

Revisión de previsiones del G4, 4º Trimestre 2016

Dólar, euro, libra y yen

Contexto

En las últimas semanas, el mercado de divisas ha estado dominado por una acusada depreciación de la libra esterlina, en un momento en el que la divisa ha caído a mínimos históricos tras el resultado del Brexit en junio.

La confianza hacia la libra esterlina ha empeorado tras el anuncio de la primera ministra del Reino Unido, Theresa May, de que invocará el Artículo 50 antes de abril de 2017, lo que iniciaría una cuenta atrás de dos años para la salida del Reino Unido de la Unión Europea. La previsión de un Brexit complicado, en el que el Reino Unido negocia disponer de un control total sobre las políticas de inmigración y el hecho de que su acceso al mercado único puede verse limitado considerablemente, ha llevado a la divisa a su posición más baja frente al dólar en 31 años y, en octubre, el índice de la libra ponderado de acuerdo con el flujo comercial se desplomó hasta situarse en su mínimo histórico.

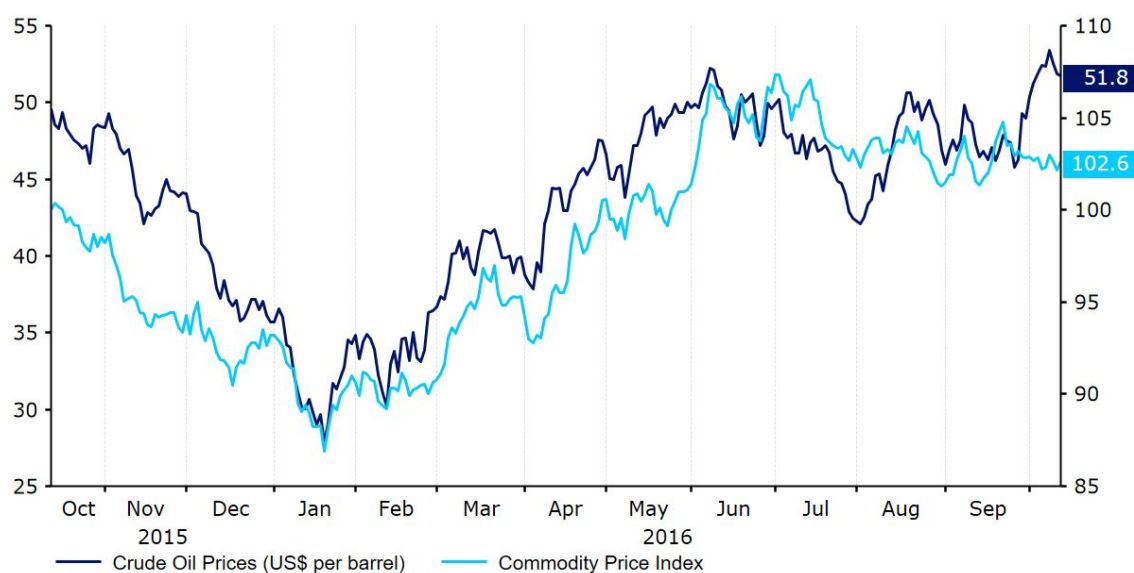
Aparte de la complicada situación que atraviesa la libra, los inversores están muy atentos a cuándo se producirá la próxima subida de tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, muy probablemente antes del final del ejercicio. El último informe sobre el mercado laboral de Estados Unidos cumplió las expectativas con la creación de 156.000 puestos de trabajo en septiembre. Creemos que estas cifras respaldan nuestra previsión de que los tipos de interés estadounidenses se elevarán por segunda vez en un año en la reunión que celebrará el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) en diciembre, aunque no descartamos la posibilidad de que esta subida se adelante a noviembre.

Por otra parte, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) parecen tener todo claro para continuar con su política de estímulo económico en los próximos meses. Creemos que el BCE, en su reunión de diciembre, mantendrá su estrategia de ampliar los plazos de su compra de activos más allá del plazo actual marcado para marzo de 2017, al tiempo que el BoJ podría preparar otro recorte de tipos ya en noviembre. Por su parte, los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda ya han procedido a reducir sus tipos de interés en el tercer trimestre.

Los precios de las materias primas también han comenzado a repuntar, motivadas por la estabilización del precio del petróleo que ha venido produciéndose desde septiembre. Este superó los 50 USD por barril a principios de octubre y ahora se ha incrementado en un 25% desde el verano después de que la OPEP anunciara un acuerdo para reducir la producción

de petróleo por primera vez en ocho años (gráfico 1). Esto ha supuesto un impulso importante para la corona noruega y el dólar canadiense debido a su fuerte dependencia del petróleo.

Gráfico 1: Precios del petróleo e índice de precios de materias primas (octubre de 2015 – octubre de 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 12/10/2016

Por lo general, las divisas de los mercados emergentes han seguido recuperándose de los mínimos de principios de 2016 impulsadas por la estabilización de los precios de las materias primas, unos tipos de interés extraordinariamente bajos en los países del G10 y una disposición generalizada para afrontar riesgos por parte de los inversores internacionales.

Entretanto, las elecciones de Estados Unidos del 8 de noviembre apuntan cada vez a una victoria del Partido Demócrata, con Hillary Clinton liderando las encuestas tras los últimos debates televisivos. Creemos que, en su gran mayoría, las divisas del G10 no prestarán demasiada atención a las elecciones y se centrarán más en los avances políticos de Europa y en las previsiones del aumento gradual de los tipos de interés en Estados Unidos.

