

# El diferencial de crecimiento entre la eurozona y EEUU se estrecha

Comienza a reducirse la distancia entre los dos principales bloques económicos. Mientras el área euro experimenta un incremento de las expectativas de crecimiento apuntaladas por factores no recurrentes tales como el precio del petróleo, el «Quantitative Easing» y un euro muy barato, EEUU se encuentra en el extremo opuesto, con unos registros de confianza y actividad que anticipan que la desaceleración de la economía podría ir más allá del primer trimestre. El principal foco de riesgo para la recuperación del área euro sigue siendo Grecia, que tras la falta de acuerdo se encontrará con serios problemas para atender sus compromisos de pago del mes de junio.

Juan Navarro

Si bien parte de la desaceleración en EEUU durante el primer trimestre del año se atribuye a factores no recurrentes como el clima o las interrupciones en la actividad de algunos puertos, los datos del segundo trimestre no han dado señales de una mejora de la tendencia del crecimiento. Tras meses sorprendiendo al alza, la creación de empleo en marzo (+125.000 empleos) fue la menor desde diciembre de 2013, lo que podría justificar un cambio en la valoración del mercado laboral por parte de la Fed, que en anteriores reuniones había calificado como sólida. Las señales de los precios son algo más positivas: la inflación subyacente repuntó en abril hasta el 1,8%, así como algunos indicadores de inflación esperada. Por ejemplo, los *breakevens* de inflación a 5 años se sitúan en su nivel más elevado desde septiembre de 2014. Sin embargo su evolución parece reflejar el comportamiento del precio del petróleo, por lo que su capacidad para medir las condiciones de fijación de precios domésticas parece limitada.

En este contexto, el mercado ha retrasado las expectativas de la primera subida de los tipos de interés en EEUU. Este viene siendo el principal punto de interés de los mercados financieros du-



rante los últimos meses. Durante el último FOMC, la Fed finaliza el *forward guidance*. Tras haber retirado de su comunicado palabras clave como *unlikely* (refiriéndose a la reducida probabilidad de subida de tipos) y anteriormente como *patience*, la Fed allana el terreno para una subida de tipos en algún momento del segundo semestre del año, pero todavía sin excesiva celeridad ante las condiciones financieras extremadamente laxas que imperan en el resto de principales economías.

Por otro lado, el crecimiento trimestral del área euro ascendió al 0,4% en el primer trimestre (en línea con el 0,3% en el último trimestre de

**COBROS Y PAGOS**



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



2014). Esta aceleración es la que esperaba el consenso del mercado y sugiere que los diversos vientos de cola de los que se beneficia el área, como la depreciación del euro, la caída del precio del crudo y la buena marcha de los mercados financieros, están surtiendo efecto.

Alemania ha sido la única decepción (0,3% de crecimiento del PIB frente al 0,5% que esperaba el consenso). Si bien, una vez conocidos los datos detallados, esta ralentización tiene su origen principalmente en la fuerte caída de las existencias y un repunte de las importaciones. Esta composición es coherente con una continuada pujanza de la demanda interna y una probable aceleración en el segundo trimestre.

En Francia se ha registrado un fuerte aumento del crecimiento del PIB hasta el 0,6% (0,0% en el cuarto trimestre de 2014), fundamentalmente debido a la aceleración del consumo privado (+0,4% trimestral) y la acumulación de existencias. En la medida que esta última revierta, cabría esperar una ralentización en el segundo trimestre.

Este mismo dato del PIB es muy positivo en Italia, que creció 0,3%, la tasa más alta desde el primer trimestre de 2011. Este avance ya se advertía en los indicadores adelantados, tanto de confianza como de actividad. Los factores transitorios mencionados se habrían reflejado en una relajación de las condiciones de crédito minoristas que habrían favorecido la mejora de la demanda doméstica, aunque en el medio plazo el avance será limitado por una tasa de ahorro en senda ascendente y el bajo crecimiento potencial.

Así pues, la distribución del crecimiento del primer trimestre por países podría ser algo engañosa. En el segundo trimestre, los países que lideren el crecimiento podrían ser distintos, en la medida que el aumento de importaciones de Alemania se debería traducir en un aumento del crecimiento en el segundo trimestre. Por su parte, esperamos una aceleración del crecimiento en Es-

