

## G3: Revisión de previsiones

### US Dólar (USD)

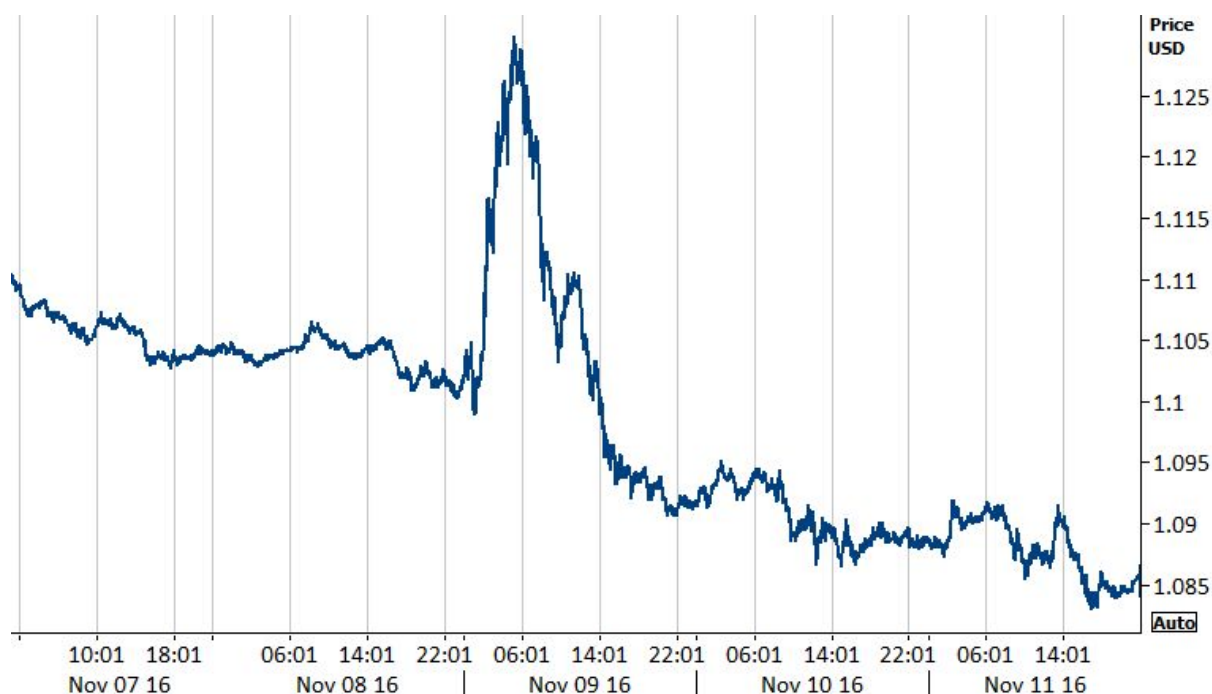
Los mercados financieros fueron golpeados tras la noticia de que Donald Trump había causado uno de los mayores trastornos en la historia política reciente asaltando con una cómoda victoria en las elecciones presidenciales sobre la demócrata Hillary Clinton.

Los inversores fueron sorprendidos por el anuncio, ya que una victoria de Clinton habría sido bien recibida por los mercados. La reacción del dólar fue negativa.

Este cayó bruscamente durante las primeras operaciones asiáticas en la noche de las elecciones, depreciándose un 2% frente al euro, cerca del 3% frente al yen japonés y entre 1-2,5% frente a las demás monedas del G10.

Sin embargo, el dólar se recuperó de nuevo después de esta fuerte venta inicial (Gráfico 1), con el mercado llegando a la conclusión de que una presidencia de Donald Trump podría ser positiva para el crecimiento en los EE.UU. En términos críticos, la probabilidad de la subida de tipos de la Fed en diciembre aumentó fuertemente.

