

Los bancos centrales lanzan un mensaje moderado

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas convienen que los indicios de recuperación cíclica son evidentes, pero inciden en que todavía no son lo suficientemente contundentes como para empezar a restringir el entorno acomodaticio de la política monetaria. La calidad de la recuperación será la que defina el sesgo de ésta en adelante.

Cristina Colomo

El BCE lo ha puesto de manifiesto en su último Comité de Política Monetaria, con una reacción prudente a la mejora reciente de las condiciones económico-financieras del área euro. Y es que pese a que el BCE ha buscado con su discurso contener los “efectos de arrastre” que la mejora del ciclo puede acabar generando sobre las condiciones de financiación a corto plazo, los tipos de interés del euro han reaccionado al alza. En adelante, la evolución del exceso de liquidez en el Eurosistema será otro determinante del nivel y la volatilidad de los tipos a más corto plazo.

El propio Draghi calificó de “no deseado” un repunte prematuro de los mismos y reconoció las dificultades de condicionar su evolución únicamente al *forward guidance* del BCE, para el que no se prevén cambios de calado. El establecimiento de un horizonte temporal para el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos o la fijación de un objetivo de crecimiento, tasa de paro o inflación (como en el caso de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra), podría ser clave en este sentido.

Aunque el escenario más probable es el mantenimiento de los tipos de referencia, el BCE ha aludido a un posible recorte en caso de ser necesario. La fragilidad de la recuperación, la ausencia de presiones inflacionistas y las dificultades que todavía existen para garantizar una correcta transmisión de la política mo-



netaria a la economía real son los principales motivos sobre los que el BCE ha incidido.

La Reserva Federal tampoco considera contundentes las señales recientes de recuperación económica y muestra preocupación por el impacto que sobre la actividad pueden tener el deterioro de las condiciones de financiación (repunte de los tipos hipotecarios y caída del volumen de refinanciaciones hipotecarias) y el ajuste fiscal (el déficit público de EEUU puede situarse en el 6,5% del PIB en 2013, dos puntos por debajo del cierre de 2012).

Como resultado, opta por el mantenimiento del ritmo actual de compras de activos financieros y con un retraso de las expectativas de retirada. La Reserva Federal se ha apoyado en una significativa revi-

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.

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



sión a la baja de sus proyecciones económicas para restar premura a la contención de sus compras: el PIB de EEUU puede crecer, en media, tres décimas menos en 2013 que en el escenario contemplado en junio (2%), y en 2014, avanzar un 3% frente al 3,5% barajado en el rango alto de previsiones de junio. La recuperación de las expectativas de precios no es suficiente para contemplar una inflación próxima al 2% en el próximo ejercicio.

En relación al ciclo económico, en el área euro hemos asistido a un fuerte avance de la actividad en 2T13. La sorpresa positiva en las tasas de crecimiento de países como Francia (+0,5% trimestral) y, sobre todo, Alemania (+0,7% trimestral), ha llevado al PIB del área euro a registrar su primer avance trimestral (+0,3%) desde el 3T11.

El balance de los registros de PIB se puede catalogar, por lo tanto, como positivo, y viene a constatar la recuperación de los datos de actividad industrial y de sentimiento observada en las principales economías del área euro a lo largo del trimestre. El mejor comportamiento de las economías periféricas, que amortiguan su contracción, ha servido para drenar menos crecimiento al PIB del área euro durante el trimestre.

La recuperación económica se ha apoyado tanto en la demanda externa como en un avance del consumo privado de las economías núcleo, una buena noticia en lo que se refiere al reequilibrio de fuerzas motrices del crecimiento económico del área euro,

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	septiembre	2013
RV Materias Primas	8,2	-23,4
RV España	8,0	8,5
RV Euro	6,1	9,4
RV Europa	5,0	10,6
RV Sectores Crecimiento	4,5	14,8
RV EEUU	4,1	18,7
RV Mixta Euro	3,4	5,3
RV Internacional	3,2	10,0
RV Sectores Defensivos	3,0	5,4
Fondos de Inversión Libre	2,7	3,8
Garantizado parcial	2,6	2,7
RV Emergentes MENA	2,2	0,2
Gestión Global	1,9	3,1
RV Mixta Internacional	1,9	5,1
Materias primas	1,7	-11,6
RF Convertibles	1,6	5,3
RF High Yields	1,5	2,7
RF Mixta Euro	1,5	2,7
RV Emergentes Europa del Este	1,2	-6,8
Garantizado rendimiento variable	1,1	2,8
RF Mixta Internacional	1,1	2,0
RF Largo Euro	0,8	1,1
Garantizado rendimiento fijo	0,6	3,2
RF Emergentes Corporate	0,5	-4,6
RF Corto Euro	0,4	1,5
Retorno Absoluto Conservador	0,3	0,4
Gestión Alternativa	0,1	0,3
RV Emergentes Asia y Oceanía	0,1	-3,3
Monetarios Euro	0,1	0,4
RV Japón	0,1	18,8
RV Emergentes Global	0,1	-8,3
RF Internacional	-0,1	-2,5
RF Emergentes	-0,7	-6,2
Monetarios Internacional	-0,9	-4,7
RF Largo Plazo USD	-1,3	-3,0
Monetarios USD	-1,4	-0,5
RV Emergentes Latinoamérica	-1,8	-16,0

Fuente: Afi.

RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

	Peso actual (%)	PER	Ratios valoración			Ccto BPA (%)				Market cap (mill. €)
			P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	2014	
OHL	11	10,0	1,2	2,6	12,4	14,3	16,3	13,0	10,1	2.853
Técnicas Reunidas	11	14,1	4,1	4,1	27,5	29,6	1,2	1,9	11,3	1.956
DIA	11	20,0	18,5	2,5	69,5	31,4	21,7	22,2	12,5	4.232
Santander	10	16,0	0,9	9,9	7,4	-29,0	-65,6	98,5	20,8	67.118
Telefónica	10	10,7	2,3	6,6	19,9	-12,0	-24,8	-7,2	3,4	51.586
ACS	10	10,3	2,5	4,8	21,9	-0,7	-23,4	-0,2	3,0	7.480
Viscofan	10	18,4	3,7	2,9	19,4	20,6	6,8	2,9	11,3	1.976
Inditex	10	28,5	7,7	2,3	26,7	11,5	22,3	9,5	12,5	71.371
Amadeus	9	19,2	6,5	2,4	30,8	14,2	18,3	7,0	8,7	11.642
Ebro Foods	8	16,5	1,5	3,4	8,9	-12,2	5,2	-3,3	8,2	2.583
Cartera recomendada		16,3	5,0	4,2	25,0	7,6	-2,1	14,8	10,3	
IBEX 35		15,5	1,4	3,3	9,3	-20,5	-5,9	18,8	16,5	

Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Univía 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 Banco

PAGOS

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



con una recuperación del consumo de los hogares y el mantenimiento de la dinámica positiva de las exportaciones.

A pesar de la sorpresa positiva de estos registros, no esperamos que este comportamiento tenga continuidad en la segunda mitad del año, al menos no con la intensidad observada este trimestre.

Y es que el proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos, la aplicación de políticas fiscales restrictivas en varios países del área euro, las dificultades en la transmisión del crédito a la economía real y el saneamiento bancario deberían limitar el avance del PIB de algunos países en lo que queda de año. Esperamos, por lo tanto, un crecimiento positivo del PIB del área euro en la segunda mitad del año, pero más amortiguado que lo que podrían sugerir estos últimos datos.

REACCIÓN DE MERCADO

La relajación de los riesgos que se vislumbraban al inicio del mes de septiembre ha permitido una consistente recuperación en los mercados financieros globales. Y es que la decisión de mantener los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal ha sido bien capitalizada por los principales activos. No obstante, la tensión generada en los últimos días por la incertidumbre sobre la ampliación del techo de deuda en EEUU ha moderado el ánimo inversor.

Las ganancias mensuales han conducido a la renta variable a situarse en máximos anuales, la renta variable emergente se ha incrementado un 7,5%, mientras que el Ibex 35 ha sido el que mejor comportamiento ha tenido elevándose un 10,8% en el mes. Mientras que Europa y Asia han obtenido avances del orden del 6,0% - 8,0%, Estados Unidos se ha quedado ligeramente atrás (+3,0%).

La decisión de la Fed de mantener el ritmo de compras ha provocado una fuerte tensión apreciadora del euro, llevando la cotización del tipo de cambio a 1,355 USD/EUR recientemente. No obstante, la mejora de ciclo en el área euro y el soporte de la Reserva Federal

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-sep-13	31-ago-13	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	21	19	17	4
RV EEUU	3	4	6	-3
RV Emer. Asia	2	1	1	1
RV Emerg. Latam	1	1	1	0
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	5	4	2
Renta variable	33	30	30	3
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	10	10	0	10
Gestión alternativa	10	10	7	3
RF Convertibles	10	10	0	10
RF High Yield	4	6	2	2
RF Emergente	8	5	0	8
RF IG CP	4	4	8	-4
RF IG LP	1	3	0	1
RF Largo EUR	5	5	15	-10
RF Corto EUR	5	5	33	-28
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	37	38	58	-21
Monetarios USD	17	17	0	17
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	3	5	5	-2
Mdo. Monetario	20	22	5	15

Fuente: Afi.

ante los problemas fiscales que puedan darse en la economía americana favorecerían una apreciación del dólar desde los niveles actuales.

En este contexto, el movimiento en renta fija ha sido uniforme: (i) relajación de las curvas núcleo hasta el 1,8% para el Bund alemán (10 años) y hasta el 2,7% para el T-Note americano a 10 años y (ii) mantenimiento del diferencial en las economías periféricas, lo que ha supuesto una caída de la TIR a 10 años en España hasta el 4,25%.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

En nuestro posicionamiento mensual nos mostramos ligeramente más conservadores. Los cambios propuestos para la cartera del mes pasan por el aumento de las posiciones en deuda soberana euro a corto plazo (+2pp) y de monetario dólar (+2pp), todo ello con cargo a liquidez, cuyo peso se reduce en 4pp hasta el 5%, hasta igualarse al índice de referencia. Con estos cambios tratamos de posicionarnos ante un posible incremento de la percepción de riesgo y de una apreciación del dólar ::

COBROS Y PAGOS



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

Intenit 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

