

BOLETIN 4TO TRIMESTRE 2013 FIVEPARTNERS



Queridos amigos y clientes, queremos expresarles nuestro agradecimiento por la lealtad y la confianza que nos han brindado durante todos estos años.

En esta oportunidad, les anexamos el boletín financiero del período correspondiente al 4to 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 crecimiento mundial se mantiene en la primera mitad de 2013 en torno al 3%, nivel similar al de 2012. A lo largo del segundo trimestre del año los indicadores que se fueron conociendo han ido moderándose y apuntan a un crecimiento trimestral del 0,6%.

Esta moderación se explica, en parte, por el aumento de la volatilidad y por el tensionamiento reciente de las condiciones de financiación, que, con todo, ha sido mucho más moderado que con los eventos de los últimos años (quiebra de Lehman Brothers, problemas institucionales en Europa, reestructura de la deuda griega, etc).

Ahora este tensionamiento se enmarca en la incertidumbre de eventos de “tiempos casi normales”. En primer lugar, la comunicación de la FED para explicar la estrategia de salida de la expansión de su balance, en un contexto de gradual recuperación económica. Los mercados reaccionaron con una intensa subida de las tasas largas de EE.UU. que las sitúa al finalizar julio en el plazo de 10 años entre 70 y 80 puntos básicos por encima de los niveles de la primera mitad de mayo. En segundo lugar, las tensiones registradas en el mercado interbancario de China han sido una señal de la preocupación del banco central de aquel país ante el intenso crecimiento del crédito y de la banca en la sombra. También los indicadores de riesgo en la eurozona volvían a

deteriorarse hasta niveles próximos a los alcanzados en la crisis bancaria de Chipre por la falta de avances significativos en la construcción de una unión bancaria, y por las incertidumbres políticas en algunas economías periféricas, especialmente Portugal. Finalmente, la evidencia de la desaceleración en economías emergentes de gran peso acentuó las salidas de capital y la aversión al riesgo derivados de una liquidez global menos favorable.

Ante todos estos eventos, las expectativas de los inversores se ajustan a un entorno de menor crecimiento en las economías emergentes y de normalización gradual de la política monetaria en EE.UU. Con todo, las perspectivas para el futuro próximo son de una paulatina recuperación hasta cerca del 4% en 2014, con mejoras incluso ya desde el segundo semestre de 2013 en algunas economías.

Las más desarrolladas seguirán apoyadas por sus bancos centrales y, en el caso del área del euro, se verán beneficiadas por un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso que el registrado en 2012. En las economías emergentes la desaceleración en curso se interrumpirá ayudada por la mejora de las condiciones en las economías desarrolladas, así como por la utilización prudente de los márgenes de maniobra de las políticas económicas domésticas existentes en algunos países. La recuperación será mayor en las economías latinoamericanas, mientras que la mejora del área

asiática se verá frenada por la desaceleración de China, acotada pero casi sin interrupción desde 2008 y que seguirá al menos en 2014. Esta moderación está ligada al paulatino agotamiento de un modelo de crecimiento muy intensivo en crédito e inversión y que debe evolucionar hacia un mayor peso del consumo.

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos de ruptura, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la vuelta de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la unión bancaria y en la “excepcionalidad” de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con