Gráfico 1: Evolución EUR/USD (06/11/2016 - 11/11/2016)



Fuente: Thomson Reuters Fecha: 14/11/2016

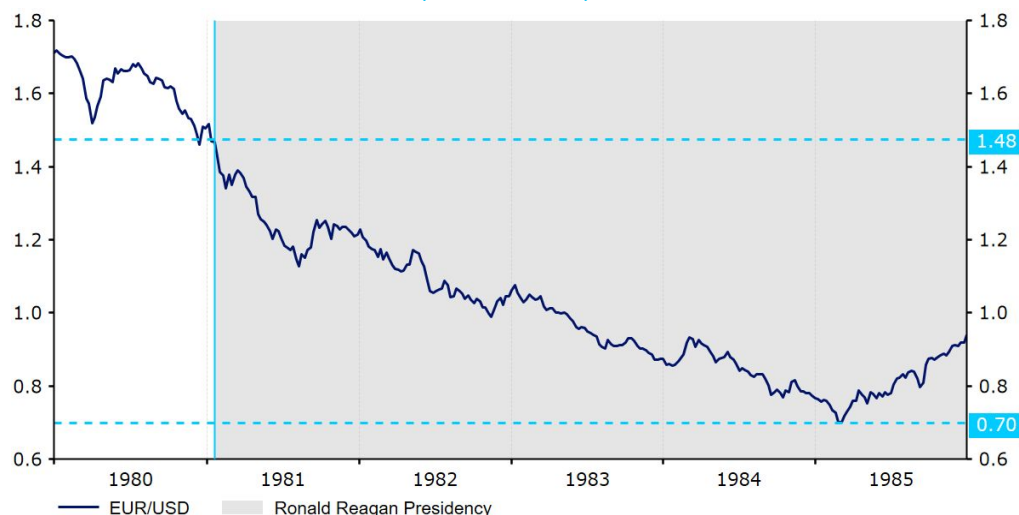
## Reducciones de impuestos y gastos fiscales en el camino

Las políticas económicas de Trump nunca han estado completamente claras durante su campaña electoral y tiene la habilidad de cambiar de opinión. Sin embargo, algunos temas consistentes han surgido. En primer lugar, una de las promesas de Trump es que se vea un aumento significativo en el estímulo fiscal en los EE.UU. el próximo año. Debido a esto se podría llegar a invertir hasta 1 billón de dólares en infraestructura y aumentar los gastos de defensa, un marcado contraste con las políticas fiscalmente conservadoras históricamente favorecidas por los republicanos. También ha prometido introducir una serie de reducciones de impuestos a gran escala, posiblemente las más drásticas en más de 30 años, en un intento de fomentar un crecimiento económico más rápido.

Si bien los planes para reducir los impuestos y aumentar el gasto podrían aumentar significativamente el déficit público en los próximos dieciocho meses, el efecto a corto plazo sobre el crecimiento probablemente será positivo y debería compensar gran parte de los efectos negativos de sus restricciones comerciales a las exportaciones de EE.UU., que representan menos del 15% del PIB estadounidense. También es probable que estas restricciones sean algo amortiguadas por el Congreso de libre comercio (aunque controlado por los republicanos).

El precedente histórico de recortes fiscales más parecido a Trump fue Ronald Reagan, elegido presidente en enero de 1981. Cabe señalar que su presidencia comenzó con una de las mayores apreciaciones del dólar en los últimos cincuenta años, de más del 50%. El EUR/USD pasó de alrededor de 1,50 a 0,70 durante los primeros cinco años de su estancia en la Casa Blanca (Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución EUR/USD (1980 - 1985)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 14/11/2016

¿Cuáles serían los siguientes pasos para la Reserva Federal?

Como consecuencias inmediatas del resultado electoral, los mercados descontaron la posibilidad de un alza de tipos de interés por parte de la Fed este año. Sin embargo, pensamos que ahora hay un argumento razonable de que la Reserva Federal podría subir los tipos a un ritmo aún más rápido de lo que la mayoría de los analistas habían previsto originalmente. De hecho, los mercados están previendo casi una certera subida para diciembre.

