



Boletín 4to 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 4to 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 siguió creciendo en el tercer trimestre del 2014 (3T14), como muestran las variaciones positivas del volumen de comercio mundial de bienes o de la producción industrial hasta agosto. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, con perfil alcista en el caso del comercio y bajista en el de la industria. En ambos casos la moderación del comercio global y de la producción industrial es mayor en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros (volatilidad), que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013.

Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los

indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado en el 3T14 desde el 2T14. Se calcula que el PIB mundial habría crecido el 0,6% trimestral en el 2T14 y la previsión que se espera es de un 0,8% en el 3T14. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento en caso de ser necesario. En el caso de las economías más desarrolladas, el tono de la política fiscal es el resultado tanto de decisiones discrecionales de las autoridades, en algunos casos en Europa preocupadas por los efectos de corto

plazo sobre el crecimiento de consolidaciones fiscales rápidas e intensas, como del margen que dan las más favorables condiciones de fondeo de los soberanos.

Esto último, consecuencia directa del apoyo de los bancos centrales con sus políticas de anclaje de las expectativas de tasas de interés y de provisión de liquidez al sistema, es lo que permite la discrecionalidad mencionada de las autoridades en países con déficits públicos primarios y niveles de deuda creciente. Finalmente, hay que destacar como factor favorable para las expectativas de crecimiento global el descenso de los precios del petróleo en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo.

La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a aquellos para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance netamente positivo para el escenario económico. Todo aumento de capacidad productiva de un recurso limitado y de demanda creciente, aun considerando un uso más eficiente, contribuye a frenar unos precios que en términos reales están en niveles similares a los de la crisis petrolera de final de los 70.

Estas transferencias de renta a países consumidores tienen su reverso en los países productores de petróleo y, en general, de materias primas, cuyos precios también están cayendo con la

moderación de la demanda procedente de Asia. En estos países se están registrando desaceleraciones de la actividad y ajustes a la baja de las perspectivas de crecimiento también para 2015, lo que afecta sin duda a algunas economías sudamericanas donde se ve un rezago en las inversiones productivas previstas.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015. Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014. Incluso, tomando en cuenta la primera estimación del PIB del 3T14, la previsión tendría un sesgo alcista de aproximadamente 0,2 pp.

Sin embargo, el papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias. El margen de maniobra de la Fed se ve favorecido por la falta de tensiones inflacionistas en un entorno de mayor fortaleza del dólar y caída de precios del petróleo, a lo que se une el moderado aumento salarial.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y la posibilidad de apoyo de la política económica. En el 3T14 el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones.

Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%, aunque no se descarta que el registro final pueda ser alguna décima superior. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015, precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades seguirán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo conveniente, por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en el ratio de reservas o inyección de liquidez), una política fiscal

expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto. El estancamiento del PIB en el 2T14, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015. El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías más expuestas en el centro de Europa, que en el caso de Alemania se está trasladando a sorpresas negativas en inversión.

En el conjunto de Europa, esta menor confianza coincide con datos débiles de actividad y con la escasa agilidad de las autoridades del área en la toma de medidas para atajar este deterioro de expectativas de bajo crecimiento e inflación. La falta de un diagnóstico coincidente entre las autoridades nacionales sobre las causas de los problemas, y por lo tanto, las diferencias en las medidas más apropiadas a implementar, junto con un sesgo tal vez más nacional que europeo en las decisiones, siguen dificultando la gobernanza del área del euro.

