

# Las políticas monetarias siguen condicionando la dinámica de los mercados financieros

La respuesta de la Reserva Federal de Estados Unidos a los últimos acontecimientos fiscales y económicos retrasando la retirada de estímulos condicionará a buen seguro la dinámica en los mercados a corto plazo. En este contexto, la renta variable estadounidense y el grueso de activos emergentes pueden ser los más favorecidos en los próximos meses.

Cristina Colomo

## CRISIS FISCAL EN EEUU

La negativa del partido republicano a aprobar el aumento de techo de deuda pública vino determinada por una firme oposición al programa sanitario del partido demócrata para esta legislatura ("Obamacare") y elevó los riesgos de incumplimiento con parte de las obligaciones de pago de EEUU. La elevación del techo de deuda a pocos días de la fecha límite y la reapertura del gobierno federal han aplazado hasta principios de 2014 las discusiones sobre la evolución del gasto público en los presupuestos. Aunque el impacto de la crisis fiscal sobre la cotización de las principales variables financieras ha sido contenido, la incertidumbre sobre las repercusiones que puede tener para la recuperación económica y, sobre todo, la respuesta de la Reserva Federal, retrasando la retirada de estímulos, condicionará, a buen seguro, la dinámica en los mercados a corto plazo.

## EL BCE Y LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

En el último Consejo de Gobierno, el BCE ha reiterado su intención de prevenir un posible "accidente" de liquidez. Aun cuando a nivel agregado no existan restricciones de liquidez, no se descarta el anuncio de una nueva subasta a largo plazo durante 2014. La nueva LTRO (subastas de liquidez a largo plazo), en caso de producirse, perseguiría dos objetivos principales: i) fa-



cilitar la renovación de los vencimientos de deuda pública adquirida por el sector bancario periférico y ii) limitar la caída del crédito. La banca española ha amortizado un total aproximado de 65.000 millones de los 250.000 millones que tomó prestado en las dos subastas a 3 años. El grueso de la devolución ha sido por parte de las entidades de mayor tamaño y con mejor acceso a los mercados de financiación mayorista.

## ENTRADA EN VIGOR DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN (MUS)

En el último trimestre de 2014 está previsto que el BCE empiece a ejercer de supervisor único de buena parte de las entidades bancarias del área euro y de aquellas

**COBROS Y PAGOS**

**OPTIMIZE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA**

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Intenet 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**.

**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

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

de países de la UE que decidan adherirse a la Unión Bancaria. En el caso de España, la supervisión directa recaerá sobre el 87% de los activos bancarios y un total de 16 entidades. El Banco de España será la delegación del BCE para la supervisión de las entidades “no sistémicas”. Antes de asumir dicha tarea, el BCE someterá a revisión la calidad de los activos bancarios y realizará, en colaboración con la *European Banking Authority* (EBA), unas pruebas de resistencia. Los objetivos marcados por el BCE son: i) incrementar la transparencia, ii) corregir las posibles necesidades de capital que surjan de las pruebas de estrés y iii) recuperar la confianza en el sector bancario. En el *Asset Quality Review* (AQR) se abordará la homogeneización del tratamiento de la morosidad, los préstamos refinanciados y los activos ponderados por riesgo. A día de hoy, los criterios que sigue la banca española en estos tres ámbitos son más restrictivos que los de otros socios comunitarios, por lo que no se espera que el AQR tenga un impacto negativo para el sector español.

#### REVISIÓN DE PREVISIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO POR PARTE DEL FMI

El FMI revisa ligeramente a la baja sus estimaciones de crecimiento mundial, que en 2013 será del 2,9% y en 2014 del 3,6%. El FMI enumera varios focos de incertidumbre, destacando i) el impacto de la posible retirada del *quantitative easing* (QE) por parte de la Reserva Federal (aunque se prevé que sea gradual), ii) la ralentiza-

#### ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

|                                  | Rentabilidades a |       |
|----------------------------------|------------------|-------|
|                                  | Octubre          | 2013  |
| RV España                        | 7,1              | 24,9  |
| RV Euro                          | 4,5              | 19,9  |
| RV Emergentes Europa del Este    | 4,2              | -0,4  |
| RV Emergentes MENA               | 3,1              | 4,2   |
| RV Europa                        | 3,1              | 20,7  |
| Garantizado parcial              | 2,9              | 8,8   |
| RV Mixta Euro                    | 2,8              | 11,1  |
| RV EEUU                          | 2,4              | 21,3  |
| RV Emergentes Global             | 2,4              | -4,0  |
| RV Sectores Defensivos           | 2,3              | 8,6   |
| RV Internacional                 | 2,2              | 14,4  |
| RV Materias Primas               | 2,1              | -20,5 |
| RV Emergentes Latinoamérica      | 2,0              | -11,4 |
| RV Emergentes Asia y Oceanía     | 1,8              | 0,1   |
| RV Mixta Internacional           | 1,6              | 7,6   |
| Gestión Global                   | 1,6              | 6,2   |
| RF Mixta Euro                    | 1,5              | 5,6   |
| RF Emergentes                    | 1,3              | -6,6  |
| Fondos de Inversión Libre        | 1,2              | 6,7   |
| Garantizado rendimiento variable | 1,2              | 5,4   |
| RF High Yields                   | 1,2              | 4,0   |
| RF Convertibles                  | 1,1              | 8,2   |
| RF Emergentes Corporate          | 1,1              | -5,0  |
| RF Largo Euro                    | 0,9              | 2,5   |
| RF Mixta Internacional           | 0,7              | 3,5   |
| RF Corto Euro                    | 0,5              | 2,8   |
| Garantizado rendimiento fijo     | 0,5              | 4,7   |
| Retorno Absoluto Conservador     | 0,4              | 0,9   |
| Gestión Alternativa              | 0,3              | 0,4   |
| RF Internacional                 | 0,2              | -2,5  |
| RV Sectores Crecimiento          | 0,1              | 18,7  |
| Monetarios Euro                  | 0,1              | 0,5   |
| RF Largo Plazo USD               | -1,1             | -5,3  |
| Monetarios Internacional         | -1,2             | -4,4  |
| RV Japón                         | -1,3             | 22,7  |
| Monetarios USD                   | -2,0             | -4,2  |
| Materias primas                  | -2,0             | -13,2 |

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        |                      |
| OHL                        | 11              | 10,6        | 1,3               | 2,6        | 12,4        | 14,3         | 16,3        | 12,0        | 3.027                |
| Técnicas Reunidas          | 11              | 15,7        | 4,5               | 3,8        | 27,8        | 29,6         | 1,2         | -0,4        | 2.136                |
| DIA                        | 11              | 21,0        | 19,1              | 2,4        | 69,9        | 31,4         | 21,7        | 21,4        | 4.498                |
| Santander                  | 10              | 17,0        | 1,0               | 9,0        | 7,3         | -29,0        | -65,6       | 97,7        | 74.317               |
| Telefónica                 | 10              | 12,7        | 2,6               | 5,7        | 19,9        | -12,0        | -24,8       | -10,0       | 59.527               |
| ACS                        | 10              | 11,0        | 2,6               | 4,7        | 22,4        | -0,7         | -23,4       | -2,8        | 7.764                |
| Viscofan                   | 10              | 18,6        | 3,7               | 2,9        | 19,2        | 20,6         | 6,8         | 2,9         | 1.997                |
| Inditex                    | 10              | 29,1        | 7,9               | 2,3        | 26,6        | 11,5         | 22,3        | 9,5         | 73.397               |
| Amadeus                    | 9               | 19,7        | 6,7               | 2,4        | 30,7        | 14,2         | 18,3        | 7,4         | 8,3                  |
| Ebro Foods                 | 8               | 17,3        | 1,5               | 3,5        | 8,9         | -12,2        | 5,2         | -3,0        | 7,4                  |
| <b>Cartera recomendada</b> |                 | <b>17,2</b> | <b>5,2</b>        | <b>3,9</b> | <b>25,1</b> | <b>7,6</b>   | <b>-2,1</b> | <b>13,8</b> | <b>11,1</b>          |
| <b>IBEX 35</b>             |                 | <b>16,0</b> | <b>1,5</b>        | <b>3,2</b> | <b>9,3</b>  | <b>-20,5</b> | <b>-5,9</b> | <b>17,9</b> | <b>16,6</b>          |

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



ción del crecimiento de los principales países emergentes (BRIC) y iii) la incertidumbre que existe sobre la calidad de los activos del sector bancario europeo.

