



2014 ha sido un año de dificultades estructurales, en el que hemos visto muchas “idas y venidas” y con múltiples focos de incertidumbre, aunque con cierta mejoría del pulso macroeconómico. Las tensiones geopolíticas también han estado muy presentes, con el conflicto entre Ucrania y Rusia, reavivando fantasmas de la guerra fría entre este último y occidente. Por otro lado, la desaceleración de países como Francia e Italia han lastrado el crecimiento de la Eurozona debido a su pasividad a la hora de tomar medidas estructurales, así como la incertidumbre en Grecia y las crecientes presiones anti-europeístas que se pusieron de manifiesto tras las elecciones de mayo al parlamento europeo, además de los pulsos separatistas escoceses y catalanes.

Finalmente, pero no por ello menos importante, destacar la caída del precio del petróleo desde mitad de año (aunque acelerada desde noviembre) y que ha afectado principalmente a la economía rusa. En pocos meses, el precio del crudo ha caído prácticamente a la mitad, motivado principalmente por una cuestión de oferta.

Durante este trimestre, EEUU ha terminado con éxito su proceso de tapering, sin tocar de momento los tipos de interés, que se mantienen en mínimos históricos. Por otro lado, la inflación estimada de este último trimestre se encuentra en 1,5% alejándose del target del 2,0%. Destacamos la fortaleza en el crecimiento de la economía americana de los últimos datos registrados y la mejora del mercado laboral, registrando tasas de desempleo cercanas al 6%.

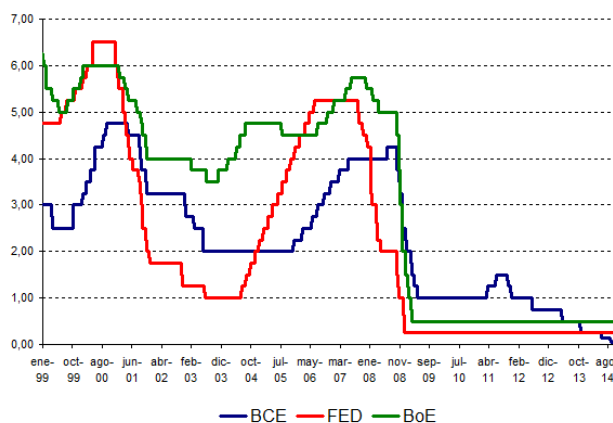
En Europa, los datos económicos han castigado especialmente a Italia (PIB anualizado estimado para el cuarto trimestre -0,4%) y Francia (+0,3%), que unido a la incertidumbre respecto a las elecciones griegas y las elecciones a finales de 2015 en España (además del conflicto catalán), crean mucha incertidumbre en el desarrollo de la macro de la eurozona. Lo que ha hecho que las expectativas de crecimiento de las principales economías contribuyentes, como son la española y la germana, se hayan visto mermadas.

Por otro lado, UK está padeciendo en parte esta ralentización de la eurozona, junto a la desaceleración de su mercado inmobiliario, registrando tasas de crecimiento en el tercer trimestre del 2,6%. Por otro lado, la inflación no termina de alcanzar el objetivo del 2% marcado por el BoE, con estimaciones del 1,2% para el último trimestre.

En Japón, las dudas siguen alrededor de las políticas tomadas por el Banco de Japón que no terminan de impulsar la economía nipona como estaba previsto. A finales de octubre el BdJ volvió a sorprender a los inversores ampliando su programa de estímulos en 20 billones de yenes, hasta los 80 billones de yenes al año.

A nivel global no se debe olvidar a China, que ha sufrido revisiones en sus previsiones de crecimiento a la baja, generando dudas en torno a la recuperación de emergentes.

Tipos Bancos Centrales



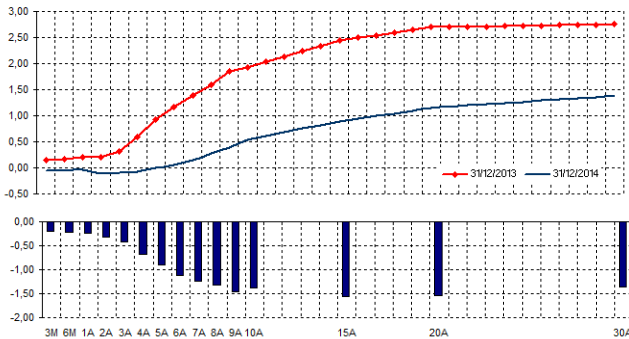
La Reserva Federal estadounidense, en la última reunión ha revisado al alza sus perspectivas económicas para los dos próximos ejercicios, aunque espera que la inflación se mantenga por debajo del 2%, debido a la presión de los precios energéticos. Pese a haber abandonado la premisa de que los tipos de interés permanecerían bajos durante un tiempo considerable, el mensaje de fondo sigue siendo muy acomodaticio. La Fed será “paciente” a la hora de comenzar a normalizar su política monetaria.