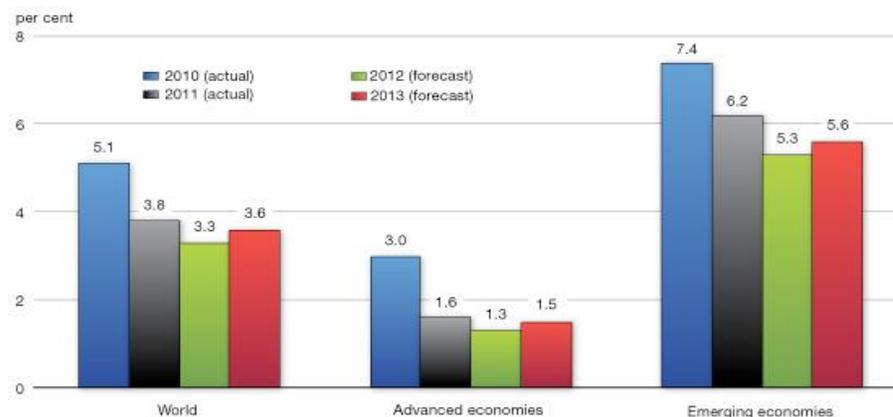
márgenes de actuación para evitar eventos “de cola”, el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2010	2011	2012	2013	2014
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,5	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	-0,1	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,8	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,2	1,0	1,9
América Latina *	6,1	4,4	2,8	2,6	3,2
México	5,3	3,9	3,9	2,7	3,2
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,3	2,9
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,2	5,6
Turquía	9,2	8,5	2,3	3,7	4,8
Asia-Pacífico	8,2	5,8	5,3	5,3	5,6
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,5
China	10,4	9,3	7,8	7,6	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,5	3,6	3,7	4,1
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,1	3,8

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía.



Asia

La evolución del crecimiento asiático es desigual. En Japón continúa la recuperación, pero en los demás países el impulso ha perdido fuerza, con la desaceleración de China a la cabeza y una demanda exterior que no termina de remontar. Además, las salidas de capitales empiezan a pesaren las inversiones y en la demanda interna

En China se ha ajustado las proyecciones al 7,6% para el 2013 y 2014. Aunque el crecimiento se ha desacelerado, existen indicios de estabilización. Sin embargo, las perspectivas para los próximos años son inciertas, ya que las autoridades han manifestado que admitirán un crecimiento más bajo y han mostrado un decidido interés por controlar las fragilidades financieras.

Los riesgos para estas proyecciones derivan de la desaceleración de la demanda China y de la volatilidad financiera provocada por la reducción de la QE. Entretanto, en Japón la confianza podría verse perjudicada si la implementación de las reformas estructurales no se ajusta a las expectativas

Coherentes con lo manifestado en las recientes previsiones trimestrales, el escenario de referencia sigue apostando por una tendencia gradual de avance del crecimiento como consecuencia de la esperada mejoría del entorno exterior.

Sin embargo, se están realizando modestos ajustes a la baja en algunas de las proyecciones para que reflejen la disminución del crecimiento de China (7,6% en 2013 y 2014, frente al 8,0% anterior) y las repercusiones sobre la demanda interna de la reversión de los flujos de capitales. Además de China, los ajustes a la baja más destacados se han aplicado a Australia (2,6% en 2013 y 3,2% en 2014), Indonesia (5,9% en 2013 y 6,5% en 2014) y Taiwán (2,7% en 2013 y 3,9% en 2014).

Los riesgos para estas perspectivas derivan de la posibilidad de un crecimiento todavía más lento en China, considerando los retos internos y la incertidumbre en cuanto a la respuesta de las autoridades, en especial a partir de 2014. Otro riesgo es el de la volatilidad de los mercados, que podría volver si los inversores evalúan la oportunidad y profundidad de la reducción de las compras de activos por la Fed, lo cual podría suponer más presiones a la baja sobre las inversiones y la demanda interna.

En Japón, la confianza de los mercados podría desaparecer en caso de decepción con el programa de reformas estructurales o si existen retrocesos en la consolidación fiscal a medio plazo, lo cual podría provocar el aumento de la rentabilidad de los bonos y estrangular el repunte económico. Indonesia, que experimentó un brusco incremento en la rentabilidad de sus bonos, posiblemente tenga que seguir enfrentándose a las presiones externas derivadas

de las salidas de capitales y de la inquietud de los inversores por causa de la inflación.

También India podría seguir expuesta a presiones exteriores propias, consecuencia de la escasa confianza de los inversores en el programa de reformas del gobierno y en sus esfuerzos por abordar los déficits "gemelos", por cuenta corriente y fiscal. Sobre un trasfondo de endurecimiento de la política monetaria, retracción de las inversiones y estímulos inadecuados, los riesgos para el crecimiento de India tienden a la baja.