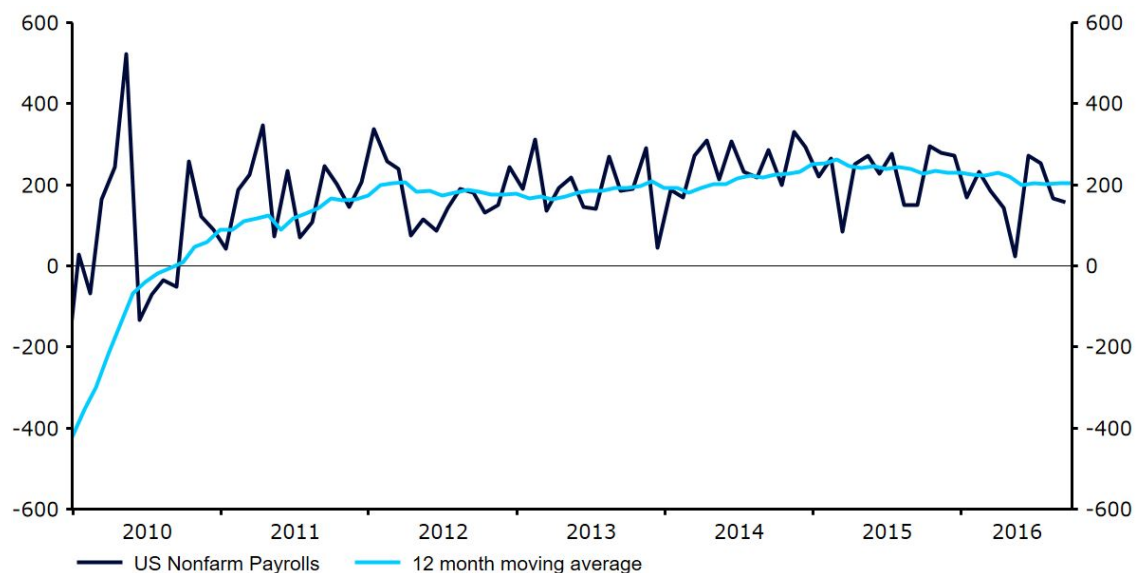
Dólar estadounidense (USD)

La Reserva Federal de Estados Unidos ha seguido dando pasos hacia su primera subida de tipos de interés desde diciembre de 2015.

En las últimas reunión sobre asuntos de política monetaria que ha celebrado la Fed en septiembre y octubre, la presidenta Janet Yellen dejó claro que es probable que se produzca una subida de los tipos de interés, reconociendo que la economía estadounidense continúa mejorando y que la posibilidad de una subida de tipos se ha "reforzado". Creemos que estamos aproximándonos al punto de inflexión que provocará que una mayoría del comité vote a favor de la aplicación de una subida.

El informe clave sobre el mercado laboral de Estados Unidos publicado en octubre también subrayó el hecho de que la economía ya no plantea una situación de emergencia para la política monetaria. La economía de Estados Unidos generó 156.000 puestos de trabajo en septiembre (gráfico 6), un dato algo inferior a lo esperado, aunque esta cifra se vio compensada por las revisiones al alza de los meses anteriores, incluido un aumento de 16.000 puestos de trabajo sobre la previsión de agosto. El promedio móvil de los últimos doce meses se sitúa por encima de los 200.000 empleos durante los últimos dos años y medio.

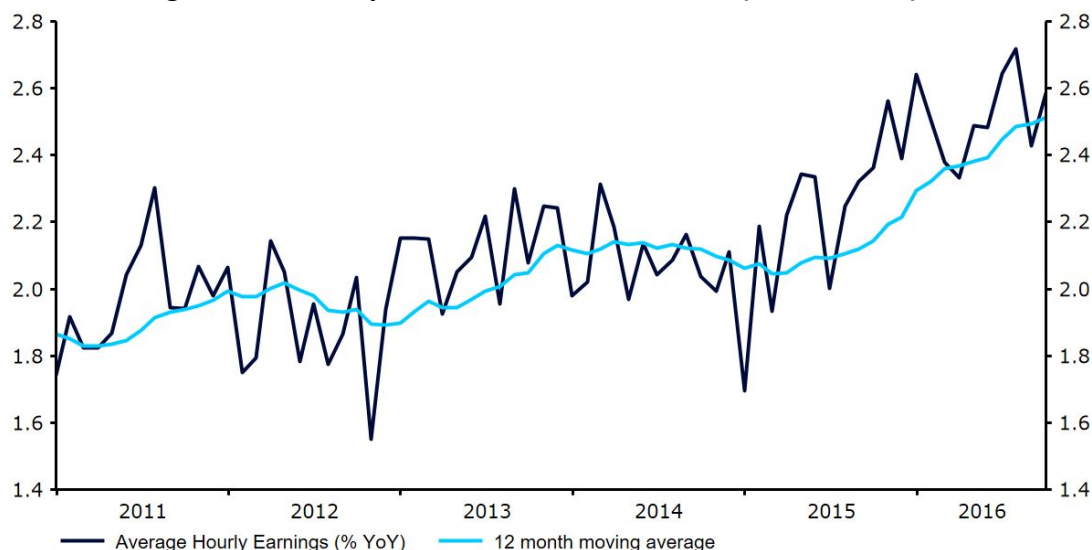
Gráfico 6: Nóminas no agrícolas de Estados Unidos (2010 – 2016)



La tasa de desempleo se incrementó de 4,9% a 5,0%, pero ello se produjo después de un fuerte incremento de la población activa, ya que la buena salud del mercado laboral ha alentado a que un número mayor de solicitantes de empleo busque trabajo. Igualmente,

cabe destacar que los salarios siguen ofreciendo una tendencia al alza, con un aumento del 2,6% en términos interanuales, o del 1,5% en términos reales (gráfico 7).