El BCE, en su última reunión del año, mantuvo sin cambios los tipos oficiales y los parámetros de la política no convencional. Reconoció que la actividad económica y la inflación están siendo más débiles de lo esperado. Este escenario, ha motivado que la curva del mercado interbancario permaneciera en niveles mínimos de 0.32%



## INFORME MACRO Y MERCADOS 4º Trimestre 2014

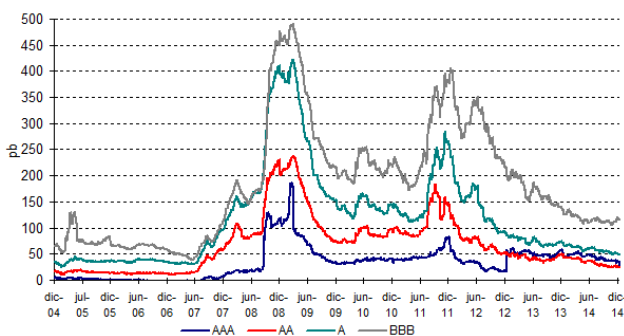
Zona Euro. Evolución de los tipos interés



El incremento de flujos hacia activos seguros (flight to quality) al hilo de los focos de inestabilidad a nivel global (caída del crudo y la crisis de Rusia) y a nivel europeo (las desavenencias políticas en Grecia) ha favorecido nuevos descensos de la rentabilidad de la deuda en la Zona Euro. La rentabilidad de la deuda a diez años en la Zona Euro ha cerrado en niveles del 0,60% desde el 1,93% de inicio de año.

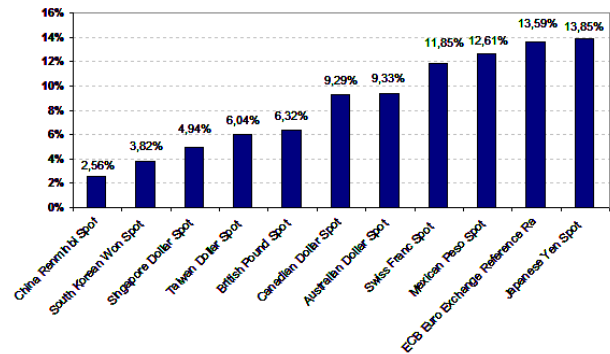
La renta fija privada ha seguido experimentando una reducción generalizada de los spreads corporativos en sus diferentes calificaciones crediticias, tanto en High Yield (HY) como en Investment Grade (IG).

Spreads Renta Fija Crédito IG EUR s/ Asset Swap



El tipo de cambio del Euro ha seguido debilitándose, llegando a cambiarse a 1,22 dólares, el valor más bajo en dos años. El efecto sobre la moneda europea de las divergencias existentes entre las políticas monetarias de EE.UU y la Zona Euro, tenderá a acrecentarse a media que se vislumbre la puesta en marcha del programa de compra de activos (QE). De esta manera, el Euro cierra el año depreciándose un 13,59% respecto al dólar, en nivel de 1,21\$/€.

Evolución YTD 2014 USD



La renta variable se mantiene como el activo que ofrece la mejor relación rentabilidad-riesgo. Sin embargo, existen riesgos que no podemos obviar, como son las dudas en el escenario macro europeo, la brusca caída del precio del petróleo, riesgos geopolíticos y el inicio del proceso de subida de tipos en EEUU, algunos argumentos que pueden frenar en el fondo el apetito por el riesgo y nos llevan a mantener una cierta prudencia en las posiciones.

Tras un primer semestre de 2014 en el cual los principales índices bursátiles experimentaron fuertes revalorizaciones, la segunda parte del año estuvo marcada por las incertidumbres en relación a las perspectivas de crecimiento en la zona euro, ciertos riesgos políticos (Rusia y Grecia) y el fuerte descenso del precio del petróleo. En este sentido, los principales índices europeos terminaron 2014 registrando un comportamiento prácticamente plano (DAX 30 +2,7%, Euro Stoxx 50 +1,2%, CAC 40 -0,5% y FTSE 100 -2,7%), siendo el Ibex 35, con un +3,7%, el que registró una mejor evolución.