En un contexto de creciente incertidumbre, recientemente las autoridades han dejado claro que mantendrán el objetivo de crecimiento para 2013 en el 7,5%, y que afinarán las políticas para contrarrestar la desaceleración económica. Sobre esta base, y considerando los indicios de estabilización del crecimiento en el 3T, se ha rebajado las previsiones de crecimiento para 2013 solo modestamente, al 7,6% desde el 8,0% de la proyección anterior.

Se espera un repunte gradual en torno a finales de 2013 como consecuencia de la mejoría del entorno exterior y de medidas políticas de apoyo. Se prevé que el impulso del crecimiento continuará al mismo ritmo en 2014, en el 7,6%, aunque esto es más incierto considerando la desaceleración que ha tenido lugar, el aumento de las fragilidades financieras y el renovado hincapié de las autoridades en garantizar la sostenibilidad del crecimiento a

medio plazo a expensas de implementar medidas de estímulo que impulsen el crecimiento a corto plazo. Esperamos que la política para 2014 y el programa de reformas a medio plazo sean aclarados en la Reunión Anual del Partido Comunista, en octubre de 2013.

Las principales reformas podrían incluir reformas del mercado, liberalización financiera, reforma fiscal y de políticas de urbanización (en especial, la reforma del sistema de "Hukou"), así como de las políticas de redistribución de la renta, que se espera que generen "dividendos de la reforma" e impulse el potencial de crecimiento a medio plazo.

Se ajustó a la baja las proyecciones de inflación media para 2013, hasta el 2,8% desde el 3,0% anterior debido a que las cifras de la inflación de los últimos meses fueron inferiores a las previstas. Dicho esto, la proyección sigue apostando por un aumento gradual de la inflación durante el resto del año como consecuencia del refuerzo de la demanda, del aumento de los precios de los alimentos y de las materias primas y de los efectos básicos.

Así, el año terminaría con una inflación del 3,5% tras lo cual se mantendrá en el mismo nivel que en el 2014, alcanzando en junio un pico del 4,0%. A largo plazo, se estima que la inflación se situará en torno al 4,0% (superior a la media del 3,0% de la

década 2003-2012), como consecuencia del rápido crecimiento de los salarios.

Previsiones macroeconómicas: producto interior bruto

(Tasa de crecimiento % a/a)	2010	2011	2012	2013 (P)	2014 (P)
Estados Unidos	2.5	1.8	2.8	1.8	2.3
Zona euro	1.9	1.5	-0.5	-0.4	1.0
Pacífico Asiático	8.2	5.8	5.3	5.3	5.6
Australia	2.6	2.5	3.6	2.6	3.2
Japón	4.7	-0.6	2.1	1.7	1.5
China	10.4	9.3	7.8	7.6	7.6
Hong Kong	6.8	4.9	1.4	3.3	3.7
India	8.9	7.5	5.1	5.7	6.4
Indonesia	6.2	6.5	6.2	5.9	6.5
Corea del Sur	6.3	3.7	2.0	2.7	3.7
Malasia	7.2	5.1	5.6	4.8	5.2
Filipinas	7.6	3.9	6.6	6.1	5.6
Singapur	14.8	5.3	1.3	2.3	3.8
Taiwán	10.8	4.1	1.3	2.7	3.9
Tailandia	7.8	0.1	6.4	4.7	5.2
Vietnam	6.8	5.9	5.0	5.5	6.3
Asia (excl. China)	6.8	3.5	3.6	3.7	4.1
Mundo	5.1	3.9	3.2	3.1	3.8

América Latina

Las previsiones de crecimiento en Latam se ajustan a la baja hasta el 2,7% en 2013 y 3,2% en 2014 en un entorno exterior menos favorable. La economía mundial muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en las economías emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas. Este escenario económico global menos favorable lleva a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial en 2013, hasta el 3,1%, dos décimas menos que hace tres meses.

