



Queridos amigos y clientes, queremos nuevamente y como cada trimestre expresarles nuestro agradecimiento por la lealtad y la confianza que nos han brindado durante todos estos años. Deseándoles que sigan adelante en todos sus proyectos y Éxitos!

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

Queremos hacerles llegar a ustedes este 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.

Mucho agradeceríamos su feedback, opiniones y críticas al respecto para buscar seguir mejorando.

Muy Cordialmente.

David Unda

Jesús Toledo

Juan Vivas

El crecimiento mundial se ralentizó en el primer trimestre de 2015 hasta un ritmo anual cercano al 3%, casi medio punto por debajo del estimado para el segundo semestre de 2014. Esta desaceleración es consistente con el freno de la actividad de EE.UU., la recuperación más firme de la eurozona y un crecimiento más bajo del grueso de economías emergentes, en particular de China y Latinoamérica. En todo caso, se mantiene un escenario de **crecimiento global moderado**, que no se aleja del promedio de los últimos dos años, sin tensiones inflacionistas a nivel global y con diferenciación entre distintas geografías. Una heterogeneidad que también marca la evolución de los mercados financieros, sobre todo dentro del grupo de economías emergentes.

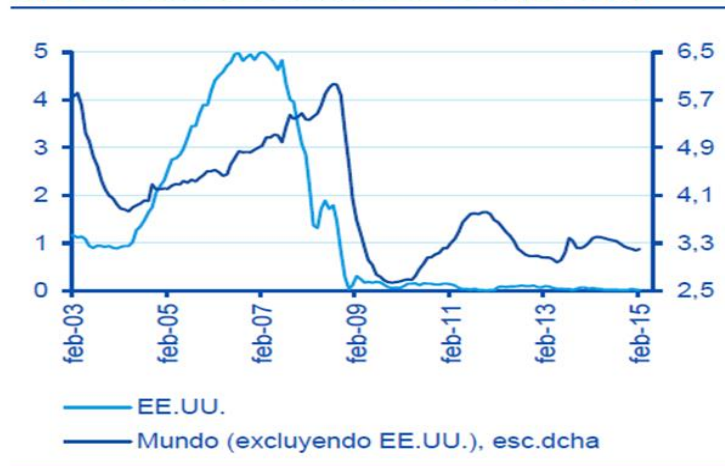
Por su impacto global, una de las claves del escenario es la lectura que haga la Fed de la moderación de la actividad de EE.UU. En todo caso, la falta de tensiones inflacionistas hace previsible una subida de tipos de interés que comience en septiembre de 2015 y muy gradual en adelante para evitar una salida en falso. Un elemento novedoso en el inicio de esta normalización monetaria de la Fed, la primera desde 2004, es su divergencia con el Banco de Japón o del BCE, que han intensificado la flexibilidad de sus políticas para abortar el riesgo de deflación y mantener las políticas económicas a largo plazo. En la eurozona, aunque los riesgos de deflación son bajos, las expectativas de inflación a medio plazo siguen lejos del objetivo de estabilidad del BCE.

En las **economías emergentes**, el activismo casi generalizado de las políticas monetarias para apoyar el gasto doméstico está teniendo impactos distintos en los tipos de interés real, los tipos de cambio y los flujos de capital. El margen de maniobra del que disponen está limitado por el grado con el que la depreciación reciente de sus divisas se puede terminar trasladando a la inflación y por los efectos que una caída de rentabilidades puede tener sobre la financiación del déficit por cuenta corriente. Además, una depreciación intensa de las monedas puede terminar comprometiendo el servicio de la deuda externa. La diversidad de las respuestas a la política económica en el bloque emergente resulta coherente con la combinación de dos factores que se influyen mutuamente: **el primero**, la incertidumbre sobre la fortaleza cíclica de cada economía y la evolución de la inflación; **el segundo**, el impacto del calendario y el ritmo al que la Fed vaya elevando finalmente sus tasas de interés.