Los planes fiscales expansivos de Trump significan que el crecimiento podría sorprender al alza el próximo año, y aunque sus planes de gasto podrían tomar un tiempo para filtrarse a la economía real, inevitablemente mejorará el crecimiento a medio plazo. Históricamente, el alto crecimiento conduce a altas tasas de interés (abajo), y así ampliaría la creciente divergencia tanto en el desempeño económico como en la política monetaria entre Estados Unidos y la zona euro. Además, sus planes para introducir nuevas barreras a las importaciones probablemente aumentarían la inflación, y existe el riesgo de que el crecimiento de los precios pueda superar el objetivo del 2% de la Fed en 2017.

Crecimiento

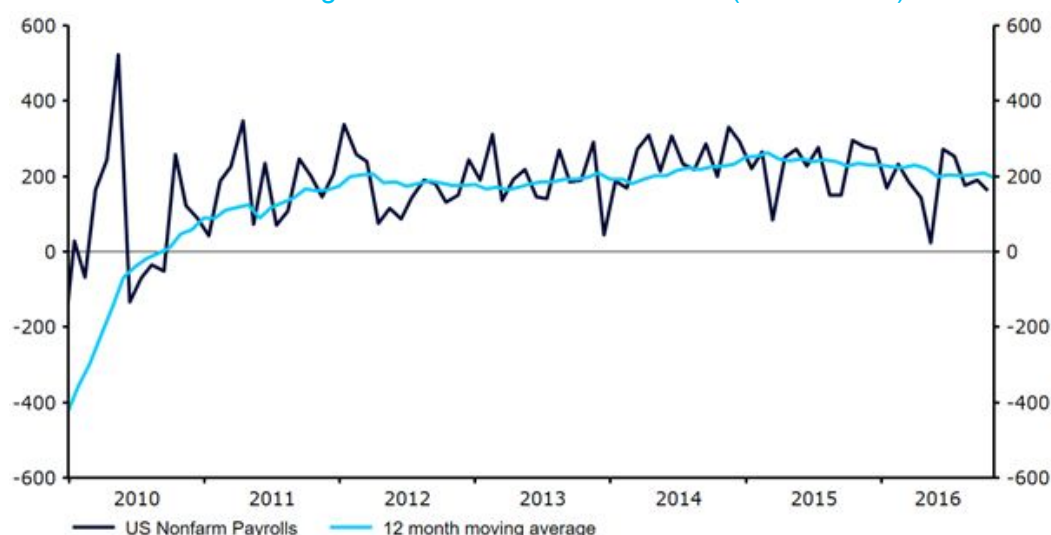
		Bajo	Alto
Tipos de interés	Bajo	Bajista para la moneda [Eurozona]	
	Alto	El impacto depende de las perspectivas de crecimiento futuro [EM]	Alcista para la moneda [US]

Trump criticó fuertemente a la Fed durante su campaña electoral por retrasar el proceso de aumento de tipos. Una vez en el cargo, Trump tendrá que optar por completar dos vacantes de la mesa de siete miembros del FOMC y podría optar por elegir dirigentes más agresivos para sustituir tanto a la presidenta Janet Yellen como al vicepresidente Stanley Fischer cuando sus mandatos terminen en 2018.

Por lo tanto, mantenemos la opinión de que la Reserva Federal subirá los tipos de interés en la reunión de diciembre y esperamos declaraciones de los encargados de formular políticas en las próximas semanas para preparar el mercado para tipos más altos el próximo año. El miembro del FOMC, John Williams, ya rechazó la idea de que el resultado de las elecciones podría descarrilar los planes de la Fed de aumentar gradualmente los tipos de interés y los mercados están fijando un 85% de posibilidades de subida en diciembre comparado con menos del 80% antes de las elecciones. El vicepresidente de la Fed, Fischer, también habló sobre la necesidad de tasas más altas desde las elecciones.

Creemos que las noticias económicas de EE.UU. garantizan tipos más altos por parte de la Fed. El informe de trabajo de EE.UU. en octubre tuvo un resultado sólido para la economía de EE.UU. con la generación de 156.000 puestos de trabajo en septiembre, continuando con la tendencia positiva en el empleo americano (gráfico 3). La media móvil de doce meses se ha mantenido por encima de 200.000 durante los últimos dos años y medio.