Gráfico 7: ingresos medios por hora en Estados Unidos (2011 – 2016)



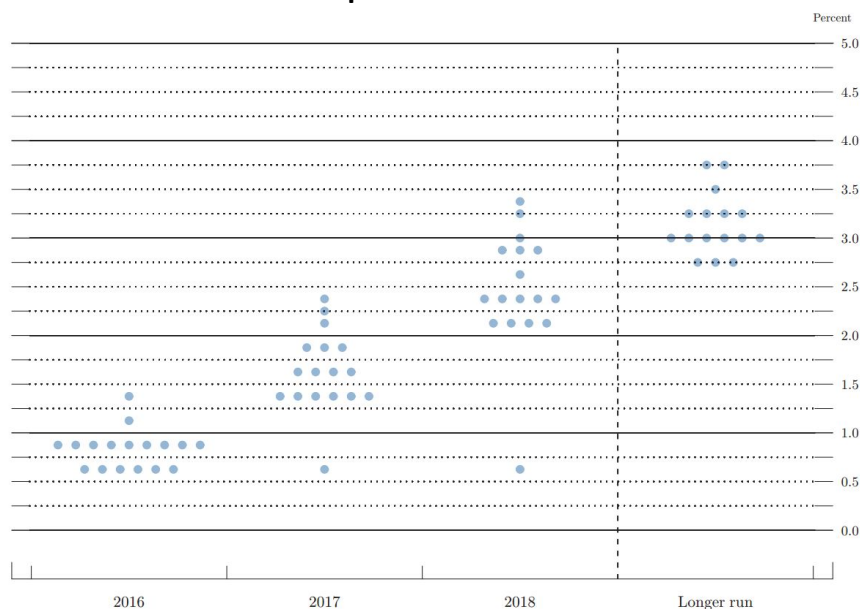
Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

El mercado inmobiliario estadounidense también parece estar recuperándose a gran velocidad, aunque todavía permanece muy por debajo de los niveles previos a la recesión económica. La construcción de viviendas ronda la cifra más alta en ocho años, al tiempo que la venta de nuevas viviendas ha aumentado drásticamente en más de un 12% en julio, en lo que supone los niveles más altos desde 2007.

Si bien el mercado de divisas ha comenzado a prestar atención a las elecciones presidenciales de Estados Unidos que se celebrarán en noviembre, hasta ahora no hemos percibido ninguna reacción destacable en el cambio EUR/USD tras las encuestas de opinión o los debates televisivos. Esta situación probablemente sugiere que los inversores no tienen del todo claro cuál sería el impacto que tendría una victoria electoral de Donald Trump o que han descartado categóricamente esa posibilidad. Las últimas encuestas de opinión han mostrado una creciente ventaja de Hillary Clinton, ya que las predicciones más recientes publicadas por el portal fivethityeight.com muestran un 80% de probabilidades de que sea el Partido Demócrata el que se alce con la victoria. Si bien parece poco probable que presenciemos una subida de tipos en noviembre teniendo en cuenta la fecha de las elecciones, creemos que los asombrosos resultados del mercado laboral de Estados Unidos podría permitir que la Reserva Federal aplicase una subida de tipos de 25 puntos básicos en la próxima reunión del Comité Federal del Mercado Abierto que se celebrará en diciembre. En estos momentos, los mercados financieros estiman que existe un 70% de posibilidades de que se aplique una subida de tipos antes de que finalice el ejercicio. Dado que el

mercado laboral continúa mostrando una dinámica positiva ante la posibilidad de tener tipos más elevados, esperamos ver subidas adicionales a lo largo de 2017 en línea con el "dot plot" de la Fed de septiembre (gráfico 8).

Gráfico 8: "Dot Plot" de septiembre de la Reserva Federal



En nuestra opinión, el aumento gradual de los tipos de interés que aplicará la Reserva Federal debería impulsar la tendencia alcista del dólar estadounidense frente a las principales divisas, especialmente frente al euro y al yen japonés. Sin embargo, estamos aplicando ligeras revisiones a nuestra previsión de final de ejercicio para el cambio EUR/USD teniendo en cuenta el aguante que está mostrando la moneda única.

	EUR/USD	GBP/USD
F-2016	1,04	1,28
T1-2017	0,99	1,30
T2-2017	0,97	1,30
T3-2017	0,96	1,30
F-2017	0,95	1,30
F-2018	0,95	1,30

Euro (EUR)

El euro ha cotizado en uno de los intervalos más ajustados frente al dólar estadounidense que hemos visto en los últimos tiempos, permaneciendo en un rango entre 1,11 y 1,13 durante la mayor parte de los dos últimos meses. No obstante, la divergencia entre las economías europea y estadounidense, principalmente en lo que respecta a sus políticas monetarias y la dirección de sus tipos de interés, ha dejado ver los primeros efectos en el par euro-dólar, presionando al euro a la baja en los últimos días, hasta situarlo en niveles mínimos anuales.

Gráfico 9: EUR/USD (octubre de 2015 - octubre de 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