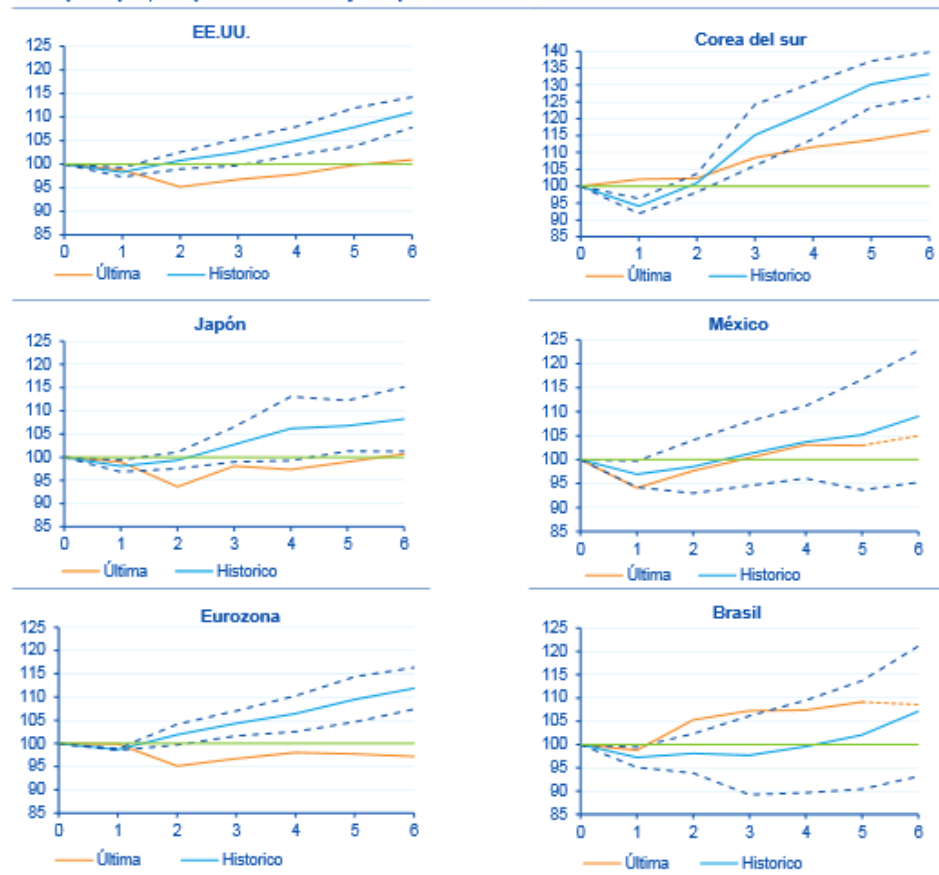
Se debería terminar conjugando la profundización de las reformas con el mantenimiento de los estímulos monetarios y de liquidez y con una política fiscal que permita aprovechar el margen de las

reglas para apoyar el crecimiento. El BCE ha seguido actuando, implementado la 1ª subasta de financiación bancaria vinculada al balance de crédito, cuyos resultados fueron inferiores a lo previsto, y poniendo en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito.

Todas las medidas, las implementadas, las anunciadas y las que se terminarán probablemente anunciando, la compra de deuda soberana en el mercado secundario, están orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde el segundo semestre de 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE.

Mientras que para el primero se espera una paulatina retirada de estímulos, para el segundo se espera lo contrario, un aumento de su balance. Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento del área del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y de test de estrés de los balances bancarios que se acaba de anunciar. Este proceso ha dado al mercado más y más homogénea información sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo ello es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

Renta per cápita, comparación de crisis y recuperaciones



Asia

China presenta un crecimiento moderado y ligeramente abajo del 7,5% interanual en el trimestre anterior, mientras que por encima de las expectativas del mercado. El rendimiento seguía siendo mediocre debido en gran parte a la demanda interna del mercado inmobiliario persistentemente lento.

Mientras tanto, presento un desempeño sorprendentemente fuerte en el sector exportador y las políticas de estímulo de las autoridades ayudaron a reanimar la demanda interna. Algunas de las medidas tomadas por el Gobierno fueron: (i) reducir las tasas de interés para reactivar la demanda de vivienda, (II) inyectando liquidez a la sector bancario a través de Préstamos de Instalación (MLF) así como fiscal de corte (iii) para PYMES.

Estas nuevas medidas de estímulo, junto con las anteriormente implementadas, se esperan que impulsen la economía y alivie el duro riesgo de aterrizaje en un futuro próximo. Con respecto a las reformas estructurales, se abrió paso en varios aspectos importantes.

Mirando hacia el futuro, se espera un crecimiento del 7,2%, aunque es menor que la meta oficial de 7,5%. También se puede mantener una proyección de crecimiento para el 2015 de 7.0% debido a la creciente incertidumbres de demanda externa, la

situación del mercado inmobiliario Emic, la fragilidad financiera y el crecimiento con el viento en contra.

Dada su creciente tolerancia de desaceleración económica, las autoridades suelen bajar de objetivo de crecimiento el 2015, estaríamos hablando de 7.0% y 7,5 por ciento este año, dejando más espacio para impulsar las reformas estructurales. Mientras tanto, en el tema de la inflación se prevé que vaya aumentando gradualmente de 1.9% final 2014 - a 3.0% en final de 2015, con un promedio anual de 2.9%. para el próximo año.

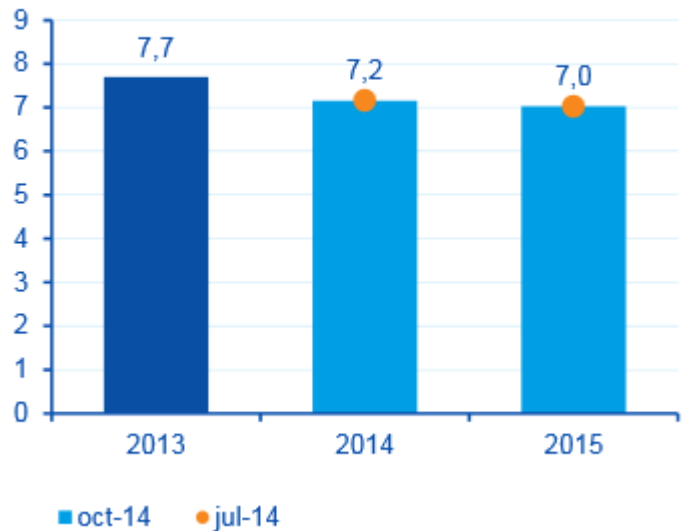
Para el año 2015 como un todo, se puede anticipar que el superávit en la cuenta corriente se ampliará como las otras principales economías.