Las perspectivas de expansión en 2014 se mantienen inalteradas, en 3,8%. Este deterioro ha estado condicionado por (i) una desaceleración más intensa de lo esperado en las economías emergentes (entre ellas en China), lo que se refleja en una revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento, frente a unas previsiones básicamente inalteradas en las economías desarrolladas; y (ii) un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global, resultado de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de los planes de la Fed para una paulatina disminución de su impulso monetario.

El entorno financiero internacional se tornó menos favorable para América Latina en los últimos meses. La región, junto con otras economías emergentes, ha sido de las más castigadas en este nuevo entorno, con salidas de capitales de corto plazo, aumentos

de los diferenciales soberanos, caídas en las bolsas y depreciaciones de los tipos de cambio. A esto se añade, además una corrección en los precios de algunas de las principales materias primas de exportación. Con todo, hay que destacar que en Brasil estos ajustes se empezaron a producir ya a inicios de año, debido a la peor situación cíclica y mayor inflación en ese país.

Hacia adelante, aunque esta volatilidad de los mercados es probable que se mantenga, hay razones para un cierto optimismo. Esto se debe a tres razones: (i) esperamos una moderación o reversión de las salidas de capitales (como se empieza a ver en datos recientes); (ii) el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de corto plazo, frente a inversores institucionales, que habrían ajustado menos sus carteras; y (iii) si disminuye el soporte de liquidez de los bancos centrales en países desarrollados será únicamente porque el ciclo en esos países empieza a mejorar y, con ellos, la economía global.

También en los últimos tres meses la demanda interna se ha desacelerado en la región, aunque continuó siendo el principal apoyo al crecimiento. Esto se ha reflejado tanto en el deterioro de los indicadores de confianza en la mayoría de países, como en indicadores indirectos de la demanda interna, como las ventas minoristas o las importaciones, que se han debilitado en los últimos meses. Las perspectivas para los saldos externos en

América del Sur empeoran por la corrección de precios de las materias primas y la debilidad de la demanda externa. Los saldos exteriores siguen siendo sostenibles, en la medida que se encuentran financiados completamente o en su mayor parte por flujos de largo plazo, como la inversión directa extranjera.

También, en la mayor parte de países el deterioro externo es consecuencia más de un aumento de la inversión que del consumo (público o privado), lo que contribuye a su sostenibilidad hacia delante. Con todo, el aumento de los déficits aumenta la vulnerabilidad de la región ante un cambio de sentimiento de los mercados internacionales o una reducción sustancial de los precios de las principales materias primas de exportación. La debilidad del sector exterior y la desaceleración de la demanda interna explican una reducción de las previsiones de crecimiento en América Latina.

El crecimiento en la región se situará en 2,7% en 2013 y aumentará al 3,2% en 2014. Con todo, se espera que continúe la senda de recuperación del crecimiento que ya se ha observado en los dos primeros trimestres del año, aunque por debajo de lo anticipado. La región seguirá exhibiendo mucha heterogeneidad en sus perspectivas de crecimiento: Los países con una mayor crecimiento en 2013 serán Paraguay (11,6%), Panamá (7,5%), Perú (5,8%), Chile (4,2%) y Colombia (4,1%). Por su parte, Brasil seguirá mostrando un crecimiento relativamente débil, por

factores cíclicos y estructurales. Por ello, excluyendo Brasil, el crecimiento promedio América Latina sería de 3,1% y 3,5% en 2013 y 2014, más cercano al potencial de la región, situado cerca del 4,0%.

La debilidad externa e interna también generará un empeoramiento de los saldos fiscales en la región. También en algunos países como en Perú y Colombia el tono más expansivo de la política fiscal contribuye al deterioro de las cuentas públicas. Por su parte, en Brasil, las previsiones de unos mayores tipos de interés también terminarán afectando al saldo fiscal. Con todo, los saldos fiscales siguen siendo manejables en la mayoría de países, y algunos países como Chile y Perú tienen una posición fiscal muy sólida y con amplio margen para políticas contracíclicas, en caso fuera necesario. La inflación en la región seguirá controlada, alineada con los objetivos de inflación de los bancos centrales, salvo en Uruguay, donde permanecerá por encima del objetivo durante el próximo año.