Las bolsas de los países desarrollados han liderado las subidas, volviendo a ser la bolsa americana por sexto año consecutivo la que ha manifestado mejor comportamiento. Así, el S&P-500 cerraba el año con una subida del +11,4%, el Nikkei del +7,1%; MSCI World +2,9%; siendo los Emergentes los que más han sufrido, con una caída del índice del -4,6%

Respecto a la ronda de resultados empresariales correspondientes a los nueve primeros meses del año, el 74,5% de las empresas norteamericanas que presentaron resultados superaron las previsiones de los analistas. Por el contrario, el 16,6% reportaron por debajo de lo que se esperaba, dejando un 8,8% de compañías en línea con lo esperado. Las estimaciones para 2015 han crecido respecto a las estimaciones del año 2014, situándose en Estados Unidos para el S&P500 en los 123,6 \$/acción, lo que



## INFORME MACRO Y MERCADOS 4º Trimestre 2014

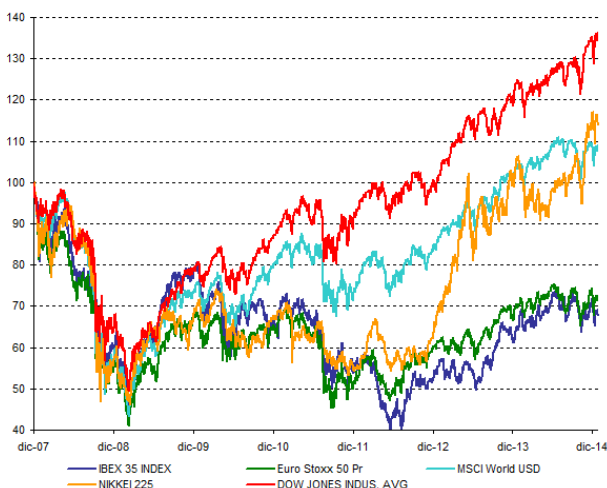
supone un incremento del 7,6%, y en Europa, las estimaciones para 2015 se sitúan en 238,2 €/acción, suponiendo una subida del +8,7%.

A nivel sectorial en Europa en el trimestre, la tendencia ha sido más bien positiva. A este respecto, las rentabilidades positivas son encabezadas por el sector Travel & Leisure, que se ha revalorizado un 12,0%, seguido de Automobiles & Parts, con una subida del 10,1%. Por el lado negativo, las bajadas han sido lideradas por Oil & Gas, que se deja un 18,6%, y por Basic Resources, que pierde un 7,3% en el trimestre.

por parte de la OPEP, habrá que seguir su desarrollo y ver cómo afecta al crecimiento global. Por su parte, en la eurozona el foco estará en la cantidad y efecto del QE y cómo afectará a las divisas. Además, habrá que ver el efecto sobre el crecimiento en la economía, de las medidas estructurales llevadas a cabo por algunos países europeos, mientras que otros que también las necesitan no las están implementando.

Respecto a emergentes, estaremos pendientes de si la nueva inyección de dinero tendrá el mismo efecto sobre éstos que el QE americano y su posterior taper. La realidad de estos países está viéndose comprometida por la “guerra de divisas”, que está afectando a los resultados de las empresas presentes en zonas geográficas emergentes, y por la evolución de las materias primas.

Mercados Renta Variable



	2010	2011	2012	2013	1T14	2T14	3T14	4T14	YTD 2014
Dow Jones	11,02%	5,53%	7,26%	26,50%	-0,72%	2,24%	1,29%	4,58%	7,52%
IBEX 35	-17,43%	-13,11%	-4,66%	21,42%	4,27%	5,64%	-0,90%	-5,04%	3,66%
MSCI World USD	9,55%	-7,61%	13,18%	24,10%	0,77%	4,15%	-2,58%	0,66%	2,93%
DJ Euro Stoxx 50	-5,81%	-17,05%	13,79%	17,95%	1,69%	2,11%	-0,07%	-2,46%	1,20%
NIKKEI 225	-3,01%	-17,34%	22,94%	56,72%	-8,98%	2,25%	6,67%	7,90%	7,12%
MSCI World EUR	17,16%	-4,53%	11,45%	18,74%	0,75%	4,85%	5,59%	5,09%	17,21%

En resumen, acaba un año de muchos altibajos, en el que las situaciones geopolíticas y los regionalismos europeos han incrementado el peso de los partidos no tradicionales, potenciados después de los resultados de las elecciones europeas debido en parte a la crisis. Habrá que ver qué depara el 2015 con unas posibles elecciones griegas a principios de año, y unas seguras elecciones españolas a finales del cuarto trimestre.

Por otro lado, como motor global, EEUU se perfila como líder del crecimiento, que tras terminar su proceso de taper durante el año, parece que la macro le acompaña. Aunque habrá que tener muy en cuenta la evolución del precio del petróleo y las consecuencias que conlleva mantener la producción