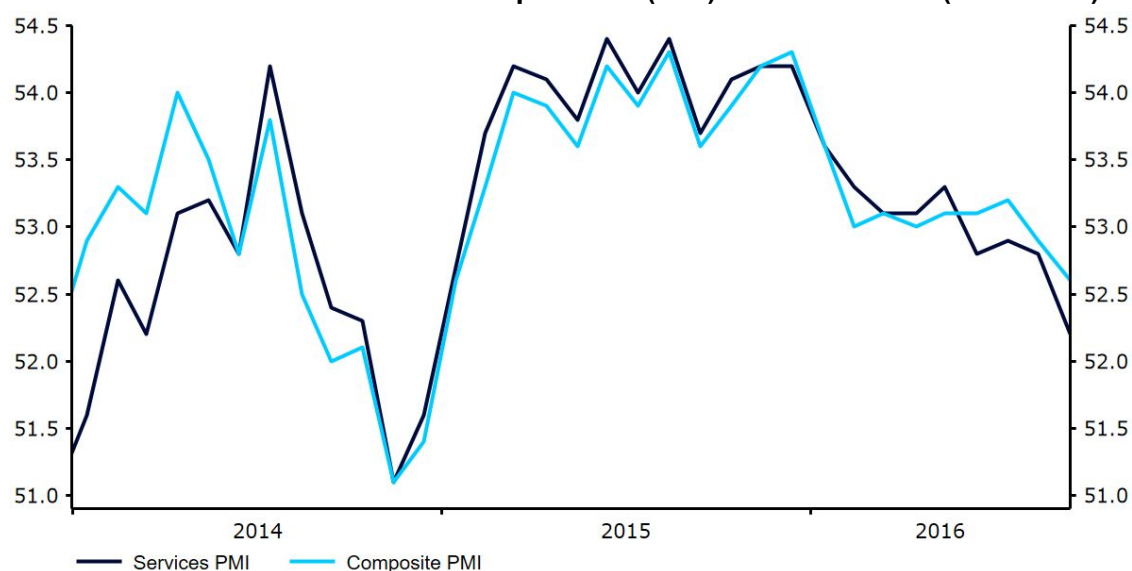
El BCE ha mantenido su programa de flexibilización cuantitativa a gran escala en 80.000 millones de euros mensuales desde marzo al tiempo que mantiene sus tipos de refinanciación y depósito invariables al 0% y el -0,4% respectivamente tras la reunión de septiembre. El Consejo de Gobierno del BCE sorprendió al mercado, e incluso a nosotros, al decidir en sus dos últimas reuniones no ampliar el plazo de su programa de compra de activos más allá del plazo actual marcado para marzo de 2017. Sin embargo, las actas de la reunión publicadas en octubre sí lo hicieron, ya que recogieron la preocupación de que la inflación "todavía no estaba mostrando señales convincentes de un repunte sostenido".

El presidente del BCE, Mario Draghi, todavía no ha dejado claro si se aplicarán nuevas medidas de estímulo económico en su última reunión. Draghi reiteró su punto de vista afirmando que la actual política del organismo que preside estaba funcionando de forma eficaz y culpó a la incertidumbre generada por el Brexit como causa del lento crecimiento

que ha experimentado últimamente la Eurozona. A pesar de las declaraciones de Mario Draghi, creemos que la reciente oleada de noticias económicas poco alentadoras para la Eurozona, especialmente los niveles de inflación constantemente bajos, significan que cada vez es más probable que se produzca una ampliación del plazo de las compras más allá de marzo de 2017. También esperamos que el programa de flexibilización cuantitativa se amplíe al menos seis meses antes de la reunión de diciembre.

El crecimiento económico de la Eurozona continúa siendo muy débil, con un tímido aumento del PIB del 0,3% en el segundo trimestre del año tras el anterior incremento del 0,5% registrado en los primeros tres meses del 2016. Los últimos índices del PMI de la actividad empresarial también se han reducido en lo que llevamos de 2016, y el índice compuesto ha caído en agosto hasta su nivel más bajo en año y medio (gráfico 10). En consecuencia, el BCE rebajó ligeramente sus previsiones de crecimiento para 2017 del 1,7% inicial a un 1,6%.

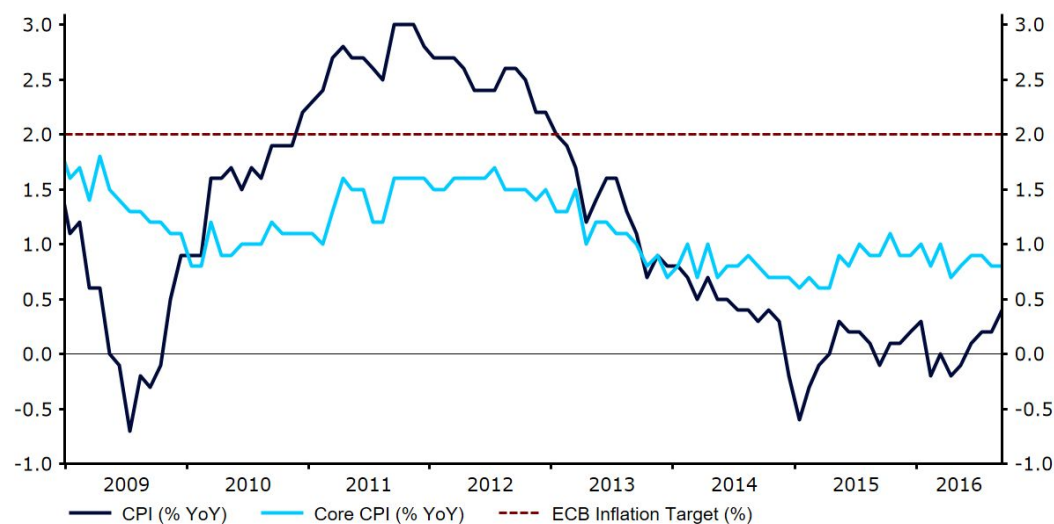
Gráfico 10: Índice de sentimiento empresarial (PMI) en la Eurozona (2014-2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

La inflación de la Eurozona tampoco ha podido experimentar el cambio significativo que esperaba el BCE, y hasta ahora solo ha mostrado un crecimiento negativo, o mínimo, durante todos los meses de los últimos dos años. El BCE modificó a la baja ligeramente sus previsiones de inflación de 2016, pasando de un 1,3% a un 1,2% en septiembre, aunque incluso esta cifra parece optimista dado que el crecimiento de los precios al consumo registró un escaso 0,4% en septiembre (gráfico 11).

Gráfico 11: Tasa de inflación en la Eurozona (2009-2016)



El panorama político europeo continúa marcado por la incertidumbre, especialmente con la futura salida del Reino Unido de la Unión Europea. Italia irá a las urnas en diciembre en un histórico referéndum constitucional para votar sobre una gran diversidad de reformas políticas. Una derrota del primer ministro italiano, Matteo Renzi, podría abrir la posibilidad de unas nuevas elecciones nacionales y que se incremente el apoyo al partido euroescéptico, el Movimiento 5 Estrellas.