Se proyecta que el BPC (Banco Popular Chino) recortará los coeficientes de reserva requerida en ciertos bancos de hasta 200 puntos en el año 2015, junto con otra medida en la política monetaria tal como la MLF, programas de ventana o refinanciamiento de redescuento. No se descarta la posibilidad de recortes de las tasas de interés.

En el aspecto fiscal, se espera que la política central del Gobierno pueda mantener su déficit fiscal a 2.5 por ciento del PIB para apoyar el crecimiento.

Una flexibilización adicional podría implementarse para compensar la consolidación prospectiva a nivel del gobierno local.

China, crecimiento económico



América Latina

La volatilidad también regresó a los mercados en América Latina, ante la mayor proximidad de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed. La mayor volatilidad y la desaceleración de la actividad económica generaron fuertes correcciones en el precio de los principales activos (diferenciales soberanos, bolsas y tipos de cambio) en los últimos tres meses. Asimismo, este entorno de volatilidad y debilidad macroeconómica propiciaron una desaceleración de los flujos de entrada de capitales de corto plazo, si bien no llegó a generar una reversión.

La principal excepción a las pérdidas se produjo en la bolsa mexicana, sin duda por la mayor influencia del ciclo alcista en EEUU. La volatilidad en los mercados de América Latina muy probablemente seguirá hacia adelante. Los mercados seguirán muy pendientes del proceso de normalización de la política monetaria de la Fed. Apesar de que se espera una mayor relajación monetaria en Europa y no esperamos una moderación significativa adicional de China, estimamos que el efecto de la contracción monetaria por parte de Fed debería predominar para marcar unas condiciones financieras menos holgadas para América Latina. Los precios de las materias primas corrigieron fuertemente a la baja en los últimos meses.

Los precios del cobre, de la soja y del petróleo, aunque se mantienen en niveles relativamente elevados en términos

históricos, se han corregido a la baja un 6%, 15% y 28% en los últimos tres meses. En particular, en el caso del petróleo conflujo un sorpresivo aumento de la oferta con una menor demanda, si bien la estructura de costes de la industria impediría caídas adicionales del precio y apoyaría un regreso a niveles alrededor de 100 dólares por barril en el medio plazo. La actividad económica en la región continuó debilitándose en los últimos trimestres, especialmente por la desaceleración del consumo e inversión.

Durante el 2014 los datos de crecimiento han sorprendido consistentemente a la baja, por choques de oferta negativos, si bien hacia la mitad del año la moderación también se produce por una menor demanda interna. En este declive de la demanda interna ha jugado un papel importante el aumento de la incertidumbre (por el entorno exterior o, en algunos casos, por procesos electorales o medidas de política económica) que ha lastrado la confianza de empresas y hogares.

Dentro de la demanda interna el componente de inversión ha sido el más afectado. Sin embargo, en el promedio de la región es probable que ya se haya dejado atrás lo peor de la desaceleración.

Así, a partir del tercer trimestre ya se ha empezado a ver una recuperación de las tasas de crecimiento, impulsadas tanto por un aumento del crecimiento mundial, así como por el mayor ritmo de inversión pública, especialmente en los países de la Alianza del Pacífico (México, Colombia, Perú y Chile). La región pasaría de

un crecimiento de 0,9% en 2014 al 1,8% en 2015. Estas tasas de crecimiento son 0,7 puntos porcentuales menores que las previstas hace tres meses, por un panorama interno y externo menos favorable al anticipado en agosto.

El crecimiento iría convergiendo en los siguientes años a niveles cercanos al 3,5%, más en línea con las estimaciones del potencial de la región. El crecimiento en la región seguirá marcado por la fuerte heterogeneidad, destacando los países de la Alianza del Pacífico. Será notable el fuerte aumento del crecimiento en 2015 que se espera en Perú (más de 2 pp por encima del de 2014), México y Chile (alrededor de 1 pp adicional) a los que se unirá el mantenimiento del fuerte dinamismo de 2014 en Paraguay y Colombia.

De este modo, los países de la Alianza del Pacífico serán los que mostrarán un mayor crecimiento en la región en 2015, con un promedio de 3,8%, más del doble del de América Latina. En particular estimamos un crecimiento en 2015 de 4,8% en Perú y Colombia, 4,2% en Paraguay, 3,5% en México y 3,1% en Chile. Esto contrasta con un magro crecimiento de 1,3% en Brasil, en un año que se espera que sea de ajuste de sus políticas.