Gráfico 3: Nóminas no agrícolas en los Estados Unidos (2010 - 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 11/11/2016

El desempleo cayó de nuevo al 4,9%, frente al 5,0%, mientras que los salarios continúan aumentando a un ritmo muy saludable de 2,8% interanual, o 1,3% en términos reales. La inflación también ha mostrado una recuperación bastante importante en los últimos meses,

aumentando a 1,5% en septiembre (gráfico 4), no muy por debajo del objetivo del 2% del banco central.

Gráfico 4: Tasa de Inflación estadounidense (2010 - 2016)



En la reunión de noviembre de la Reserva Federal, el FOMC se dividió 8-2 a favor de mantener los tipos sin cambios, aunque prepararon el terreno para una subida en diciembre. Pensamos que la victoria de Trump significa que siguen en el camino para aumentarlas este año y aproximadamente 2-3 veces el próximo año. La publicación de una 'parcela de puntos' actualizada en diciembre nos dará una indicación de si esta suposición permanece intacta.

Ya hemos visto una reacción positiva en el dólar de EE.UU. como respuesta a la presidencia de Trump. El crecimiento más alto y el aumento gradual de los tipos de interés por parte de la Fed el próximo año deben continuar apoyando la moneda, y mantenemos nuestra opinión de un fortalecimiento continuo del dólar frente a casi todas las principales divisas en 2017, particularmente frente al euro.

	EUR/USD	GBP/USD
F-2016	1,04	1,25
T1-2017	0,99	1,27
T2-2017	0,97	1,28
T3-2017	0,96	1,28
F-2017	0,95	1,28
F-2018	0,95	1,28

## Libra Esterlina (GBP)

La moneda esterlina se ha recuperado bien en las últimas semanas, emergiendo como la única divisa importante que se ha fortalecido contra el dólar estadounidense desde que se hizo oficial que Donald Trump sería el próximo presidente de EEUU. La divisa de Reino Unido se ha alzado a casi máximos de 2 meses contra el euro, mientras que revertía todas sus pérdidas contra el dólar desde el “Flash Crash” a principios de octubre cuando la divisa caía a su posición más débil desde 1985 (gráfico 5).

Gráfico 5: Evolución GBP/USD & GBP/EUR (Mayo '16 – Noviembre '16)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 11/11/2016

La decisión del Tribunal Supremo en noviembre, que aseguraba que el parlamento deberá votar la activación del Artículo 50 para empezar el proceso formal de 2 años en el que Reino Unido dejará la Unión Europea, ha aportado un apoyo considerable a la libra. Creemos que esto reduce el riesgo de un “Brexit duro” y que probablemente retrasará el momento en el que la Primera Ministra Theresa May pueda activar el artículo 50. Según ella esto ocurriría en marzo de 2017 como muy tarde, pero esa fecha límite parece cada vez menos realista.