Los crecientes problemas políticos que afectan a la Eurozona y la flexibilización de las políticas monetarias del BCE, que cada vez se harán más notorios, ya empiezan a provocar la vuelta a una tendencia negativa del euro frente a las demás monedas principales. Esta tendencia será especialmente acusada frente al dólar estadounidense, debido a la gran divergencia de sus economías y políticas monetarias. Las dos divisas podrían alcanzar un punto de paridad en algún momento del primer trimestre del próximo año.

	EUR/USD	EUR/GBP
F-2016	1,04	0,81
T1-2017	0,99	0,76
T2-2017	0,97	0,75
T3-2017	0,96	0,74
F-2017	0,95	0,73
F-2018	0,95	0,73

Libra esterlina (GBP)

La libra esterlina ha experimentado una importante caída desde mediados de septiembre, acentuada por la creciente preocupación de que la salida del Reino Unido de la Unión Europea podría significar la pérdida de acceso al mercado único. Estos miedos se han incrementado por el recrudescimiento del discurso de la primera ministra del Reino Unido, Theresa May, que en sus intervenciones parecía priorizar más las restricciones en materia de inmigración que la necesidad de asegurar el acceso de los bienes y los servicios británicos al mercado europeo.

La libra se ha desplomado por debajo de los mínimos que siguieron al referéndum del Brexit y, a principios de octubre, ha tocado fondo con su valor más bajo frente al dólar estadounidense desde 1985, al tiempo que se acerca a su mínimo en cinco años frente al euro (gráfico 2).

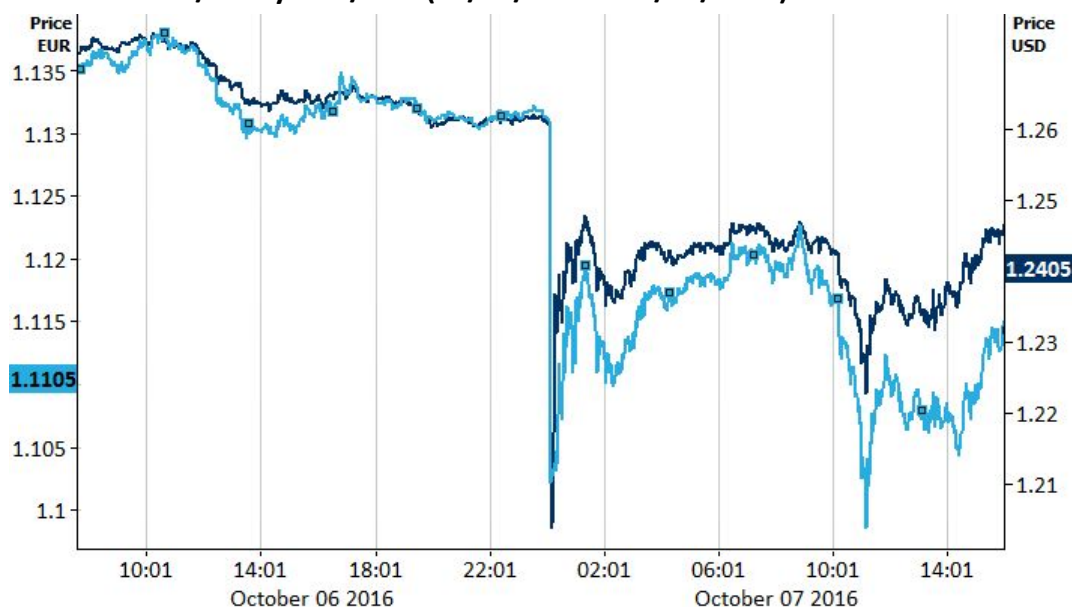
Gráfico 2: Índice de la libra ponderado de acuerdo con el flujo comercial (2011 – 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

Los importantes niveles de volatilidad que viene mostrando la divisa se acentuaron tras el misterioso desplome relámpago ocurrido en la noche del 7 octubre, que provocó que la libra esterlina cayera en picado más de un 6% en cuestión de minutos antes de recuperar la mayoría de sus pérdidas (gráfico 3). Este desplome no fue motivado por la publicación de nuevas noticias, sino por los programas de negociación automática que operan en entornos de liquidez reducida.

Gráfico 3: GBP/USD y GBP/EUR (06/10/2016 – 07/10/2016)



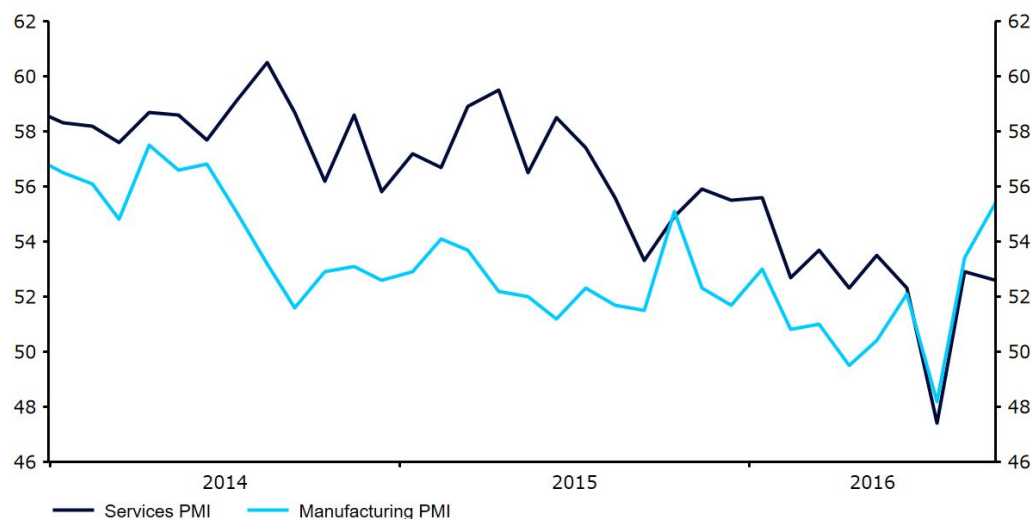
Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/07/2016