La inflación se mantendrá dentro de los rangos meta de los bancos centrales, en 2015, salvo en Uruguay. La debilidad cíclica ha quitado algo de presión a la inflación se mantiene en el límite superior o incluso por encima del rango objetivo de los bancos

centrales por choques de oferta. Hacia adelante, la convergencia hacia las metas de inflación estará apoyada en buena medida por la debilidad cíclica.

La principal excepción será Uruguay donde la inflación seguirá por encima del rango meta y Brasil, donde será difícil que baje del 6% al continuar presionada por los precios administrados y la depreciación del tipo de cambio. Los bancos centrales de la región muestran un sesgo más holgado que hace tres meses, con la excepción de Brasil.

En línea con este sesgo se anticipa más recortes de tipos de interés en Perú y Chile y un alza menos intensa de tipos de interés en Colombia en 2015. Las estimaciones para la región también muestran que el proceso de subida de tipos de interés por parte de la Fed en 2015 será un factor importante detrás del aumento de tipos de interés oficiales que se espera en la región.

La gran excepción a este patrón más laxo es Brasil, donde se adelantarían las subidas de tipos de interés que se esperaba a mediados de 2015, si bien este tono más restrictivo se ve en parte compensado con el uso de medidas macroprudenciales, cada vez más utilizadas dentro de las herramientas de política económica en la región. Los tipos de cambio se depreciarán en la región, con intensidades muy heterogéneas, presionados por la subida de tasas de interés de la Fed y los menores precios de las materias primas.

Estas presiones a la depreciación deberían ser más suaves en los países andinos, e incluso existe cierto margen para la apreciación temporal del tipo de cambio en Chile ante eventuales liquidaciones de fondos públicos en dólares para financiar un mayor déficit fiscal.

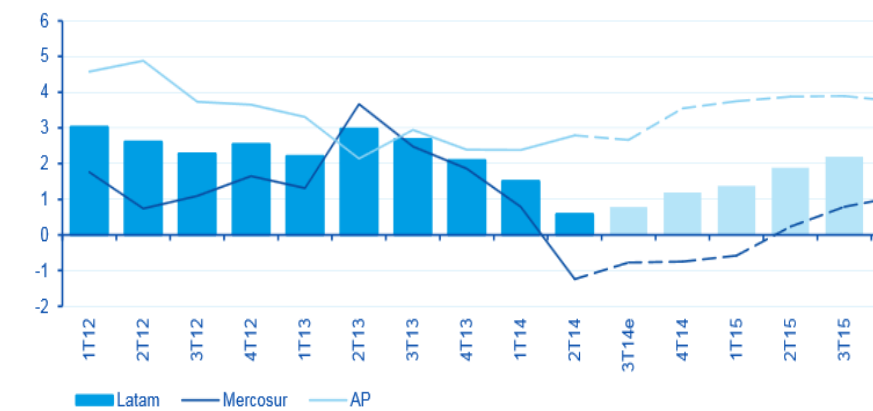
También deberían ser presiones suaves en México, beneficiado por el ciclo alcista en EEUU. Sin embargo las presiones a la depreciación serán más acentuadas en Brasil, Uruguay y Argentina, donde la inflación es significativamente más elevada y el tipo de cambio real se vería muy atrasado si el nominal no acompaña por lo menos al ritmo de los precios internos.

La debilidad cíclica empeora las perspectivas fiscales de la región, pero mejora las de los saldos externos. La menor actividad económica y la reducción del precio de las materias primas han afectado a los ingresos públicos en la mayoría de los países, a lo que se suma el aumento del gasto público en algunos de ellos, como Brasil y Argentina.

Así, se esperan cuentas fiscales, en general, más deficitarias en 2014 y 2015 que las anticipadas hace tres meses. Por el lado externo, la disminución de los términos de intercambio y algunos problemas de oferta en el sector exportador tienden a empeorar los déficits exteriores, pero se han visto más que compensados en Chile y Argentina por una menor demanda interna. Los indicadores de vulnerabilidad externa de la región siguen estando

muy acotados dados los niveles de reservas y la proporción de financiación de largo plazo de los déficits exteriores.

Latam: Crecimiento del PIB



Estados Unidos

La actividad económica de EEUU parece ir hacia delante a un ritmo estable, al menos en la superficie. El crecimiento del PIB ha sido más fuerte de lo previsto en dos trimestres consecutivos, el crecimiento del empleo se ha mantenido por encima de los 200 Mil puestos mensuales desde febrero, la tasa de desempleo ha caído por debajo de 6.0% y el consumo privado recibe el impulso del aumento del poder adquisitivo de los consumidores.