En el caso de Brasil, aunque la inflación probablemente haya alcanzado un máximo en junio y continúe declinando, las presiones inflacionarias seguirán presentes, en parte también por la fuerte depreciación del tipo de cambio lo que obligará a mayor cautela por parte del Banco Central. En un contexto exterior menos favorable, con menor empuje de demanda interna e inflación contenida, los bancos centrales adoptan un sesgo más

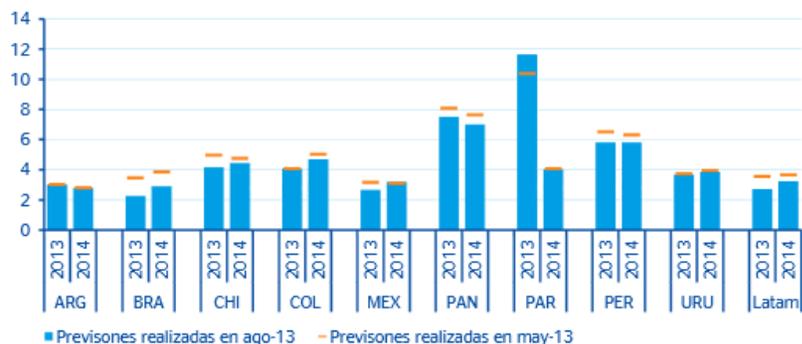
estable, salvo en Brasil, donde continuarán los aumentos de tipos de interés unos meses más ante una inflación menos controlada y una moneda más depreciada. Los bancos centrales de los países con objetivos de inflación apostarán por una cierta relajación monetaria (o por lo menos por un sesgo hacia la relajación), pero abordarán de forma diferente el dilema entre un menor dinamismo de la demanda interna y no ahuyentar la entrada de capitales con unos menores tipos de interés.

En un extremo, Chile apostaría por una reducción más ortodoxa de tipos de interés, mientras que, en el otro extremo, Perú optaría también por una política monetaria más estable, pero apostando primero por una reducción de los encajes bancarios. En contraposición, las presiones sobre la inflación en Brasil harán inevitable mayores aumentos de los tipos de interés oficiales hasta octubre de este año. La depreciación del tipo de cambio también contribuirá a unas condiciones monetarias más laxas en la región.

Tanto la expectativa de los mercados de una retirada del estímulo monetario en EEUU anterior a la esperada como de una desaceleración mayor en China supusieron una depreciación más o menos generalizada de los tipos de cambio en la región. Hacia delante, en la medida que hay cierto optimismo sobre el comportamiento de los flujos de capitales hacia la región, se espera que sigan unas leves tendencias a la depreciación en 2013 y 2014 condicionados por (i) la tendencia al aumento de los tipos

de interés a largo plazo en EEUU; (ii) la mayor aversión global al riesgo; y (iii) unos peores saldos exteriores. La principal excepción será México, determinado por un nivel de partida menos apreciado que otras monedas de la región y el impacto positivo de la recuperación del crecimiento en EEUU esperada en los próximos trimestres.

Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2013-2014 (%)



Estados Unidos

La paralización del gobierno eclipsa los datos económicos. La paralización del gobierno podría recortar 0.17-0.34% del crecimiento real del PIB en 4T13.

Se retrasa la publicación de diversos informes económicos, mientras los mercados financieros permanecen en relativa calma.

Es probable que el FOMC retrase la reducción de los estímulos del QE3 hasta 2014 si las condiciones no mejoran.

Por fin ha llegado el momento del que todos hemos hablado: la paralización del gobierno en 2013. Muchos pronosticaron que el Congreso alcanzaría un acuerdo de resolución a última hora sobre las negociaciones del presupuesto, por lo que resultó un tanto sorprendente que permitiese el cierre del gobierno a partir del 1 de octubre.