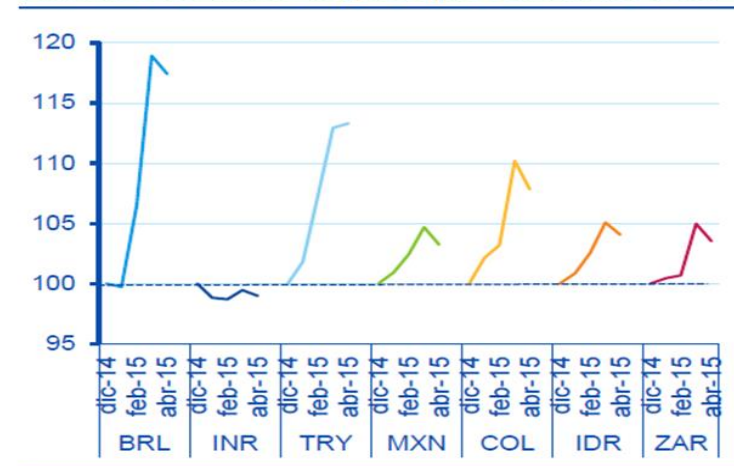
Con todo, **el contexto global de crecimiento sigue siendo favorable**. En el escenario más probable, el PIB mundial se acelerará hasta alcanzar un avance del 3,9% en 2016 gracias al soporte de las economías desarrolladas, que obtendrían su mejor registro desde 2010. En el caso de las emergentes, dada la desaceleración tendencial de China, sus mejores perspectivas para el próximo año residen en el efecto arrastre de las economías desarrolladas sobre el comercio mundial, el aumento progresivo de los precios de las materias primas y un endurecimiento de las condiciones financieras que, de acuerdo a lo considerado anteriormente, resultará mucho más gradual que en anteriores ciclos de subidas de tipos de interés de la Fed.

Este escenario sigue teniendo un **balance de riesgos con sesgo bajista**. En primer lugar, por los conflictos geopolíticos que puedan suponer interrupciones de la actividad en Oriente Medio o el Este de Europa (Ucrania y Rusia) y que podrían tener un impacto global a través de canales financieros y de expectativas. En segundo lugar, la desaceleración de China, si es aún más acusada de lo esperado y lleva a estímulos que retrasen el necesario proceso de Ajuste en sectores altamente endeudados o con elevada dependencia del mercado inmobiliario. En tercer lugar, pero no por ello menos relevante, la incertidumbre sigue estando presente en el área del euro. A la valoración positiva de los avances en la unión bancaria y al fortalecimiento del ciclo económico, se contraponen el riesgo de la falta de acuerdo entre Grecia y las autoridades europeas para garantizar la financiación del país sin comprometer la agenda de reformas orientadas a mejorar su capacidad de crecimiento y asegurar su suficiencia financiera. Si el desacuerdo llega a producir incumplimientos en el servicio de la deuda griega se abriría un escenario que podría terminar con el evento extremo de salida de Grecia de la eurozona, pero que en cualquier caso testaría la capacidad del BCE para evitar el contagio financiero y de las autoridades para mostrar su compromiso con un fortalecimiento adicional de la unión monetaria.

Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Tipo de cambio respecto al dólar, Dic-14=100
Aumento del índice implica apreciación del dólar



El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

Los indicadores económicos disponibles apuntan a una **moderación gradual del crecimiento mundial en el primer trimestre de 2015**, con un ritmo anualizado del PIB que podría situarse cerca del 3%¹, unas décimas menos que el observado en la segunda mitad de 2014 (entre el 3,3% y el 3,6%). La desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia, Brasil pero no el de India) explican el grueso de la ralentización mundial, que no ha podido ser compensada con el mejor comportamiento relativo de la eurozona y Reino Unido.

El índice PMI o *Purchasing Managers Index* es un indicador a nivel europeo que sirve para medir el estado en el que se encuentra la economía con respecto a diversos sectores. Uno de estos ejemplos es el del *PMI Services*, que es el índice de Gestores de Compra del Sector Servicios que se dedica exclusivamente al análisis del grado de actividad de este sector.

PMI de manufacturas (desviación respecto al nivel de 50 puntos –mantenimiento de la actividad-)