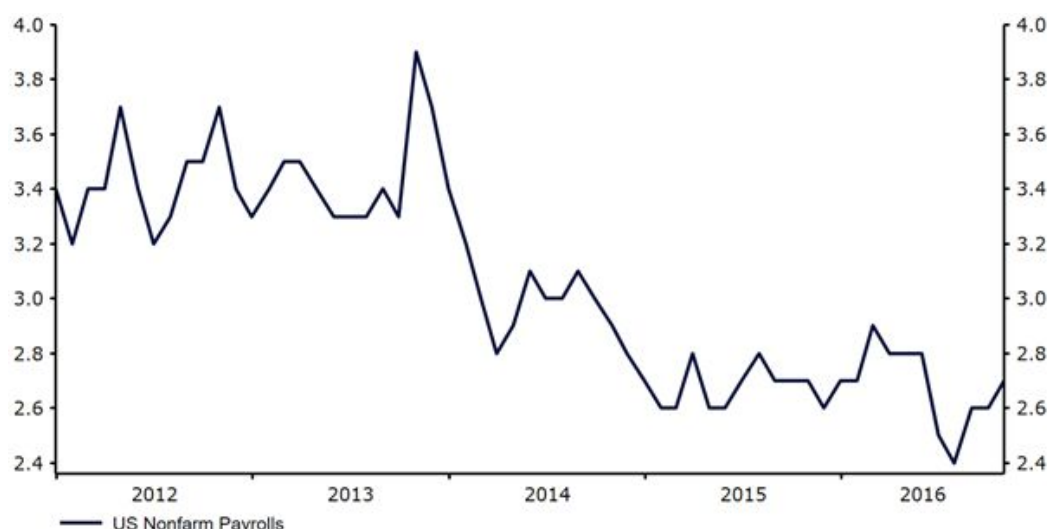
La libra también se ha alzado como resultado de la victoria electoral de Donald Trump. El riesgo de un incremento en el apoyo de movimientos anti-sistema, particularmente en Europa, ha cobrado importancia desde la victoria de Trump. Los riesgos añadidos de origen político empiezan a tener más protagonismo fuera del Reino Unido. Europa se enfrenta a distintas elecciones políticas de alto nivel en los próximos meses, donde destacan las de Italia, Francia y Alemania. La moneda esterlina también se ha fortalecido con los

comentarios positivos de Trump y Theresa May en cuanto a la esperanza de que el Reino Unido tenga un camino más fácil para negociar un tratado de comercio con EEUU.

Además, la libra se ha visto significativamente fortalecida por los comentarios menos pesimistas por parte del Banco de Inglaterra. En la reunión del banco central en noviembre, los responsables votaron por mantener los tipos sin cambios tras su reunión de dos días sobre política monetaria, tal como se esperaba. Los 9 miembros del comité votaron a favor de mantener los tipos de interés, desafiando las expectativas que esperaban un resultado de 8-1. Por otro lado, el banco central sorprendió al mercado ligeramente al abandonar su preferencia por la flexibilización monetaria y casi confirmando que no volverá a reducir los tipos de interés este año, citando entre otros factores el rápido declive de la libra. El gobernador Mark Carney confirmaba en sus declaraciones que “el Banco de Inglaterra tiene una preferencia neutral de aquí en adelante”, abandonando peticiones en agosto para una flexibilización adicional de las condiciones monetarias cuando se recortaron los tipos a un mínimo récord del 0,25%.

Como parte de su informe trimestral sobre inflación, el BoE también incrementó fuertemente sus previsiones de crecimiento e inflación. El comité sobre política monetaria ahora espera que la inflación llegue al 2,7% para estas fechas el próximo año, con el crecimiento llegando al 1,4% en 2017 en lugar del 0,8% de acuerdo con los pronósticos anteriores. Un incremento en la inflación como resultado de un desplome post-referéndum de la libra significa que es poco probable que veamos recortes adicionales en los tipos de interés desde el Banco de Inglaterra el año que viene.

Gráfico 6: Expectativas de Inflación para los próximos 5 años [YouGov] (2012 - 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 11/11/2016

Las noticias económicas salidas de la economía de Reino Unido también le ha dado razones al Banco de Inglaterra para ser optimista. El PMI de servicios volvió a subir en octubre, incrementando hasta máximos de 9 meses a 54,5 y está bastante por encima del nivel recesionario publicado en julio (gráfico 7). Mientras tanto, el índice manufacturero se ha mantenido cómodamente por encima de 50 lo que denota expansión, registrando un 54,3 en octubre, justo por debajo del máximo de dos años en septiembre. La rápida caída de la moneda esterlina probablemente provocará un aumento en la actividad manufacturera y turística en el medio plazo.