Sin embargo, otros detalles reflejan una recuperación todavía vulnerable: presiones bajistas sobre los rendimientos del Tesoro a largo plazo debido a la actual estrategia de "búsqueda de refugio", la lenta demanda mundial y la apreciación del dólar estadounidense que limita las exportaciones, además de la incertidumbre actual con respecto al ajuste de la política monetaria en el próximo año.

La mayoría de estas preocupaciones son más relevantes para las perspectivas de 2015 y en adelante. Por tanto, los riesgos para el crecimiento están ligeramente sesgados al alza para este año, pero se equilibrarán más en lo sucesivo. El informe adelantado del crecimiento del PIB real del 3T14 ha sido más fuerte de lo previsto, con un incremento de 3.5% t/t anualizado y desestacionalizado. Sin embargo, esto se debe en gran parte al asombroso aumento de 16.0% del gasto en defensa nacional, la mayor ganancia desde el 2T09.

A pesar de que la cifra general es favorable, refleja más bien un acontecimiento excepcional y no una continuación estable del impulso ganado en el 2T14. Tal como se esperaba, hemos visto algunos ajustes en varios componentes del PIB tras el importante repunte del 2T14. Como cabía esperar, la inversión residencial se ha desacelerado considerablemente, pero se ha mantenido en un crecimiento positivo de 1.8%. La inversión no residencial se desaceleró ligeramente; el mayor impulso llega esta vez de los

equipos en vez de las estructuras. Las importaciones cayeron por primera vez desde el 1T13, pero el crecimiento de las exportaciones se ha mantenido fuerte en 7.8%. El consumo personal no se ha mantenido como se espera, pues se desaceleró 1.8% en el 3T14. En general, esta estimación inicial del PIB del 3T14 imprime un sesgo al alza a nuestra previsión de crecimiento anual para 2014. Sin embargo, los detalles subyacentes apoyan nuestras perspectivas de mejora gradual aunque continuada en la actividad económica. Sin el fuerte empuje del gasto en defensa, el crecimiento se hubiera situado mucho más cerca de las previsiones de 2.5% para el trimestre.

En el 4T14, se espera que el crecimiento se desacelere con respecto a las tasas observadas en el 2T y el 3T, aunque hay más incertidumbre dado que será el primer trimestre sin ningún estímulo adicional de la Fed. La inflación sigue siendo un tema candente en EEUU, especialmente en lo que se refiere a la política monetaria, y en las últimas tendencias han influido tanto factores internos como factores internacionales. La demanda de EEUU se ha recuperado con mayor rapidez que en el extranjero, y la apreciación del dólar estadounidense ha mantenido bajos los precios de las importaciones para los productores y consumidores nacionales. En Europa y China, la menguante demanda también hace que los precios se mantengan bajos a escala mundial. Naturalmente, los precios del petróleo seguían en el primer plano en el último debate sobre la baja inflación (como se expone a continuación). En general, los riesgos deflacionarios proceden en

su mayoría de los precios relacionados con las materias primas y con los productores, pues la vivienda y diversos precios de activos financieros siguen siendo elevados.

Por consiguiente, las perspectivas de inflación siguen muy moderadas; tanto la media general como la subyacente se sitúan cerca de 1.9% en 2014, después se aceleran ligeramente en 2015 y se mantienen en el objetivo o por debajo del objetivo de la Fed bien entrado 2016. En gran parte, la caída de los precios del petróleo refleja el ajuste de las expectativas del mercado sobre la demanda a largo plazo, los niveles de producción mundial y el crecimiento de Europa y de China sin el correspondiente recorte en la oferta.

De hecho, el 14 de octubre, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó a la baja sus expectativas sobre la demanda de petróleo en 2014 y 2015 basándose en la hipótesis de un crecimiento económico más lento y una caída de la demanda de productos derivados del petróleo en los principales países de la OCDE. En cuanto a Europa, la baja inflación y los informes sobre la actividad también apuntan a una menor demanda (en igualdad de circunstancias). En China, el crecimiento por debajo de lo previsto y las revisiones a la baja en las expectativas a largo plazo también indican un sesgo bajista en la demanda. Si no se produce una inflexión en la situación económica mundial, un ajuste de la oferta o un repunte de los riesgos geopolíticos, el riesgo al alza

para los precios del petróleo es menor. Desde una perspectiva estructural, los avances tecnológicos, los cambios en la composición del sector, la mayor utilización de las energías renovables y los cambios de comportamiento implican nuevas limitaciones de los riesgos alcistas.

Es importante destacar que los bajos precios del petróleo tienen repercusiones positivas en EEUU. En primer lugar, unos precios del petróleo más bajos deberían traducirse en una menor carga del costo energético para la familia promedio. Estas ventajas se amplifican en los grupos de ingresos bajos, que tienen una mayor tendencia a consumir, porque pueden dedicar lo que gastaban en energía a comprar bienes y servicios con un aumento de los multiplicadores.