A la intensa presión de venta de la divisa le siguieron unas declaraciones de la primera ministra, Theresa May, que dejaron claro que se tomarían medidas para restringir la inmigración. Ello aviva las probabilidades de que presenciemos un Brexit complicado, donde el Reino Unido puede ver seriamente limitado su acceso al mercado común europeo. May ha afirmado que la activación del Artículo 50, que iniciaría una cuenta atrás de dos años para la salida del Reino Unido de la Unión Europea, tendrá lugar antes de finalizar el mes de marzo de 2017.

Sin embargo, durante las últimas semanas parece que la libra esterlina ha ignorado las noticias sobre la economía del Reino Unido, lo que demuestra que han sido menos graves de lo que muchos analistas pensaron en un primer momento. Los temores del Reino Unido de sufrir una recesión directa este mismo año prácticamente se han desvanecido tras la publicación de los índices de sentimiento empresarial (PMI) de la actividad comercial el pasado septiembre, ya que todos los indicadores mostraron valores por encima de lo esperado.

El PMI del sector servicios, que representa cerca del 80% de los resultados económicos totales, cayó ligeramente desde el 52,9 al 52,6 (gráfico 4), pero permaneció muy por encima del nivel de recesión que mostraba el informe de julio. Entretanto, el índice de producción industrial se elevó hasta 55,4, su nivel más alto en dos años, impulsado por el efecto del debilitamiento de la libra esterlina, al tiempo que la cifra del sector de la construcción volvió a alzarse por encima de 50, en lo que representa la primera mejora en 4 meses.

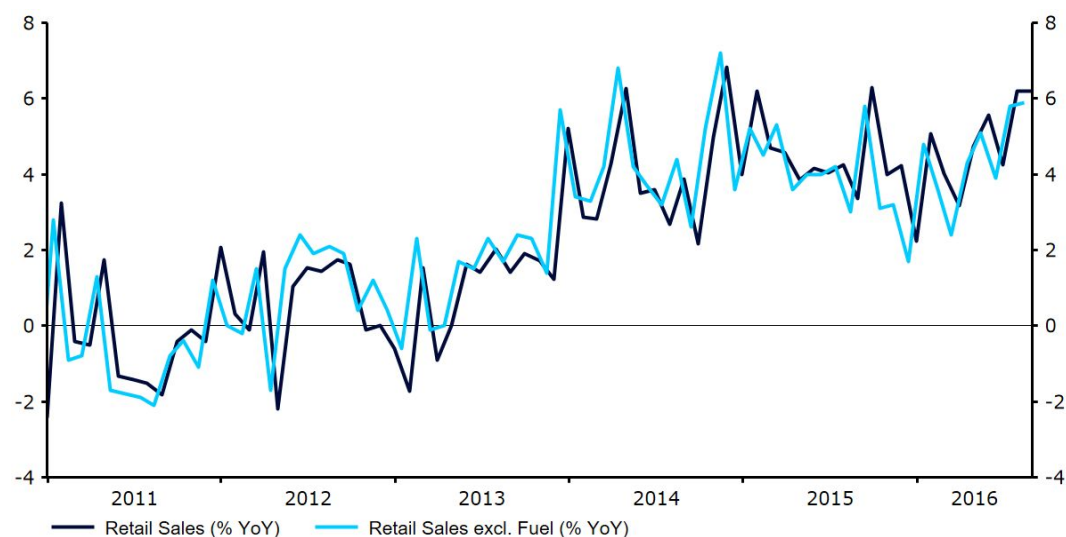
Gráfico 4: Índices de gestores de compras del Reino Unido (2014 – 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

Los consumidores británicos también parecen haberse desprendido de la incertidumbre generada justo después del referéndum sobre el Brexit. El crecimiento de las ventas minoristas se incrementó un 5,9% en comparación con la cifra de julio del ejercicio anterior, lo que ha supuesto la expansión anual más importante desde septiembre del ejercicio pasado (gráfico 5). El desempleo se ha mantenido invariable en el 4,9%, con un crecimiento salarial medio que continúa superando con creces la inflación en más de un 2%.

Gráfico 5: Ventas minoristas de Reino Unido (2011 – 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

En consecuencia, el impacto positivo inmediato de la devaluación de la libra esterlina en el sector industrial y turístico puede estar compensando la agitación de la que fueron objeto la confianza y los planes de inversión del país tras el referéndum.

El discurso de los responsable de política monetaria del Reino Unido ha sido bastante contradictorio desde que el Banco de Inglaterra recortara los tipos de interés a un mínimo histórico del 0,25% y aumentará su programa de flexibilización cuantitativa hasta los 435.000 millones de libras esterlinas en agosto. Kristin Forbes ha afirmado que ella no vio la necesidad de aplicar más recortes al tipo de interés, aunque el gobernador Carney ha expuesto la posibilidad de que se acometa una nueva relajación de la política monetaria en caso de que se produzca la desaceleración económica que se espera. Pensamos que se podrían aplicar medidas de flexibilización adicionales en el caso de que los resultados económicos empeoren, aunque en estos momentos parece poco probable que ocurra antes del final del ejercicio.