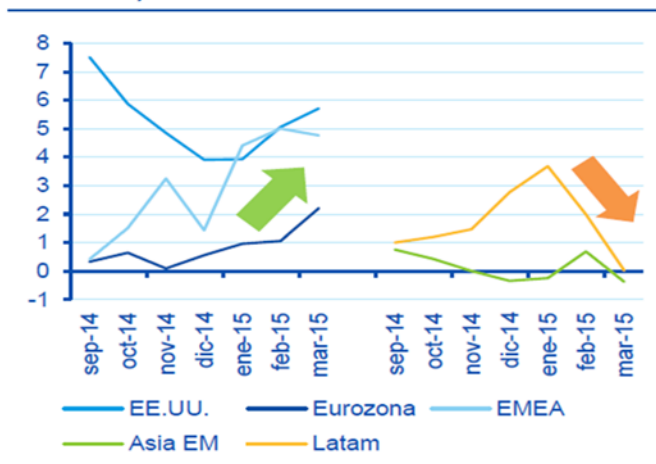
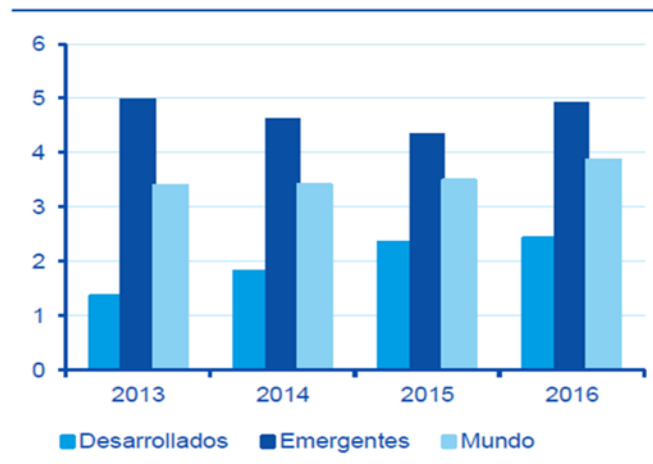
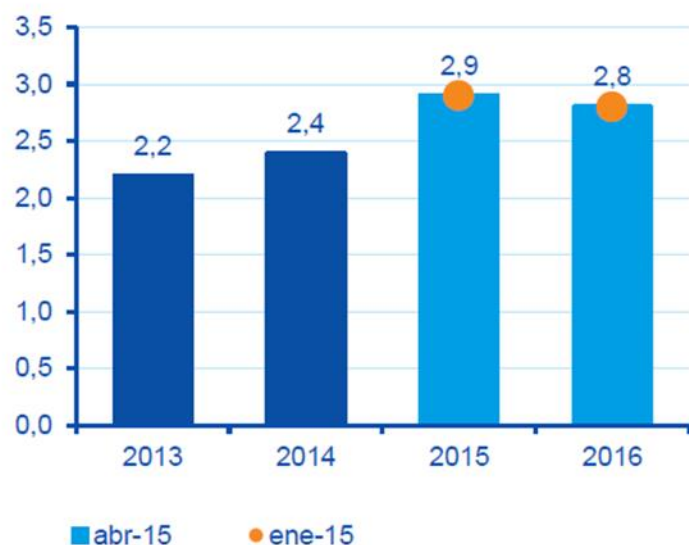


Gráfico 2.2
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16

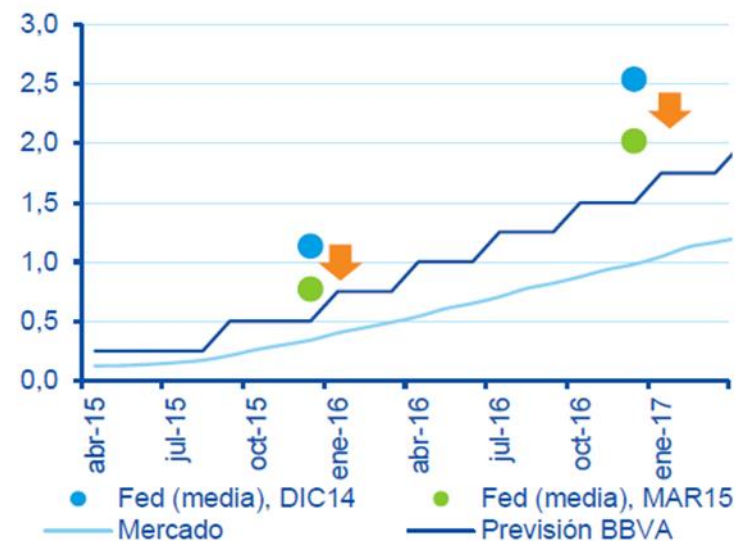


La diferenciación entre áreas geográficas y ramas de actividad sigue estando presente en el patrón de crecimiento mundial en el inicio de 2015. Por un lado, la consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este si atendemos a la lectura de los registros de confianza empresarial, producción industrial y comercio exterior. Por otro, el avance del consumo privado, a tenor de la mejora de la renta disponible de los hogares en un contexto de menores precios de la energía, generación de empleo e incremento de la riqueza financiera, mantiene el buen tono del sector servicios en las economías desarrolladas de referencia (principalmente, en la eurozona), siendo los aumentos de producción en la industria y de la inversión más limitados. Este Comportamiento puede deberse a la incertidumbre que todavía le otorgan los agentes a la recuperación del consumo privado, lo que retrasa la toma de decisiones de inversión y producción en la industria.