Se produce un impacto similar en las empresas cuando el ahorro debido a que los precios de la energía son más bajos se invierte y se utiliza en contratar empleados. Como resultado, unos precios del petróleo más bajos tienen el potencial de impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, la cambiante combinación del consumo y la mayor utilización de la producción de petróleo nacional podrían conllevar un menor impacto interno. Además, como los precios más bajos del petróleo provocan la bajada del índice general de precios al consumidor, el impacto (real) ajustado a la inflación sobre la economía es reducido. Por otra parte, los factores que subyacen a unos precios del petróleo más bajos

podrían limitar la tendencia alcista si la caída de los precios estuviera motivada por las expectativas de una recesión mundial o el desplome de los precios de los activos y de la confianza.

Asimismo, si los precios más bajos del petróleo van acompañados de un dólar apreciado, las ventajas del consumo podrían verse contrarrestadas por unas importaciones más baratas. En lo que a la Fed se refiere, la baja inflación sigue ensombreciendo las mejoras actuales en la situación del empleo. Aun así, el FOMC dio un paso más hacia la normalización de la política y citó la “mejora sustancial de las perspectivas del mercado de trabajo” como el factor decisivo que subyace a su decisión de finalizar el QE3. El lenguaje de la forward guidance se mantuvo sin cambios, por lo que sigue indicando que la anticipación de la tasa de los fondos federales, prácticamente en el nivel cero, se mantendrá "durante un periodo de tiempo considerable tras el fin de su programa de compras de activos".

El factor de dependencia de los datos sigue siendo vital para las medidas de política monetaria futuras. La Fed hizo hincapié en que una mejora de las perspectivas económicas más rápida de lo previsto podría conllevar que "los incrementos del rango objetivo de la tasa de los fondos federales se produjeran probablemente antes de lo que se prevé en la actualidad". Y por el contrario, si la economía avanza a un ritmo más lento de lo que espera el FOMC, "los incrementos del rango objetivo se producirían probablemente

más tarde de lo que se espera en la actualidad". Dado el mayor enfoque sobre la baja inflación, se prevé que el FOMC estará dispuesto a aplazar el primer movimiento alcista de las tasas hasta mediados de 2015, aunque la probabilidad de una subida de las tasas más temprana aumentará si desaparecen las presiones bajistas sobre la inflación a principios del próximo año, en paralelo con mejoras sostenibles en el mercado de trabajo.

A pesar de que las amenazas mundiales han aumentado y de que las previsiones de crecimiento para otras economías importantes se han revisado a la baja, los riesgos para EEUU siguen ligeramente inclinados al alza a corto plazo. Con un crecimiento del PIB por encima de lo previsto y unas condiciones de consumo favorables, el crecimiento anual de 2014 probablemente se mantendrá en línea con el ritmo observado en 2012 y 2013. En 2015 y de ahí en adelante, se tiene la esperanza de volver, por fin, a un crecimiento próximo a 3.0%, dejando atrás este prolongado periodo de recuperación.

	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB real (% anualiz. y desest.)	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5	1.6	2.3	2.2	2.0	2.5	2.8	2.8
PIB real (contribución, pp)													
Consumo personal	1.2	1.4	2.5	0.8	1.8	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4	1.2	1.3	1.3
Inversión fija bruta	1.0	2.5	0.6	-1.1	2.9	0.2	0.7	1.3	0.8	0.8	0.7	1.0	1.2
No residencial	0.2	0.7	1.2	0.2	1.2	0.7	0.9	0.8	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9
Residencial	0.5	0.3	-0.3	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3
Exportaciones	0.8	0.7	1.3	-1.3	1.4	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4	0.9	0.9	0.8
Importaciones	-1.4	-0.1	-0.2	-0.4	-1.8	0.3	-0.9	-0.4	-0.2	0.6	0.6	0.4	0.4
Gobierno	0.0	0.0	-0.7	-0.2	0.3	0.8	-0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.0
Tasa de desempleo (% promedio)	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	8.9	8.1	7.4	6.2	5.8	5.5	5.0
Nómina no agrícola promedio (miles)	201	172	198	190	267	234	174	186	194	225	231	232	251
Precios al consumidor (% a/a)	1.4	1.5	1.2	1.4	2.1	1.8	3.1	2.1	1.5	1.9	2.2	2.3	2.4
Subyacente al consumidor (% a/a)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.9	1.8	1.7	2.1	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
Balance fiscal (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-8.7	-6.8	-4.1	-3.1	-2.7	-3.1	-2.8
Cuenta corriente (bdp, % PIB)	-2.6	-2.4	-2.0	-2.6	-	-	-3.0	-2.8	-2.4	-2.5	-2.6	-2.4	-2.0
Tasa objetivo Fed (% fdp)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50	2.50
Índice S&P Case-Shiller (% a/a)	11.17	11.50	11.70	11.39	8.11	6.00	-3.87	3.89	11.09	8.41	6.99	5.12	4.67
Valores tesoro 10 años (rend. % , fdp)	2.30	2.81	2.90	2.72	2.60	2.53	1.98	1.72	2.90	2.65	3.36	3.75	3.98
Dólar EEUU / Euro (fdp)	1.32	1.34	1.37	1.38	1.36	1.29	1.32	1.31	1.37	1.23	1.20	1.24	1.26
Precio del Brent (dcb, promedio)	102.7	110.3	109.3	108.2	109.7	102.0	111.3	111.7	108.7	107.1	118.0	121.5	126.7