Teniendo en cuenta la reciente depreciación que ha experimentado la libra, estamos revisando a la baja nuestras previsiones a corto plazo. Creemos que la divisa británica continuará mostrando altos niveles de volatilidad en los próximos meses. Sin embargo, mantenemos la opinión de que los actuales niveles son insosteniblemente bajos y que las predicciones tremendistas de que se podría producir una situación de paridad entre la libra esterlina y el euro son poco probables:

- Los actuales niveles dejan a la divisa británica notablemente devaluada en relación con cualquier indicador y precio, lo que podría ser el peor resultado posible para las negociaciones del Brexit. Los líderes empresariales, financieros y académicos están presionando al Partido Conservador y existen indicios que revelan que ya se están revirtiendo algunas de las medidas cuestionables más radicales.
- Las expectativas de un aumento de la inflación reducen las posibilidades de que el Banco de Inglaterra aplique más recortes de tipos, al tiempo que esperamos que el BCE anuncie una expansión de la flexibilización cuantitativa en su reunión de diciembre.
- Los niveles actuales de la libra esterlina son mucho más bajos de lo que podrían justificar los diferenciales de los tipos de interés frente a otras economías o incluso la previsión más pesimista a corto plazo para la economía británica.

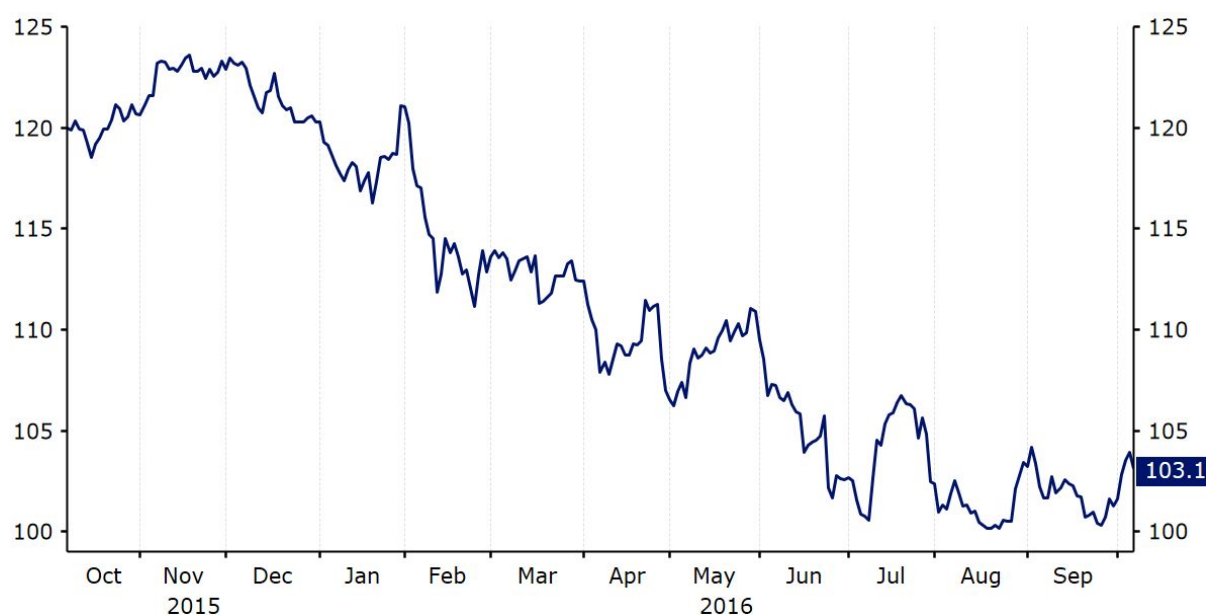
Por tanto, prevemos que se producirá una depreciación a corto plazo de la libra frente al dólar estadounidense, aunque mantenemos nuestra previsión de que la divisa se estabilizará a largo plazo. En nuestra opinión, esto podría provocar una revalorización gradual frente al euro, aunque admitimos que este postulado depende en gran medida de la mejora del entorno político en las negociaciones del Brexit con respecto a la situación actual.

	GBP/USD	GBP/EUR
F-2016	1,28	1,23
T1-2017	1,30	1,31
T2-2017	1,30	1,34
T3-2017	1,30	1,35
F-2017	1,30	1,37
F-2018	1,30	1,37

Yen japonés (JPY)

El yen japonés ha mostrado una gran fortaleza en los últimos meses, siendo hasta ahora la divisa con mejores resultados del G10 en lo que llevamos de 2016. Este ejercicio la divisa ha experimentado una subida de casi el 20% frente al dólar estadounidense entre la creciente incertidumbre de los mercados financieros tras el referéndum del Brexit y por la incapacidad del Banco de Japón para anunciar nuevas medidas de flexibilización (gráfico 12).

Gráfico 12: USD/JPY (octubre de 2015 - octubre de 2016)