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Mayo	2015
RV Europa	3,3	21,3
RV Euro	2,8	19,7
RV España	1,9	16,2
RV Emergentes Europa del Este	1,6	22,7
RV Sectores Crecimiento	1,5	16,8
RV Japón	1,4	23,8
RV EEUU	1,4	11,4
RV Internacional	1,4	15,0
Garantizado parcial	1,0	8,7
RV Mixta Euro	0,9	10,8
RV Mixta Internacional	0,5	8,4
Gestión Global	0,4	7,5
Garantizado rendimiento variable	0,3	3,8
RF Convertibles	0,3	8,9
Fondos de Inversión Libre	0,2	8,2
RV Sectores Defensivos	0,1	13,5
RF Emergentes Corporate	0,1	6,7
FI Inmobiliaria	0,0	-0,2
Monetarios Euro	0,0	0,0
RF Mixta Euro	0,0	3,8
RV Emergentes MENA	-0,1	12,8
RF Mixta Internacional	-0,1	5,0
Retorno Absoluto Conservador	-0,1	1,7
Gestión Alternativa	-0,1	3,6
Garantizado rendimiento fijo	-0,1	0,6
RF Corto Euro	-0,1	0,7
RF High Yields	-0,2	5,9
Monetarios Internacional	-0,3	8,4
RF Corto Plazo USD	-0,7	8,2
RF Emergentes	-0,9	7,1
RF Internacional	-0,9	5,2
RV Materias Primas	-1,0	11,9
Monetarios USD	-1,1	8,8
RF Largo Euro	-1,1	1,1
RV Emergentes Global	-1,2	16,0
RV Emergentes Asia y Oceanía	-1,2	19,5
Materias primas	-1,3	2,1
RF Largo Plazo USD	-1,4	9,0
RV Emergentes Latinoamérica	-2,0	5,8

Fuente: Afi.

paña e Italia en la medida que sigan mejorando las condiciones financieras laxas. Por el contrario, Francia podría crecer a menor ritmo.

La evolución de los mercados financieros durante las últimas semanas es también coherente con el mencionado cambio de ciclo económico del área euro. Así, el repunte de tipos podría deberse a la perspectiva de mejora de la actividad económica. En la medida que esperamos que esta mejora continúe los próximos trimestres, cabría esperar un repunte de tipos en el medio plazo.

## COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO  
UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO  
UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**  
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)  
- Servicio de Cuentas de Servicio

**PAGOS**  
- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)  
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



No obstante, hay que tener en cuenta que el crecimiento del área podría ralentizarse en el medio plazo. Como señala la Comisión Europea, el crecimiento del PIB una vez eliminado el efecto de los factores transitorios sería del 0,8% en 2015. Por tanto, de 2016 en adelante, una vez eliminados estos efectos transitorios, cabría esperar una desaceleración económica, lo que dificultará la consolidación fiscal para aquellos países, como España, con una deuda pública todavía creciente.

El foco de riesgo para el área euro sigue siendo Grecia. Es la principal amenaza tanto para las perspectivas de recuperación del área euro como sobre todo para la evolución de los mercados financieros. A medida que comienzan a acercarse los vencimientos más cuantiosos de deuda del país heleno con instituciones oficiales (FMI y BCE) las posturas entre el gobierno griego y las instituciones europeas parece que no llegan a acercarse lo suficiente. A pesar de que Grecia está utilizando prácticamente todos los instrumentos de emergencia a su alcance para seguir atendiendo sus compromisos (extensión de la línea de crédito de emergencia del BCE o utilización de las reservas en depósito en el FMI) parece que no será capaz de atender los vencimientos del mes de junio. A pesar del contagio que se producirá ante una posible suspensión de pagos de Grecia sobre toda la periferia, consideramos que este será mucho menor en tanto en cuanto el riesgo de ruptura del área euro no es un escenario tan factible como en el 2012.

## MERCADOS FINANCIEROS

La mejora de las expectativas en el área euro ha provocado los movimientos más significativos durante el mes. Sin lugar a dudas, el mayor de ellos ha sido el repunte de los tipos largos del núcleo del área euro. El tipo soberano alemán a diez años ha pasado de cotizar con una rentabilidad de 0,07%, descontando un escenario de falta de creci-

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-may-15	31/04/2015	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	35	35	17	18
RV EEUU	4	4	6	-2
RV Emer. Asia	4	0	1	3
RV Emerg. Latam	0	5	1	-1
RV Europa Este	1	0	1	0
RV Japón	14	14	4	10
<b>Renta variable</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>30</b>	<b>28</b>
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	2	2	0	2
<b>Gestión alternativa</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>-5</b>
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	11	9	2	9
RF Emergente	4	8	0	4
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	0	0	0
RF Largo EUR	13	11	15	-2
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
<b>Renta fija</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>-23</b>
Monetarios USD	2	2	0	2
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	3	3	5	-2
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>

Fuente: Afi.

miento durante un periodo prolongado, a cotizar en tasas cercanas al 0,7%, poniendo en precio la efectividad de los movimientos de los bancos centrales. Por el mismo motivo el euro volvió a situarse en cotas cercanas al 1,15 dólar/euro, aunque nuestro escenario base es que esta revalorización sea puntual y el tipo vuelva a cotizar en los niveles de entre 1,05 – 1,10 dólar/euro, poniendo de manifiesto la diferencia cíclica y las posturas de sendos bancos centrales.

Elevamos el peso de la bolsa de Europa del Este (menores tensiones geopolíticas y valoraciones atractivas) y Asia (políticas monetarias expansivas, caídas recientes en algunos mercados) en detrimento de la Latinoamérica, donde el efecto subida de tipos dólar podría afectar más negativamente. Por el mismo motivo, reducimos parcialmente nuestra recomendación sobre renta fija emergente. En cambio, elevamos el peso de high yield euro (short duration) y renta fija largo euro, a través de compras de bonos de deuda pública de entre 7 y 10 años de Portugal y España ::

### COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univia, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

