



Si algo se concluye de la evidencia es que, una vez que arranca, se suele infra estimar la senda de elevación de los tipos.

Normalización monetaria

La publicación del PIB del 2T14 dificulta el diagnóstico de la posición cíclica de la economía mundial. Y es que cualquier análisis debe realizarse teniendo en cuenta, al menos, el dato del primer trimestre, porque la fuerte recuperación de EEUU (+1,0%) y la intensa caída de Japón (-1,7%) en el segundo trimestre del año están condicionadas por el no menos destacado avance y contracción, respectivamente, del trimestre anterior (-0,5% y +1,5%). También el PIB de Alemania en el 2T14 (-0,2%) se ha visto alterado por el buen arranque del año (+0,7%)¹.

Pero hoy me quiero centrar en EEUU y la previsible futura evolución de su política monetaria, tanto en la vertiente convencional como no convencional. La Reserva Federal (Fed) prosigue en la gradual reducción de la compra mensual de bonos (*tapering*). Desde que comenzó el pasado mes de diciembre, no ha acelerado su ritmo (-10.000 millones en cada FOMC), a pesar de la mejoría de los indicadores económicos² y del repunte de la inflación.

Resulta interesante leer el comunicado del Presidente de la Reserva Federal de Filadelfia, Plosser³, el único que por el momento se opone al consenso. Plosser es el único miembro del FOMC que pide una adaptación de la estrategia de salida a un contexto más favorable que el que había cuando se decidieron las últimas medidas de política monetaria no convencional. Más allá del ejercicio de transparencia que supone la publicación del argumento de este voto en contra, sirve para intensificar el debate sobre el momento en el que la Fed deberá comenzar a subir los tipos de interés. Hace un año Bernanke amagó, y la reacción del tramo largo de la curva de tipos de interés del dólar (así como la de los mercados emergentes) fue clara. Ahora la situación

CRECIMIENTO DEL PIB* (%)

trimestral	2T-14	1T-14	4T-13	3T-13	2T-13	1T-13
EEUU	1,0	2,4	-0,5	0,9	1,1	0,4
Japón	-1,7	0,0	1,5	0,0	0,4	0,9
Reino Unido	0,8	3,2	0,8	0,7	0,8	0,5
UME	0,0	0,7	0,2	0,3	0,1	0,3
Alemania	-0,2	1,3	0,7	0,5	0,3	0,8
Francia	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,7
España	0,6	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,1
Italia	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,6

* En tasa trimestral salvo 2T14, también interanual.

Fuente: Bloomberg.

COMPRA MENSUAL DE BONOS POR PARTE DE LA FED Y VARIACIÓN (%)

Fecha	Compra mensual	Variación
Hasta dic-13	85.000	
18-dic-13	75.000	-10.000
29-ene-14	65.000	-10.000
19-mar-14	55.000	-10.000
30-abr-14	45.000	-10.000
18-jun-14	35.000	-10.000
30-jul-14	25.000	-10.000
17-sep-14	15.000	-10.000
29-oct-14	-	-15.000
17-dic-14		

Fuente: Fed y Afi.

DAVID CANO es socio de Afi y director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un segundo minuto de más: el capital pagado a los proveedores. Descuentos al proveedor de inversión a corto plazo de 1 mes y 3 meses para mejorar su rentabilidad, con total seguridad y disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

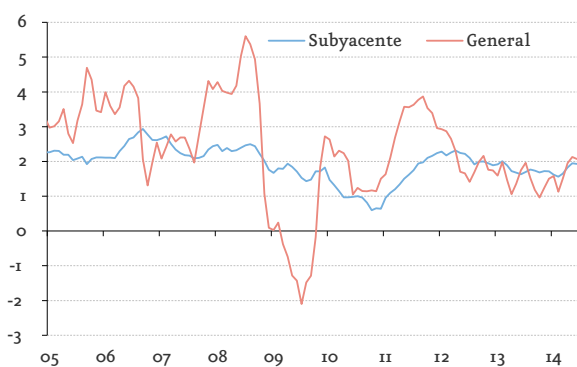
UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