Gráfico 7: Índice de Gestores de Compras de Reino Unido (2014 - 2016)

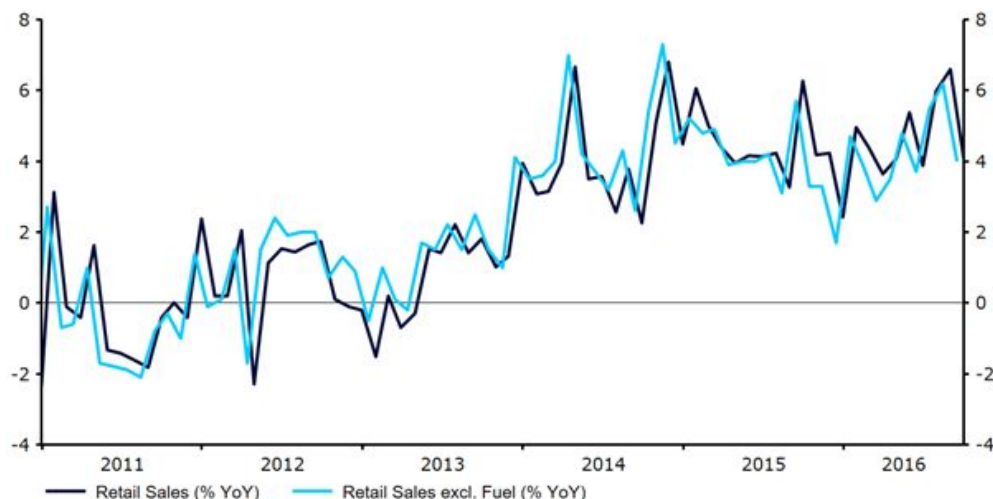


Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 11/11/2016

Los consumidores en el Reino Unido también parecen haberse deshecho de la incertidumbre como consecuencia inmediata del referéndum. El crecimiento de ventas minoristas se ha mantenido sólidamente por encima del 4% en el año hasta septiembre, siendo el aumento anual más importante en agosto (gráfico 8). El desempleo se ha mantenido sin cambios en el 4,9% y el incremento medio salarial continúa excediendo los niveles de inflación.



Gráfico 8: Ventas minoristas de Reino Unido (2011 - 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 11/11/2016

Los niveles actuales dejan a la libra extremadamente infravalorada para cualquier métrica. Los líderes empresariales, financieros y académicos están poniendo presión sobre el Partido Conservador, y hay claros indicios de que algunas de las medidas más extremas discutidas anteriormente ya se están cuestionando. La libra está también en niveles muy por debajo de lo justificable por diferenciales de tipos de interés con otras economías o el pronóstico a corto plazo más pesimista. Mantenemos que los niveles actuales de la libra son insosteniblemente bajos. Las predicciones de paridad entre la libra y el euro son muy improbables.

Por lo tanto esperamos una continua apreciación de la libra desde los niveles actuales contra tanto el dólar como el euro, aunque ahora pronosticamos que esto ocurra a un ritmo moderadamente más lento.

	GBP/USD	GBP/EUR
F-2016	1,25	1,20
T1-2017	1,27	1,28
T2-2017	1,28	1,32
T3-2017	1,28	1,33
F-2017	1,28	1,35
F-2018	1,28	1,35

## Euro (EUR)

El euro se ha visto afectado de manera importante desde las recientes elecciones de EEUU, cayendo en este sentido abruptamente durante el mes de noviembre en línea con nuestras previsiones, hasta niveles mínimos de todo el año 2016. La moneda se ha depreciado aproximadamente un 5% contra un dólar desde la victoria de Trump (gráfico 9).

Gráfico 9: EUR/USD (November '15 - November '16)



Source: Thomson Reuters Datastream Date: 14/11/2016

Igualmente se observa un riesgo de aumento en el apoyo a movimientos anti-sistema dentro de la Unión Europea desde la chocante victoria electoral de Donald Trump y el Brexit en junio, incrementado igualmente por los futuros acontecimientos políticos de índole similar que tendremos próximamente.

