de las condiciones financieras y de la confianza en un contexto de estabilización del mercado de trabajo y baja inflación, tal y como se describe en la sección anterior.

Todo esto redundó en un mayor papel de la demanda interna, que contribuyó positivamente al crecimiento, si bien el apoyo de la demanda externa se desvaneció en el primer trimestre del año como consecuencia de la desaceleración de algunas economías emergentes y la apreciación acumulada del tipo de cambio.

Se estima un crecimiento trimestral del PIB de 0,2% en el segundo trimestre del año en la zona euro, similar al observado en el primero. Los datos disponibles para el tercer trimestre se limitan a los de confianza de julio, y apuntan a que el crecimiento económico estaría ganando algo de tracción, hasta alrededor del 0,4% en el segundo semestre del año. Por países, la recuperación se consolida en la periferia, ganando impulso en España (0,6% tras el 0,4% en 1T14) y en

Italia (0,2% tras -0,1%). El crecimiento en la economía alemana se habría moderado fuertemente (0,2% tras 0,8%), una vez que desaparecieron los factores temporales del primer trimestre, aunque la robustez de los fundamentales sugieren un crecimiento sólido en la segunda mitad del año.

Las dudas continúan sobre la economía francesa (0,2% tras 0%) que podría acusar el aumento de la incertidumbre sobre la política económica en el horizonte de previsión, si bien es cierto que las decisiones más recientes de política económica del gobierno francés deberían apoyar el crecimiento a medio plazo. El moderado crecimiento y baja inflación en la primera parte del año llevaron al BCE a tomar una serie de medidas adicionales en su reunión de junio encaminadas, principalmente, a fomentar la disponibilidad de crédito para las empresas y los hogares, mientras que rebajó nuevamente los tipos de interés.

Este es el principal cambio respecto a los fundamentales de crecimiento durante los tres últimos meses junto con la posibilidad de utilizar la flexibilidad contemplada en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado para no tener que llevar a cabo políticas fiscales más restrictivas. A pesar de un crecimiento económico algo menor de lo esperado durante la primera mitad del año (con un efecto arrastre de alrededor de -0.2pp para el crecimiento de este año) se estima que se

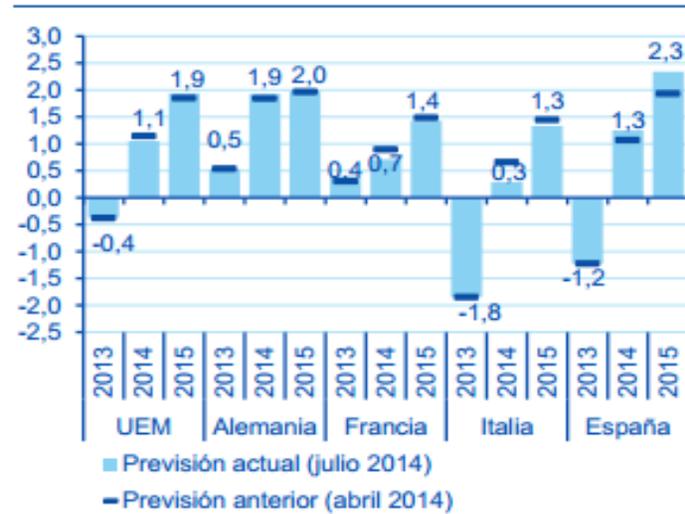
compensará con el posible efecto positivo de estas medidas (entre 0,1pp y 0,5pp en 2014-2015). Por lo tanto, se mantiene un escenario de crecimiento del PIB del 1,1% en 2014, con una recuperación que ganará tracción durante 2H14 y en el que la demanda doméstica irá tomando el relevo de las exportaciones. 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. La zona euro a principios de año escondió un crecimiento divergente por estados miembros, con una actividad estancada o contrayéndose ligeramente en Francia y en Italia (algo peor de lo esperado), mientras que avanzaba a un ritmo robusto en España y Alemania.

Los datos disponibles hasta el momento apuntan a que, a pesar de que las tasas de crecimiento trimestral podrían haber convergido en 2T14 hacia el 0,2% (salvo en España que sigue siendo robusto), la divergencia continuará a lo largo del segundo semestre. Con todo, se ha revisado al alza las previsiones de crecimiento tanto de España como Alemania que crecerán un 1,9% y un 1,3% en 2014 y algo por encima

de la media de la zona euro en 2015 (2% y 2,3%, respectivamente). Por el contrario, ahora se espera que la economía italiana y francesa crezcan algo menos en 2014 (0,3% y 0,7%) y en 2015 (1,3% y 1,4%).

UEM: previsión crecimiento por países (%)



VERDE: Buena oportunidad. Alto potencial.
(Usa – Real State)

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>