

# Cómo posicionarnos ante el inicio del 'tapering'

Las señales divergentes desde el plano macro en EEUU (mejorando) y el área euro (empeorando, salvo en Alemania) y la falta de claridad en el mensaje de los bancos centrales podrían ser el preludio a un contexto de mercado caracterizado por una mayor volatilidad. Reducimos peso en las categorías que peor pueden comportarse con el inicio del *tapering*: activos emergentes, fundamentalmente.

Cristina Colomo

La actualidad económica del área euro estuvo marcada en el mes de noviembre por la bajada de tipos de interés realizada por el BCE. Además del recorte en 25 puntos básicos del tipo repo, que lo sitúa en 0,25%, el nivel mínimo en la historia del euro, el BCE redujo la facilidad marginal de crédito hasta el 0,75% y mantuvo el régimen de *full allotment* para las principales operaciones de financiación (MRO) y las de largo plazo (LTRO) hasta mediados del 2015.

La bajada de los tipos de interés ha tenido un impacto limitado en la curva EURIBOR. Las causas son fundamentalmente dos: (i) el mercado ya había descontado el movimiento y (ii) las expectativas para los tipos de interés a corto plazo no se han visto modificadas tras el recorte, debido a la caída significativa del exceso de liquidez en el Eurosistema ocasionada por la devolución de las subastas a 3 años. Uno de los factores que llevó al BCE al recorte de tipos fue los bajos niveles de inflación registrados en el área euro, con un dato del 0,7% en el mes de octubre para el agregado.



Descenso marcado sobre todo por el comportamiento del componente energético de los precios, pero también por el núcleo "estable" de los mismos: la tasa subyacente se sitúa ya en el 0,8% interanual. A pesar del impacto limitado sobre las principales variables financieras, en un contexto de tipos de referencia próximos a cero y todavía elevada liquidez, la decisión del BCE es sintomática de su compromiso con la estabilidad de precios, tanto cuando las presiones inflacionistas son al alza como a la baja.

## COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO  
UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO  
UNIVÍA 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**.

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



Otro elemento que avala el comportamiento del BCE es el balance de los registros de PIB para el tercer trimestre en el área euro. Los datos presentan serias dudas acerca de la continuidad de la senda de crecimiento, dado que el avance del agregado ha sido de apenas un 0,1% trimestral. Alemania es el único de los principales países que sigue la dinámica de crecimiento esperada, gracias a la contribución de la demanda interna, que le ha permitido crecer un 0,3% en el trimestre. Las señales más preocupantes continúan procediendo de Francia, cuyo PIB ha vuelto a caer en el 3T, e Italia, que lleva nueve trimestres consecutivos en contracción. La estabilización de la actividad en la periferia no ha sido suficiente para relanzar el comportamiento del agregado.

En el más corto plazo, los indicadores adelantados de actividad para el área euro anticipan un avance moderado del PIB en el 4T13. La mejora de los índices de confianza empresarial (PMI de manufacturas y servicios) de Alemania, en zona clara de expansión, está siendo determinante en la recuperación del conjunto del área. Menos concluyentes son los indicadores del resto de países.

La Comisión Europea (CE) vuelve recordar a España que los avances recientes en la corrección de algunos de sus principales desequilibrios (saldo de la balanza por cuenta corriente y competitividad exterior, fundamentalmente) no son, por sí solos, suficientes para asistir a un escenario de recuperación exento de riesgos.

Entre los mayores retos a los que se enfrenta a medio plazo, ya conocidos y detectados por el sistema de prevención de desequilibrios macroeconómicos de la CE, se encuentran: (i) la reducción de la deuda privada, (ii) la contención de la deuda externa y, por tanto, la mejora de la Posición de Inversión Internacional y (iii) la disminución de la tasa de paro.

El Eurogrupo dio por finalizado el proceso de rescate a la banca española y a la irlandesa. Apro-

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

|                                  | Rentabilidades a |       |
|----------------------------------|------------------|-------|
|                                  | Noviembre        | 2013  |
| RV EEUU                          | 3,0              | 25,8  |
| RV Sectores Crecimiento          | 2,6              | 22,5  |
| RV Japón                         | 2,0              | 25,3  |
| RV Europa                        | 1,3              | 23,0  |
| RV Internacional                 | 1,2              | 16,8  |
| RV Euro                          | 1,0              | 22,1  |
| RV Sectores Defensivos           | 0,8              | 10,3  |
| Fondos de Inversión Libre        | 0,7              | 7,9   |
| RV Mixta Internacional           | 0,7              | 9,1   |
| RV Mixta Euro                    | 0,5              | 12,6  |
| Gestión Global                   | 0,4              | 7,2   |
| Monetarios USD                   | 0,3              | -2,9  |
| RF Corto Euro                    | 0,3              | 3,2   |
| Garantizado rendimiento fijo     | 0,3              | 5,2   |
| RF Mixta Internacional           | 0,2              | 4,3   |
| Garantizado rendimiento variable | 0,2              | 5,9   |
| RF Largo Euro                    | 0,2              | 3,0   |
| RF Mixta Euro                    | 0,2              | 6,2   |
| RF High Yields                   | 0,1              | 4,7   |
| RF Convertibles                  | 0,1              | 8,7   |
| RF Largo Plazo USD               | 0,1              | -4,3  |
| Monetarios Euro                  | 0,0              | 0,6   |
| Gestión Alternativa              | 0,0              | 0,6   |
| Retorno Absoluto Conservador     | 0,0              | 0,9   |
| RV España                        | -0,1             | 25,6  |
| Garantizado parcial              | -0,1             | 9,1   |
| Monetarios Internacional         | -0,1             | -4,3  |
| RF Internacional                 | -0,2             | -2,2  |
| RV Emergentes Asia y Oceanía     | -0,2             | 1,5   |
| RF Emergentes Corporate          | -0,5             | -4,9  |
| RV Emergentes MENA               | -1,2             | 3,1   |
| RV Emergentes Global             | -1,5             | -4,3  |
| RF Emergentes                    | -2,0             | -8,4  |
| RV Emergentes Europa del Este    | -2,3             | -2,7  |
| Materias primas                  | -2,4             | -15,7 |
| RV Emergentes Latinoamérica      | -4,6             | -14,9 |
| RV Materias Primas               | -6,1             | -26,0 |