Respecto a sus anteriores previsiones, Japón y EEUU son las dos economías que comparten mejores perspectivas de recuperación. Por el contrario las economías emergentes, pese a seguir creciendo, en media, a tasas próximas al 5%, experimentan una revisión sustancial a la baja de sus expectativas de crecimiento. En este sentido, el FMI alerta del impacto que está teniendo la dilución de los estímulos aplicados por los gobiernos BRIC en 2011-12 y del menor potencial de crecimiento que comparten algunas economías, con cuellos de botella en sectores estratégicos y retraso en la aplicación de reformas estructurales. El FMI dota a la desaceleración de un fuerte carácter cíclico y no estructural, si bien mantiene sus dudas sobre el modelo de crecimiento de China y Rusia, que considera ya exhaustos.

## REACCIÓN DE MERCADO

La expectativa de continuidad de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal y la elección de Yellen como sustituta de Bernanke al frente del banco central, partidaria de mantener la estrategia vigente al menos hasta que las señales de recuperación económica se consoliden, han condicionado la dinámica de los mercados financieros durante el mes de octubre. Uno de los movimientos más destacados ha sido la depreciación del dólar, con una pérdida de valor acumulada de 1,7% frente al euro y un 0,8% respecto al yen. Los cruces de esta divisa se sitúan en 1,375 USD/EUR y en 97,29 JPY/USD.

La renta variable tanto en Europa como en EEUU ha tenido un comportamiento positivo en el mes. En el primer caso, cabe destacar la evolución favorable del Ibex 35, con una revalorización del 7% en lo que va de mes. Y en el segundo, el soporte que sigue ejerciendo la liquidez sobre los principales índices, pese a la incertidumbre provocada por la crisis fiscal. Una subida del Dow Jones de 2,23% en lo que va de mes y un S&P 500 cotizando en máximos históricos así lo atestiguan. Tras el repunte de septiembre, las rentabilidades de los

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría                  | 31-oct-13 | 31-sep-13 | BMK       | AFI vs BMK |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RV EUR                     | 13        | 21        | 17        | -4         |
| RV EEUU                    | 6         | 3         | 6         | 0          |
| RV Emer. Asia              | 4         | 2         | 1         | 3          |
| RV Emerg. Latam            | 2         | 1         | 1         | 1          |
| RV Europa Este             | 0         | 0         | 1         | -1         |
| RV Japón                   | 5         | 6         | 4         | 1          |
| <b>Renta variable</b>      | <b>30</b> | <b>33</b> | <b>30</b> | <b>0</b>   |
| Ret. Abs. Conservador      | 0         | 0         | 7         | -7         |
| Gestión Alternativa        | 10        | 10        | 0         | 10         |
| <b>Gestión alternativa</b> | <b>10</b> | <b>10</b> | <b>7</b>  | <b>3</b>   |
| RF Convertibles            | 11        | 10        | 0         | 11         |
| RF High Yield              | 4         | 4         | 2         | 2          |
| RF Emergente               | 12        | 8         | 0         | 12         |
| RF IG CP                   | 4         | 4         | 8         | -4         |
| RF IG LP                   | 1         | 1         | 0         | 1          |
| RF Largo EUR               | 5         | 5         | 15        | -10        |
| RF Corto EUR               | 5         | 5         | 33        | -28        |
| RF USD                     | 0         | 0         | 0         | 0          |
| <b>Renta fija</b>          | <b>42</b> | <b>37</b> | <b>58</b> | <b>-16</b> |
| Monetarios USD             | 15        | 17        | 0         | 15         |
| Monetarios GBP             | 0         | 0         | 0         | 0          |
| Liquidez                   | 3         | 3         | 5         | -2         |
| <b>Mdo. Monetario</b>      | <b>18</b> | <b>20</b> | <b>5</b>  | <b>13</b>  |

Fuente: Afi.

bonos públicos de EEUU y Alemania vuelven a situarse en cotas del 2,5% y el 1,5% respectivamente en el plazo a 10 años.

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

De cara al mes de noviembre, mantenemos una posición conservadora en activos desarrollados, y ligeramente más agresiva en activos emergentes. La revalorización de los activos de riesgo de las áreas desarrolladas durante los meses de septiembre y octubre nos lleva a cerrar la sobreponderación que habíamos mantenido en bolsa europea. Por otra parte, elevamos el peso de bolsa de EEUU hasta igualar el *benchmark*, dado que la extensión del QE eleva el potencial de revalorización de los índices de este país. Por el mismo motivo, el QE, consideramos que las entradas de flujos de capitales en las economías emergentes pueden mantenerse durante más tiempo. Esta consideración nos lleva a elevar su peso en la cartera recomendada, tanto en deuda pública como en renta variable. Consideramos que el área emergente con mayor potencial es Asia ::

## COBROS Y PAGOS



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 Banco

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