EE.UU., crecimiento económico, % a/a



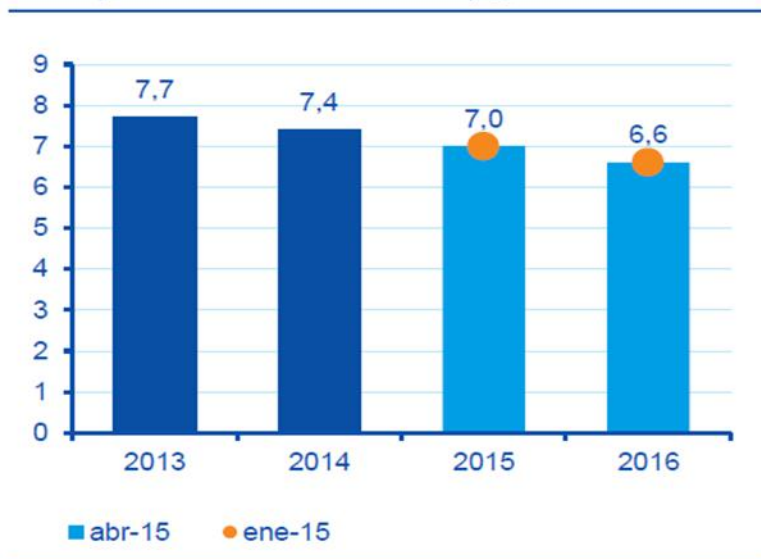
Expectativas para los fed funds de EE.UU. (%)



El hecho de que la actividad mundial se haya comportado ligeramente peor de lo previsto en el primer trimestre del año y los efectos que se espera que tenga en algunos países emergentes clave la debilidad de su demanda doméstica, la estabilización de los

Precios de las materias primas en niveles reducidos y la subida de tipos de interés de la Fed nos llevan a revisar el crecimiento mundial esperado para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014. En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la moderación actual gracias al efecto arrastre de las Desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

China, crecimiento económico, % a/a



China: producción industrial y ventas minoristas (tasa interanual, %)



Tras haber acumulado un descenso superior al 45% entre septiembre de 2014 y enero de 2015, el precio del barril de petróleo ha subido en torno a un 15% desde entonces, situándose la referencia Brent en niveles de 60 dólares. El resultado ha sido una menor presión a la baja sobre las tasas de inflación general (el promedio de los registros de EE.UU., China, Japón y eurozona continúa por debajo del 1% en febrero) que, sin embargo, no ha tenido reflejo en otros indicadores de precios representativos como la inflación subyacente (estable en el 1,5% para el promedio comentado) o los costes de producción (el descenso de los precios industriales o de importación es especialmente relevante en China).

La ausencia de presiones inflacionistas a corto plazo (aun cuando el precio del petróleo converja a 70 dólares por barril a finales del ejercicio) y el mantenimiento de las expectativas de inflación a largo plazo en niveles inferiores a los objetivos de política monetaria han servido de justificación a un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. En el primer caso, dando continuidad a los programas de compras de activos (BCE y Banco de Japón) o planteando el retraso de las subidas de los tipos de interés de referencia (Fed y Banco de Inglaterra); en el segundo, adoptando nuevas medidas de flexibilización a través de la reducción de tipos (Brasil es la principal excepción).

Eurozona, crecimiento económico, % a/a



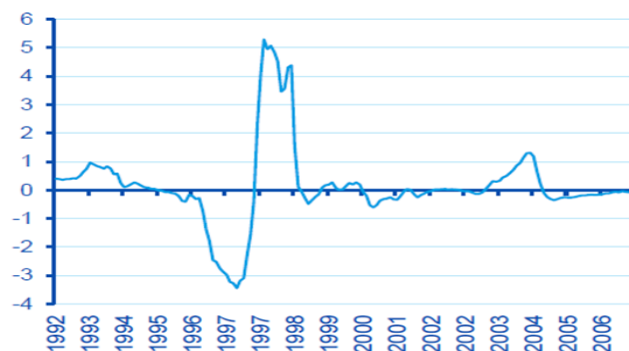
Tipo de cambio efectivo real, Ene- 2007 = 100
Aumento del índice implica apreciación