Evolución de la inflación en EEUU

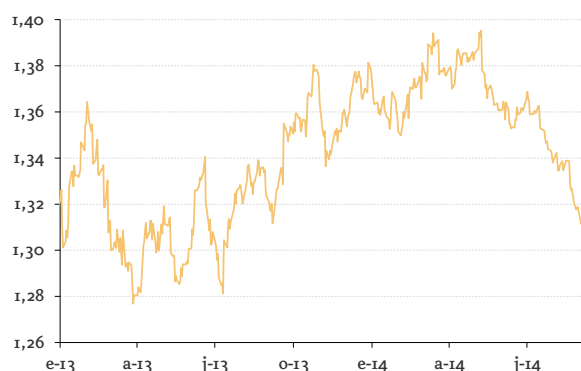
(%)



Fuente: Bloomberg.

es distinta. El debate gira en torno al nuevo tipo de interés neutral, que podría no ser la tradicional suma del crecimiento y la inflación, es decir, del orden del 4%. Algunos economistas apuntan a una tasa menor (3,5%) justificándolo, entre otros motivos, en el mayor nivel de endeudamiento de los agentes. Otros colegas, aun aceptando la utilidad de las reglas tipo Taylor, lo que argumentan es que será difícil ver en el actual ciclo expansivo avances del PIB superiores al 1,5% y, con ello, que la normalización monetaria se alcanzará en una tasa menor a la observada históricamente. Pero si algo se concluye de la evidencia es que, una vez que arranca, se suele infra estimar la senda de elevación de los tipos. Tendremos tiempo a partir de la próxima primavera para debatir sobre el nivel de llegada de los *Fed Funds*. Lo relevante, por ahora, es la construcción de un consenso sobre la necesidad de comenzar a endurecer la política monetaria en EEUU. Y en el Reino Unido, cuyo banco central casi con toda probabilidad se adelantará a la Reserva Federal.

Evolución del tipo de cambio dólar - euro



Fuente: BCE.

El contraste sigue siendo, y cada vez más intenso, el Área euro. La excesivamente reducida tasa de inflación, el elevado desempleo, el anémico crecimiento del PIB, las negativas perspectivas de crecimiento del crédito bancario (por más que se apliquen las nuevas TLTRO), etc. no hacen posible anticipar una elevación del repo en los próximos 18 a 24 meses. Es más, no se debería enfriar el debate sobre la posible ejecución por parte del BCE de algún programa de compra de instrumentos de renta fija pública. Divergencias monetarias, por tanto, entre EEUU, el Reino Unido y la UME que intensificarán los diferenciales de tipos de interés en los distintos tramos de las curvas y, con ello, deberían condicionar la evolución de los tipos de cambio, favoreciendo una depreciación del euro. Precisamente, uno de los movimientos más destacados de las últimas sesiones está siendo la evolución del tipo de cambio del euro, que ha perdido valor frente a la mayoría de las monedas, en un movimiento que podría no haber hecho más que comenzar ::

¹ Cuidado con los mensajes catastrofistas sobre la economía alemana.

² Más allá de las distorsiones comentadas al principio, creo que el balance que se puede hacer de la economía estadounidense es positivo. Ciertamente crecimientos por debajo del 2,0% son inferiores a lo que se esperaba hace unos meses, pero son tasas de avance envidiables y que avalan la eficacia de las medidas tomadas por la Reserva Federal desde el año 2008. Es tiempo de ir corrigiéndolas.

³ <http://www.philadelphiafed.org/newsroom/press-releases/2014/080114.cfm>

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un céntimo cuando se trata de estas pérdidas a sus cuentas. Descarga las fichas de inversión a corto plazo de Unicaja y aprovecha para mejorar el rendimiento de sus cuentas con total seguridad y disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