Por otro lado, Italia acudirá a las urnas el próximo 4 de diciembre, para su referéndum constitucional en medio de la existente discusión de una serie de reformas políticas generalizadas. El apoyo para el voto al "NO" se ha visto incrementado en las últimas semanas y ahora está ligeramente por delante de las demás posiciones. Una derrota del primer ministro actual Matteo Renzi, abriría en este sentido la posibilidad de unas nuevas elecciones nacionales y sin duda, aumentaría el apoyo para el partido euroescéptico "Movimiento 5 Stelle"

Además, los inversores aguardan preocupados ante las próximas elecciones que se celebrarán en Francia, Alemania y en menor medida en los Países Bajos. En el caso de

Francia, la líder del partido de extrema derecha, Marine Le Pen, espera pasar a la segunda ronda de las elecciones de mayo, mientras el apoyo al partido alemán de extrema derecha (Alternative für Deutschland o Alternativa para Alemania) ha aumentado significativamente antes de las elecciones de septiembre. En este sentido, y para ser realistas, estos riesgos políticos están considerados por ahora muy pequeños. Son pequeñas las posibilidades que tiene el Frente Nacional Francés de Marine Le Pen para conseguir la victoria en una segunda ronda, y en el caso alemán, el partido Alternativa para Alemania, aunque presente más incertidumbre, únicamente ostenta el 15% de los votantes a día de hoy. No obstante, después de la victoria de Trump y el Brexit, los analistas europeos no están del todo tranquilos por las encuestas.

El euro también se ha visto afectado debido a la presión sobre la política monetaria del Banco Central Europeo. El BCE mantuvo sin cambios los tipos en su reunión de octubre, manteniendo por su parte el programa QE de 80 mil millones de euros al mes y dejando sin alterar tanto los tipos de refinanciación y depósito principal en 0% y -0,4% respectivamente.

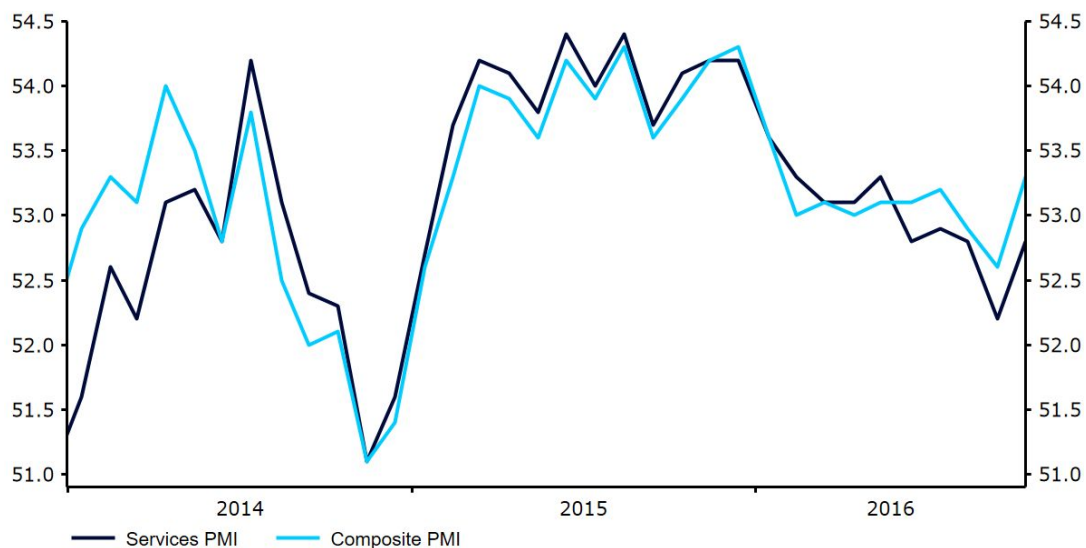
El Presidente del BCE Mario Draghi, decepcionó a los inversores, ya que esperaban una sugerencia clara de que el programa QE del BCE (programa de compra de activos para intentar estimular el crédito y con él la actividad económica y la inflación) podría extenderse más allá de la fecha de finalización marcada de marzo 2017. Draghi afirmó que las autoridades no habían hablado de cambiar la política vigente, y el Consejo de Gobierno insistió en "valorar y hacer balance" ante la espera de datos económico adicionales antes de posicionarse y decidir estímulos adicionales o no. No obstante, Draghi descartó la idea de dar por terminado definitivamente el programa QE.