Sin embargo, con ambos bandos intentando influir en la opinión pública y en vista de que la división entre los dos partidos se está acentuando, parece poco probable una pronta salida de este periodo de cierre.

Los programas considerados esenciales por el gobierno, como el control del tráfico aéreo, la seguridad fronteriza, las inspecciones de alimentos y el servicio postal, siguen funcionando y, puesto que los programas de ayuda social no se consideran durante el proceso presupuestario anual, seguirán efectuándose los pagos a los beneficiarios de la Seguridad Social y los programas de seguro médico Medicare y Medicaid.

Actualmente no está claro si este cierre tendrá consecuencias económicas duraderas (en comparación con el cierre de 1995),

dado que es muy probable que los salarios suspendidos se abonen de forma retroactiva. Los empleados del gobierno federal (excluido el servicio postal) representan aproximadamente el 16% del empleo no agrícola total, una cifra similar a la de 1995, y se espera que menos del 50% de estos funcionarios sean suspendidos del empleo.

Con todo, es evidente que se producirá un cierto efecto negativo en determinados sectores que podrán no ser capaces de recuperar esas pérdidas, incluido el turismo, ya que los parques nacionales y los museos permanecerán cerrados hasta que finalice el cierre. En última instancia, se espera que esta paralización tenga un impacto mínimo en el crecimiento real del PIB en 4T13, pudiendo recortar 0.17-0.34 puntos porcentuales de nuestra estimación desestacionalizada trimestral, dependiendo de la duración. El escenario central de un crecimiento anual de 1.8% en 2013 no tiene en cuenta esta paralización de los servicios del gobierno, por lo que persiste un fuerte sesgo bajista en las previsiones. Otros datos económicos parecen haber sido eclipsados por el cierre del gobierno, lo cual no es de sorprender dado que muchos informes que se siguen muy de cerca se retrasarán por ahora.

Los datos publicados con anterioridad al cierre empezaban a indicar una intensificación de la actividad económica desde los meses del verano, aunque no tan rápida como originalmente habíamos pronosticado. Y lo que es más importante, el consumo

privado y la inversión parecen seguir rezagados en lo que llevamos del 2S13, y es poco probable que la mayor incertidumbre en torno a la política fiscal y monetaria estimule un crecimiento más sólido a corto plazo. Los mercados financieros parecen estar recibiendo las noticias con relativa calma, si bien esto se debe en gran parte a la decisión de la Fed de aplazar la reducción de los estímulos del QE3.

De cara al futuro, aumenta la incertidumbre de los mercados financieros con respecto a la senda prevista del QE3 y en relación con el éxito de la Fed en la retirada de los estímulos y la normalización de la política. Las preguntas sobre cuándo y cómo debería esperarse la reducción del QE3 siguen sin respuesta. Por consiguiente, es probable que el resultado sea un ritmo de reducción más abrupto en el proceso de retirada de los estímulos, menor credibilidad de los anuncios futuros sobre la política del QE3 y mayor volatilidad de los mercados financieros, ya que aumentarán las expectativas de que se anuncie la reducción en diciembre.

Las medidas de la Fed siguen claramente impulsadas por los datos y, por tanto, dependen de las condiciones del mercado de trabajo y de la inflación. Si las condiciones mejoraran en los dos próximos meses, el FOMC podría anunciar su plan de reducción del QE3 en diciembre.

Sin embargo, si la recuperación se frena, y con este cierre del gobierno en vigor, el FOMC podría retrasar la reducción de los estímulos monetarios hasta 2014.

fiscal en casi todos los países de la zona, y sobre todo tanto a la persistente fragmentación de los flujos financieros como a la atonía del crédito.