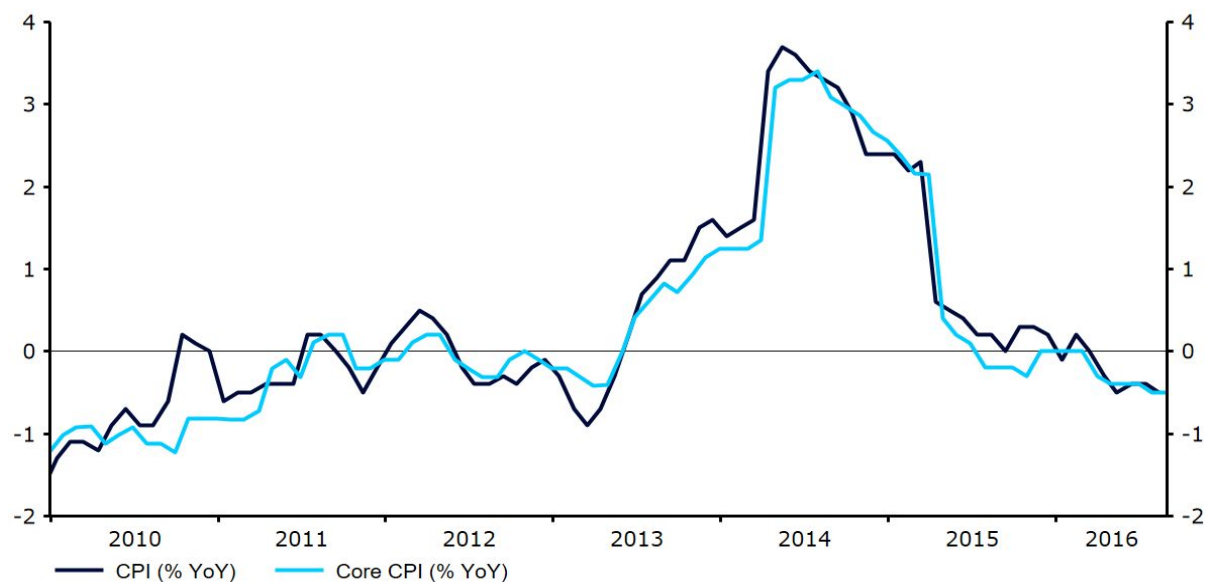
Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

El Banco de Japón (BoJ) ha mantenido su tipo de interés de referencia en el -0,1% y no ha aplicado ningún cambio en su programa de flexibilización cuantitativa a gran escala. En septiembre, los responsables de políticas monetarias se comprometieron a que el tipo de interés de los bonos soberanos a 10 años se mantuviera cercano a cero y que el programa de flexibilización cuantitativa siguiera en marcha hasta que la inflación "superara", y no solo alcanzara, su objetivo del 2%.

Los inversores siguen sin mostrarse sorprendidos por la falta de medidas de flexibilización de calado. La inflación general ha caído drásticamente este año, pisando territorio negativo durante los últimos seis meses. Los precios al consumo siguieron mostrando cifras negativas, descendiendo un nuevo 0,5%, lo que supone su recesión más importante desde mediados de 2013 (gráfico 13). Las previsiones sobre la inflación que sostiene el BoJ parecen

ser cada vez más optimistas y se muestran muy alejadas de la posibilidad de que se apliquen nuevas medidas de estímulo y se produzca una depreciación significativa del yen.

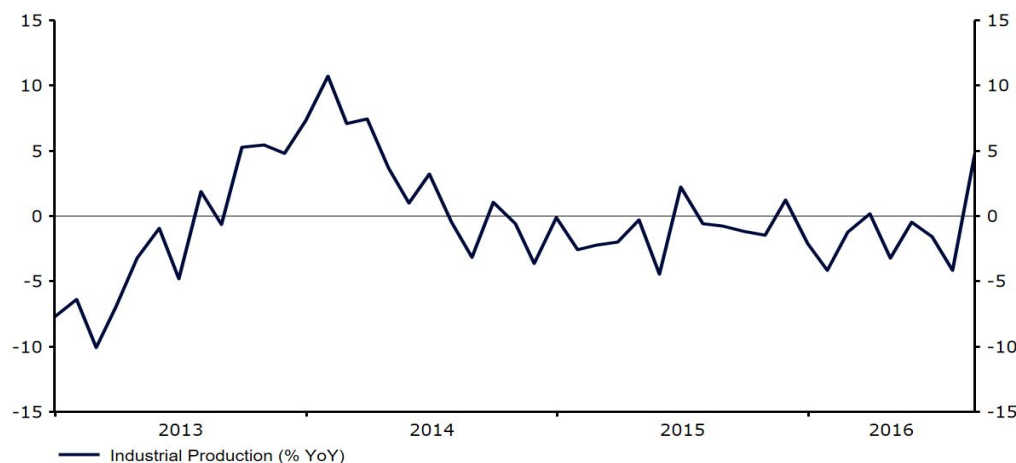
Gráfico 13: Tasa de inflación en Japón (2010 - 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 10/10/2016

El crecimiento económico del segundo trimestre se revisó ligeramente al alza, aunque todavía continúa siendo débil si tenemos en cuenta que la economía solo creció un 0,7% en términos anualizados durante este mismo trimestre. El FMI ahora prevé que la economía japonesa solo experimentará una expansión muy poco significativa, del 0,5% en 2016 y del 0,6% en 2017. No obstante, se han podido observar algunas señales prometedoras en el sector industrial, ya que su índice PMI ha vuelto a alcanzar valores superiores a 50 y está creciendo por primera vez en siete meses. La producción industrial también creció un 4,6% desde el inicio del ejercicio hasta agosto, lo que supone su expansión más importante desde principios de 2014 (gráfico 14).

Gráfico 14: Producción industrial de Japón (2013 - 2016)



El gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, ha seguido dejando la puerta abierta a la posibilidad de que se produzca una mayor expansión de la política monetaria, tal como dejó entrever en las palabras que pronunció el pasado octubre al indicar que el BoJ "no dudará en recortar los tipos de interés o ampliar sus compras de activos en el caso de que sea necesario". Creemos que la desoladora previsión sobre la inflación de Japón será un factor que aumentará la presión para que el BoJ tome cartas en el asunto en su próxima reunión, que se celebrará entre el 31 de octubre y el 1 de noviembre. Esperamos ver algún tipo de flexibilización adicional, lo que podría incluir otro recorte en el tipo de interés por debajo del -0,1% actual.

En nuestra opinión, una expansión de las medidas de flexibilización del Banco de Japón podría motivar una acusada depreciación de los niveles actuales del yen frente al dólar estadounidense.

	USD/JPY	EUR/JPY	GBP/JPY
F-2016	109	113	140
T1-2017	113	112	147
T2-2017	118	114	153
T3-2017	119	114	155
F-2017	120	114	156
F-2018	120	114	156