En este sentido, creemos que esto mantiene la puerta abierta de forma firme a una extensión en el tiempo de compra, más allá del 2017 y esperamos una extensión de 6 meses en el programa QE, a ser anunciado en la reunión de diciembre del BCE (gráfico 10).

Esta postura del Presidente Draghi sigue en la misma línea de las recientes noticias económicas en la zona euro. El crecimiento económico sigue siendo muy lento, con un PIB en alza del 0,3% en el tercer trimestre en relación al trimestre anterior. El PMI ha observado una pequeña alza y el índice compuesto subió a un 53,3 en octubre, aunque esta sorpresa positiva es debida a una lectura sobre el momento en el que el índice cayó a su nivel más bajo en septiembre.

El BCE espera ahora que la economía de la eurozona crezca un 1,6% este año en comparación con su estimación inicial del 1,7%

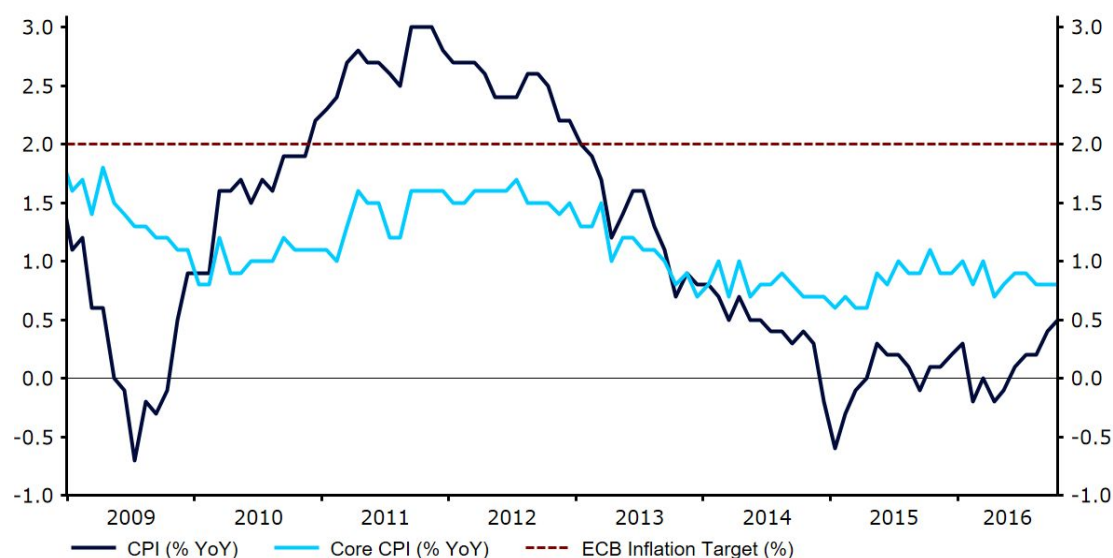
Gráfico 10: PMI de la Eurozona (2014 - 2016)



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 14/11/2016

La inflación en la eurozona también ha mostrado signos de recuperación, aunque sigue siendo baja y de momento no se encuentra cerca del objetivo del 2% del BCE. Los precios al consumidor crecieron un 0,5% en octubre (gráfico 11). Y el BCE, recientemente ha informado de los pronósticos de la inflación, pasando de un 1,3% a un 1,2%, aunque esto parezca optimista.

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



Fuente: Thomson Reuters Datastream Fecha: 14/11/2016

Pensamos que el creciente riesgo de contagio político existente en la eurozona y la creciente divergencia monetaria política entre el BCE y la Reserva Federal debería mantener el actual camino hacia la depreciación del euro contra casi todas las monedas principales. Esto será particularmente así frente al dólar, con el que se espera que la moneda única alcance la paridad en algún momento en los primeros meses del próximo año.

	EUR/USD	EUR/GBP
F-2016	1,04	0,83
T1-2017	0,99	0,78
T2-2017	0,97	0,76
T3-2017	0,96	0,75
F-2017	0,95	0,74
F-2018	0,95	0,74