Europa

La debilidad manifiesta de los datos económicos de la zona euro en los últimos meses revela una economía estancada y una recuperación que no termina de arrancar. Las sorpresas negativas han afectado principalmente a los países grandes de la zona (Alemania, Francia e Italia), más al sector industrial que al de servicios, y más a la inversión. La inflación continúa muy baja y, además de los riesgos de deflación, dificulta la reducción de los desequilibrios en la periferia.

Los factores que subyacen a este retraso en la salida de la crisis no son fáciles de discernir, pero incluyen probablemente tanto elementos externos como internos. Por un lado, el entorno internacional es complejo. Las tensiones geoestratégicas han arremetido en todo el mundo y afectan más directamente a Europa a través de la crisis entre Ucrania y Rusia, responsable de la falta de inversión desde el segundo trimestre y de los peores datos de exportaciones a partir del tercero en Alemania, por la fuerte desaceleración de la economía rusa y, en menor medida, por las sanciones mutuas entre Rusia y la Unión Europea. El crecimiento en otros países avanzados se afianza, sobre todo en Estados Unidos y en el Reino Unido (fuerte demandante de productos europeos en la actual coyuntura), pero en algunos países emergentes surgen más dudas sobre la aceleración prevista de la actividad.

Por otra parte, desde el punto de vista doméstico, las debilidades estructurales están pesando en la confianza y en la recuperación, sobre todo en Francia e Italia, donde se están llevando a cabo reformas estructurales para mejorar la competitividad y el potencial de crecimiento, pero a un ritmo más lento de lo que sería deseable. El clima político más tensionado en algunos países de la zona, el largo período de transición hacia la nueva Comisión Europea y los desacuerdos aparentes en los últimos meses entre los gobiernos de distintos países sobre la estrategia a seguir no están ayudando tampoco a mejorar el clima de confianza.

A pesar de estas debilidades, siguen existiendo factores de apoyo a la recuperación. La publicación de los resultados de los test de estrés bancarios crea un panorama más transparente del sector y permite el comienzo de la supervisión única en el sector, lo que, junto a las políticas de provisión de liquidez del BCE, permitirá asegurar que las restricciones de oferta no sean un impedimento para la provisión de crédito, que cada vez parece más claramente ligado a las condiciones de demanda. Por otro lado, la depreciación del euro frente al dólar de los últimos meses, ligada a ciclos económicos distintos y a fases diferentes de las políticas monetarias en Estados Unidos y la eurozona, probablemente va a continuar en el futuro y llevará a unas mayores exportaciones en 2015 y 2016, lo que impulsará el crecimiento en varias décimas de PIB. La política fiscal, con los presupuestos presentados hasta ahora, dejará prácticamente de tener un tono contractivo en 2015, por lo que no debería drenar crecimiento.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global, siempre y cuando sea resultado de un choque positivo de oferta. El dilema ahora mismo en la eurozona se centra en la naturaleza de las debilidades actuales, hasta qué punto el estancamiento actual va a ser o no permanente, y en las políticas económicas a seguir.

La percepción es que los retrasos actuales son temporales y que la economía de la eurozona se recuperará en 2015, con un crecimiento del 1.3% tras el 0.8% esperado para 2014 (previsiones en ambos casos revisadas a la baja), pero que los riesgos bajistas han aumentado, ya que la incertidumbre exterior puede continuar en los próximos meses y existen dudas de si la inversión y la demanda interna en general se recuperarán pronto.

De ahí las llamadas por parte de Mario Draghi y del Fondo Monetario Internacional a incidir en las reformas estructurales y la acomodación monetaria, pero también en una política fiscal más expansiva donde haya margen para ello en Alemania, que es el punto más controvertido. El BCE ha puesto en marcha nuevas medidas encaminadas a expandir su balance y apoyar implícitamente la depreciación del euro, y si las previstas actualmente (TLTRO, compras de bonos ABS y cédulas hipotecarias) no lo consiguen, es probable que se embarque en la compra de deuda pública (QE). Y, por el lado fiscal, más allá de

las discusiones entre la Comisión Europea y Francia e Italia sobre sus presupuestos (con impacto de pocas décimas) no se espera medidas fiscales significativas por parte de Alemania.