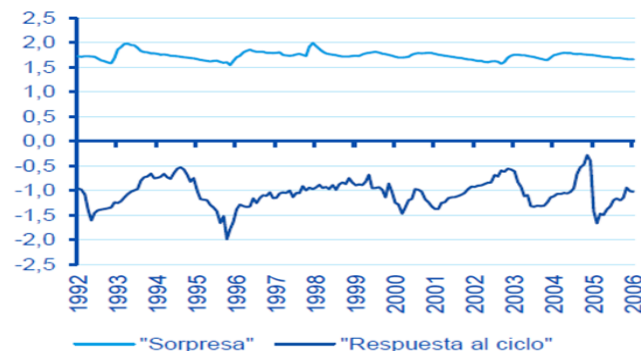
Sin duda, este último aspecto constituye uno de los factores diferenciales del ciclo económico actual. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, cuyo inicio puede tener lugar en el segundo semestre de 2015, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés reales, en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero. Muestra de ello es la moderación del tipo de interés nominal a corto plazo del agregado de las principales economías del mundo (excluyendo a EE.UU.), que se sitúa en el 3,2%, 20 puntos básicos por debajo de la cota de hace un año.

La contrapartida es la apreciación global del dólar y la depreciación prácticamente generalizada de las divisas emergentes, más intensa en aquellos países que presentan una mayor dependencia de la financiación externa, un mayor peso de los ingresos por exportaciones de materias primas o una mayor sensibilidad al contexto de liquidez global. Además, aquellos que optaron por políticas monetarias algo expansivas para lo que recomendaba su situación macroeconómica han sido más penalizados. A corto plazo, la depreciación de las monedas emergentes puede relanzar la competitividad externa de sus países y constituir un revulsivo para el crecimiento económico. Ahora bien, también puede terminar generando efectos negativos, desiguales por economías y sectores institucionales, al dificultar la refinanciación de la deuda contraída en divisa extranjera (en su mayoría, dólares) y encarecer su servicio.

Elasticidad histórica del VIX a variaciones de los fed funds (%): 1992-2006

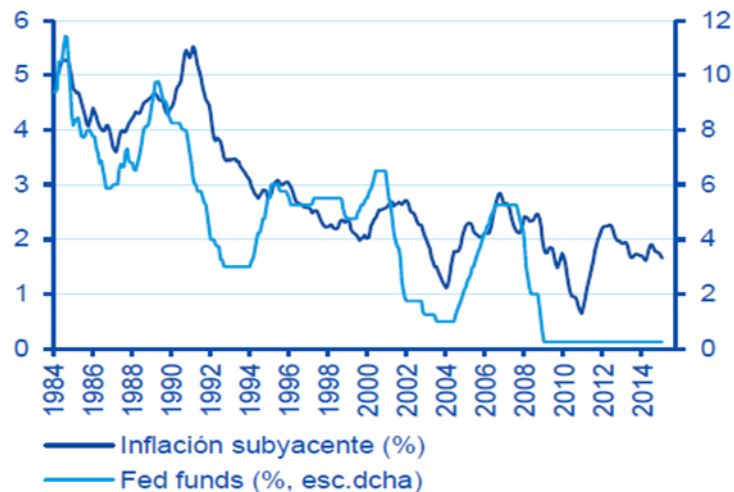


Sensibilidad del VIX a variaciones de los fed funds en respuesta a cambios en el ciclo de EE.UU. o a factores exógenos ("sorpresa"), %

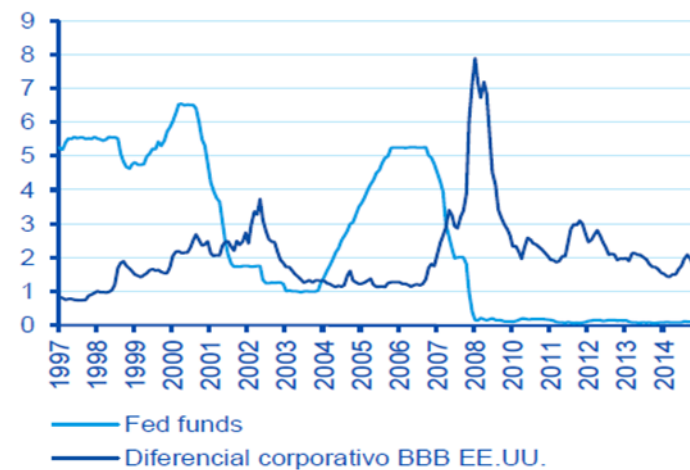


El contraste entre la estrategia monetaria del BCE y la Fed continuará condicionando la dirección de los flujos de capital y, por ende, el comportamiento de las variables financieras. La inyección de liquidez realizada por el BCE con la compra de deuda pública ha reforzado la corrección de los tipos de interés a largo plazo en el bloque desarrollado y, en mayor medida, en la eurozona, y ha intensificado el movimiento de depreciación del euro frente a sus principales cruces (frente al dólar, cotiza próximo a la paridad).