Previsiones (NEGRITA=PREVISIONES) - Nota: pendiente de revisiones

	3T12	4T12	1T13	2T13	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PB real (% anualizado y desestacionalizado)	2.8	0.1	1.1	2.5	1.8	2.8	1.8	2.3	2.5	2.8
PB real (aportación en pp)										
Consumo privado	1.2	1.1	1.5	1.2	1.7	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2
Inversión bruta	1.0	-0.4	0.7	1.4	0.7	1.4	0.7	1.0	1.0	1.1
No residencial	0.0	1.1	-0.6	0.6	0.8	0.9	0.4	0.7	0.8	0.9
Residencial	0.4	0.5	0.3	0.4	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
Exportaciones	0.1	0.2	-0.2	1.0	0.9	0.5	0.4	0.9	0.9	0.8
Importaciones	-0.1	0.5	-0.1	-1.1	-0.8	-0.4	0.3	0.6	0.5	0.3
Gobierno	0.7	-1.3	-0.8	-0.1	-0.7	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
Tasa de desempleo (% promedio)	8.0	7.8	7.7	7.6	8.9	8.1	7.5	7.0	6.4	5.9
Promedia mensual empleo no agrícola (miles)	152	209	207	182	175	183	186	196	211	230
IPC (% anual)	1.7	1.9	1.7	1.4	3.1	2.1	1.6	2.2	2.4	2.4
IPC subyacente (% anual)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7	2.1	1.9	2.0	2.2	2.3
Saldo sector público (% PIB)	-	-	-	-	-8.0	-8.5	-4.0	-3.4	-2.2	-2.4
Cuenta corriente (BdP, % PIB)	-2.6	-2.5	-2.5	-	-3.0	-2.7	-2.6	-2.8	-2.7	-2.4
Tasa objetivo de la Fed (% fdp)	0.25	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)	3.82	7.30	10.11	-	-4.38	2.76	11.96	9.25	6.86	5.78
Valores del Tesoro a 10 años (% rentabilidad, fdp)	1.72	1.72	1.96	2.30	1.98	1.72	2.90	3.28	3.64	4.03
Dólar EEUU/Euro (fdp)	1.29	1.31	1.30	1.32	1.32	1.31	1.30	1.30	1.35	1.36
Precios del petróleo Brent (djb, media)	109.7	110.3	112.8	102.7	111.3	111.7	107.6	112.9	119.0	120.1

Europa

La zona euro parece por fin estar saliendo de varios trimestres de recesión, aunque a ritmo lento y aún con dudas. Tras el hundimiento de la actividad en el cuarto trimestre de 2012 y la recesión peor de lo que se esperaba en el primero, el PIB podría haberse ya recuperado en el segundo trimestre del año, gracias principalmente al crecimiento alemán, y debería seguir creciendo en la segunda mitad del año y durante 2014, aunque siempre a un ritmo relativamente lento debido a los ajustes que está experimentando la periferia, al compromiso con la consolidación

En los tres últimos meses se han producido variaciones sobre los factores que vienen determinando el desempeño macroeconómico de la zona. La política fiscal se ha relajado moderadamente, tal y como esperábamos, sobre todo en la periferia y en países como Francia y Holanda, con el aplazamiento de los objetivos fiscales permitido por la Comisión Europea en el marco del semestre europeo.

El objetivo de alcanzar déficit fiscales del 3% se ha aplazado un año para Portugal y Holanda, y en dos años para España, Francia y Eslovenia. Esto supone una menor consolidación fiscal este año y el que viene en la zona euro, y también seguir la regla de fijar los objetivos fiscales en términos estructurales y no nominales, como creemos que debe ser.

Aun así, la política fiscal continuará siendo moderadamente restrictiva en 2013 y 2014, con una reducción del déficit hasta el 2,8% del PIB en 2013 y del 2,2% en 2014, desde el 3,7% del año pasado. La política monetaria se ha hecho también más laxa, con la reducción de los tipos de referencia por parte del BCE al 0,50% en mayo y con el cambio en la política de comunicación anunciado en julio, que supone una apuesta hacia la conducción

de expectativas (forward guidance) por parte del banco central y un anuncio de que los tipos de interés permanecerán en niveles bajos al menos durante el próximo año.