El debate fiscal, que tendrá lugar a finales de año, girará en torno al Plan Juncker de inversión, al que le faltan todos los detalles, pero que puede suponer un apoyo adicional si la situación de estancamiento se prolonga. Aunque en ambos casos política monetaria y fiscal las discrepancias entre los distintos países son sustanciales, lo cual no ayuda a la recuperación de la confianza y supone un riesgo para la zona.

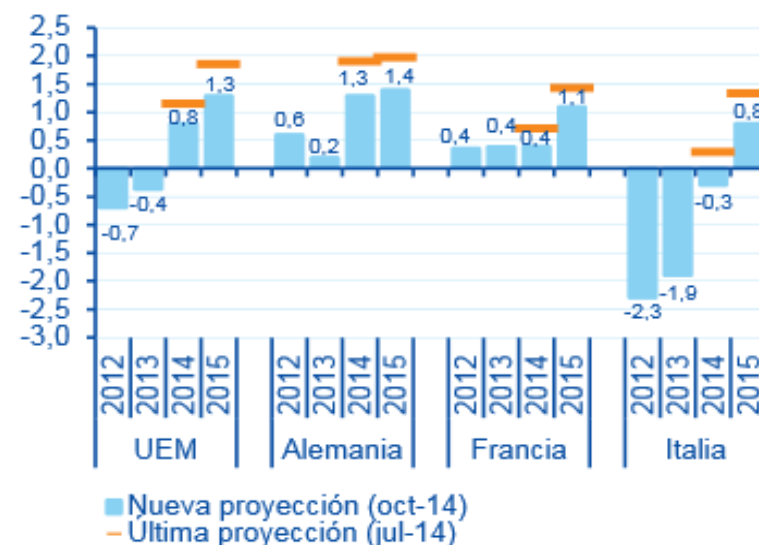
Para el 2015, también se revisó la previsión de crecimiento hasta el 1,3% (anteriormente en el 1,9%), aunque buena parte de esta revisión se debe al efecto base del menor crecimiento en la segunda parte de este año (-0,4pp). Se sigue esperando tasas de crecimiento relativamente robustas durante 2015, apoyadas por la depreciación del euro tras las medidas adoptadas por el BCE y por medidas adicionales en los próximos trimestres ligados a la expansión de su balance que deberían reflejarse en el restablecimiento de los canales de transmisión de política monetaria, con un mayor aumento del crédito que permita la recuperación de la inversión. Para el horizonte de previsión, los soportes del consumo privado continuarán reforzándose, con el empleo creciendo ligeramente este año, los salarios reales en aumento en un contexto de baja inflación, y con una mejora del

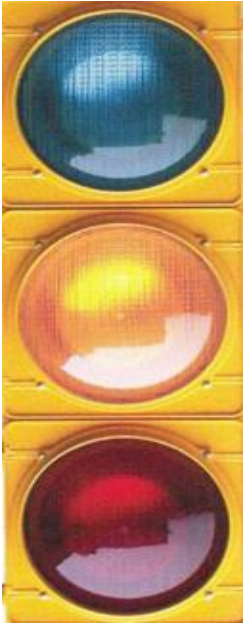
acceso al crédito al consumo. Esto debería redundar en un aumento de la renta disponible de los hogares en el 2014 y 2015 (0.8% y 1,1% respectivamente), con lo que el consumo privado podría aumentar en torno a un 1,3% en 2015 tras el 0.7% esperado en 2014, prácticamente en línea con las previsiones anteriores.

Para 2015, la ligera aceleración de la actividad (hasta el 0,4% por trimestre) estará respaldada principalmente por una recuperación de la inversión, lo que implicará un nuevo repunte de la productividad que limitaría la creación de empleo (0,6%) y se reflejaría en una caída más lenta de la tasa de desempleo (11,4%).

En el horizonte de previsión, la inflación se mantendrá claramente por debajo del objetivo del BCE, con un aumento muy lento y gradual, ya que a pesar de que se espera que la recuperación vaya ganando algo de tracción en los próximos trimestres, la dinámica de precios continuará limitada por una brecha de producción negativa, una elevada tasa de desempleo cíclico y la ausencia de presiones salariales. Con todo, los datos están en línea con un escenario de inflación media anual del 0.5% en 2014 y del 1% en 2015, una décima menos para cada año con respecto la previsión anterior. En cuanto a la inflación subyacente, las previsiones sugieren que se mantendrá relativamente constante alrededor del 0,8% en lo que resta de año para repuntar ligeramente a lo largo del año que viene hasta tasas alrededor del 1,1% a finales de 2015.

UEM: previsión crecimiento por países (%)





VERDE: Buena oportunidad. Alto potencial.

AMARILLO: Precaución. Tiempo de salir.

ROJO: Riesgo Elevado

Bibliografía:

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