Tipos de interés de referencia e inflación subyacente de EE.UU.



Tipos de interés de referencia de EE.UU. y aversión al riesgo (%)



Esta tendencia es previsible que se mantenga hasta que la Fed realice la primera subida de sus tipos de interés de referencia (*fed funds*). Entonces, será su estrategia de comunicación sobre el ritmo de las próximas subidas la que determine el repunte de rentabilidades en el mercado de bonos y el grado de volatilidad financiera. La magnitud de las posibles salidas de capital de los países emergentes será función, por tanto, de la política monetaria de la Fed pero también de factores locales asociados a la

Posición cíclica y a las vulnerabilidades que presente cada país, especialmente cuando se calme la volatilidad de la primera o primeras subidas. De ahí que, al igual que en términos de crecimiento, se esperen divergencias relevantes en la evolución de los tipos de cambio y de interés del bloque emergente.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, **los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten**. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación del servicio de su deuda.

Flujos de capital de cartera a economías emergentes (variación mensual, %: descomposición en factores globales y locales)

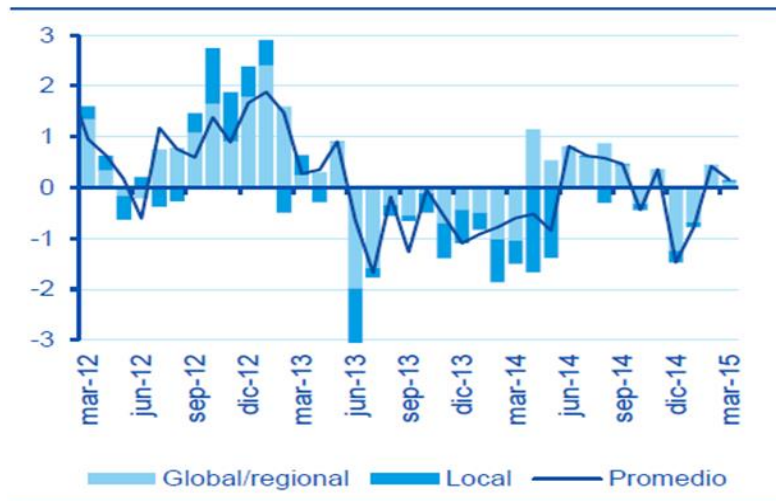
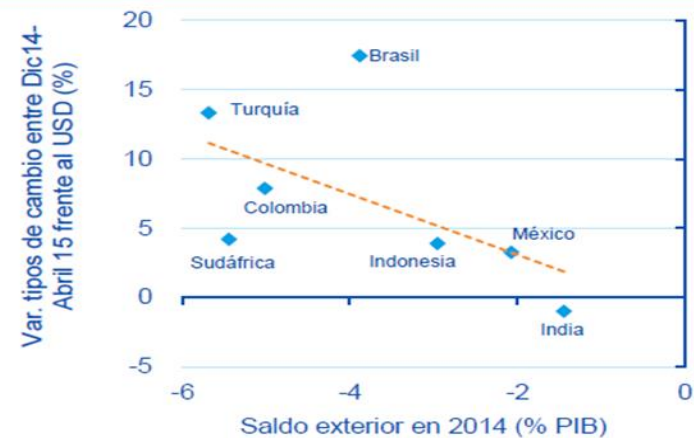


Gráfico 3.8

Saldo de la balanza por cuenta corriente y variación del tipo de cambio de economías emergentes



A continuación indicamos cuales posiciones se están recomendando actualmente, mediante los colores del Semáforo, visualizaremos con el **Color Verde**: Altamente Recomendado; **Color Amarillo**: Medianamente Recomendado; **Color Rojo**: No Recomendado.



USA – EUROPA - INDIA

AFRICA - CHINA

LATAM – EUROPA DEL ESTE

Fondos recomendados:



- A - P02 Vanguard US 500 Stock Index
- B - J39 Schroder US Smaller Companies
- C - J58 Invesco Global Technology
- D - J57 Invesco Global Health Care
- E - J30 JPMorgan India

■ F - M82 BlackRock World Gold