Fuente: Afi.

bó la finalización del rescate bancario, aunque la formalización del mismo, que implicará también el término del seguimiento exhaustivo de la economía española, tendrá lugar a principios del 2014.

La actualidad en EEUU pasó durante el pasado mes por la comparecencia de Janet Yellen, sucesora de Bernanke, ante el Senado. Mostró su clara intención de continuar con las políticas monetarias laxas hasta que la situación económica muestre una robusta recuperación, plasmándose en un avance sostenido del empleo y el crecimiento.

## 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 Bando

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



A lo largo del mes, los buenos datos del empleo, junto con la dinámica favorable de indicadores adelantados como el ISM (mostrando datos máximos desde abril del 2011), devuelven a un primer plano la expectativa de una retirada temprana de los estímulos monetarios. Expectativas avaladas por las actas del FOMC, que muestran una leve predisposición a la retirada de estímulos tan pronto como se cumplan los objetivos.

## REACCIÓN DE LOS MERCADOS

El mes de octubre se ha caracterizado por una estabilidad relativa en los mercados financieros. En EEUU, la posibilidad creciente de la retirada de estímulos monetarios por parte de la Fed apenas tuvo impacto en las cotizaciones. Entre los principales hitos de Wall Street durante el mes, destacan los sucesivos récords históricos del Dow Jones y el S&P500.

En Europa, los buenos datos macroeconómicos de Alemania, mejores a los del resto del área monetaria, han impulsado al DAX alemán hasta máximos históricos. Sus pilares de apoyo son: (i) unos beneficios empresariales (BPA) que, a pesar del descenso de los últimos meses, se hallan en niveles previos a la crisis y (ii) el acuerdo de gobierno entre los dos principales partidos políticos del país.

En el EuroStoxx, la industria química, la automoción, los recursos naturales y la tecnología son los sectores que han mostrado un mejor comportamiento relativo; por el contrario, los que peor lo hicieron durante el mes fueron telecomunicación, energía y alimentación.

En Asia, el Nikkei acumula avances de más de un 10% en el mes de noviembre empujado por la debilidad del yen y la recuperación progresiva de las tasas de inflación.

En el mercado de divisas, la volatilidad ha sido reducida. El tipo de cambio USD/EUR se ha mantenido estable con un ligero avance del USD

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría                  | 31-dic-13 | 30-nov-13 | BMK       | AFI vs BMK |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RV EUR                     | 16        | 13        | 17        | -1         |
| RV EEUU                    | 6         | 6         | 6         | 0          |
| RV Emer. Asia              | 4         | 4         | 1         | 3          |
| RV Emerg. Latam            | 1         | 2         | 1         | 0          |
| RV Europa Este             | 0         | 0         | 1         | -1         |
| RV Japón                   | 6         | 5         | 4         | 2          |
| <b>Renta variable</b>      | <b>33</b> | <b>30</b> | <b>30</b> | <b>3</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            | 13        | 13        | 0         | 13         |
| RF High Yield              | 4         | 4         | 2         | 2          |
| RF Emergente               | 8         | 13        | 0         | 8          |
| RF IG CP                   | 4         | 4         | 8         | -4         |
| RF IG LP                   | 1         | 1         | 0         | 1          |
| RF Largo EUR               | 5         | 5         | 15        | -10        |
| RF Corto EUR               | 7         | 5         | 33        | -26        |
| RF USD                     | 0         | 0         | 0         | 0          |
| <b>Renta fija</b>          | <b>42</b> | <b>45</b> | <b>58</b> | <b>-16</b> |
| Monetarios USD             | 10        | 10        | 0         | 10         |
| Monetarios GBP             | 0         | 0         | 0         | 0          |
| Liquidez                   | 5         | 5         | 5         | 0          |
| <b>Mdo. Monetario</b>      | <b>15</b> | <b>15</b> | <b>5</b>  | <b>10</b>  |

Fuente: Afi.

(+0,20%) hasta 1,3599 USD/EUR. Los movimientos más significativos los han presentado la libra, avanzando un 1,73% respecto al dólar hasta un cambio de 1,6416 USD/GBP, y el yen, fruto de la política expansiva del Banco de Japón, perdiendo un 0,76% respecto al USD y situándose el cruce en 98,78 JPY/USD.

## ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

El último FOMC dejó entrever el inicio de la retirada de estímulos monetarios en EEUU, en particular si los datos de actividad siguen mejorando. Aunque consideramos que el *tapering* debería producirse a partir de febrero, comenzamos a reducir el peso de los activos emergentes, fundamentalmente en renta fija. Elevamos el peso de la renta variable europea (aun infraponderada) y japonesa, que fue una de las categorías de activos que mejor se comportó en mayo-junio. La renta fija EUR a corto plazo también podría aguantar bien los envites de un castigo generalizado a los activos de riesgo ::

## 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 Bando

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