Aunque esta política obedece también al deseo de no verse contagiado por los efectos indeseados que ha tenido en los mercados financieros el anuncio de la Reserva Federal sobre la progresiva eliminación de las inyecciones de liquidez. En los próximos trimestres no prevemos subidas de los tipos oficiales (si acaso, una bajada adicional, si la situación cíclica empeorase). A pesar de unos tipos de interés históricamente bajos, las condiciones financieras siguen siendo muy dispares entre los distintos países debido a la continuidad de la fragmentación financiera en la zona euro.

En este sentido, los avances hacia la unión bancaria, que es una de las claves para la normalización de los flujos de financiación dentro de la zona, están siendo menos ambicioso de lo necesario y algo más lento de lo previsto, aunque el proyecto sigue en marcha.

Así, el mecanismo de supervisión común entrará en funcionamiento, pero parece que en septiembre de 2014 (tres meses después de lo previsto), mientras que la cumbre europea de finales de junio no avanzó sobre el mecanismo de resolución común europeo, tema sobre el que hay una propuesta de la Comisión Europea más centralizadora, y otra de Alemania y

Francia que propugna una red de autoridades de resolución nacionales coordinada que avanzaría hacia una autoridad única solamente en el medio plazo a través de un cambio de tratado.

Donde sí que ha habido avances ha sido en la directiva de resolución común que, a falta del texto definitivo, aprueba los criterios de resolución sobre la base de que las ayudas públicas sólo llegarán tras una participación del sector privado en las pérdidas.

Y, dentro de las ayudas públicas, los fondos del ESM para la recapitalización son relativamente escasos (60 bn de euros), aunque ampliables, por lo que no parece que se vaya a romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y soberano dentro de la periferia. Con todo ello, parece que la clave para la salida de la recesión va a seguir dependiendo del sector exterior.

En este sentido, las previsiones siguen siendo de un crecimiento sólido en la economía global en 2013 y 2014, aunque la reciente desaceleración de los países emergentes y los riesgos de que la economía china sufra un parón genera dudas sobre la recuperación en Europa.

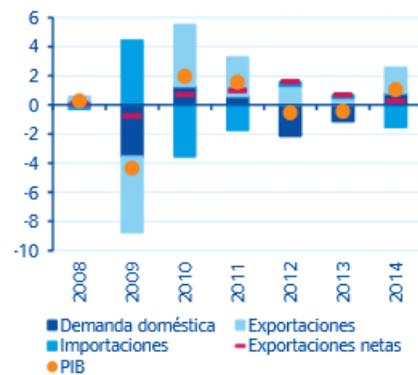
Se espera que, debido al fuerte efecto base negativo de 2012 T4 y de 2013 T1, el PIB de la eurozona caerá un -0.4% en 2013 (frente a un -0.1% proyectado hace tres meses), pero que el escenario de

recuperación a partir del segundo trimestre de este año se mantiene y que la actividad crecerá alrededor de un 1% en 2014.

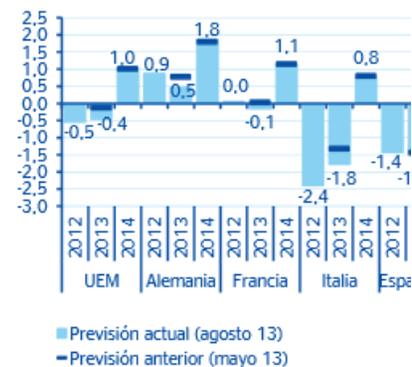
Alemania sigue siendo la economía más equilibrada de la eurozona y por tanto aquella que saldrá antes de la recesión, gracias sobre todo a la fortaleza de su sector exterior, mientras que las perspectivas de otros países del núcleo de Europa son ahora más negativas que hace tres meses (con Francia en ligera recesión, pero también Holanda y Finlandia). Las previsiones de la periferia apenas han cambiado (salvo en Italia, ligeramente a la baja), y veremos una fuerte caída del PIB en media para 2013 y una ligera recuperación en 2014.

UEM:

contribución al crecimiento anual del PIB (pp)



UEM: previsiones crecimiento PIB 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.fin.gc.ca/>
- <http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/ing/index.jsp>

