

El impacto de la recuperación a distintas velocidades sobre las políticas monetarias

La falta de crecimiento en el área euro junto con la incertidumbre en el ámbito geopolítico pone de manifiesto la vulnerabilidad de la recuperación. Los mercados europeos han reaccionado ante este contexto con una cesión considerable en las bolsas, así como con un repunte del precio de los bonos. La ralentización no se circunscribe únicamente al área euro. Los principales bloques económicos también presentan señales de deterioro en la primera mitad del año, si bien los diferentes ritmos de crecimiento justificarían divergencias en las condiciones monetarias en el medio plazo.

Juan Navarro

La recuperación económica ha perdido pulso respecto a principios de año y continúa siendo volátil con claras señales de fragilidad. Éste es el balance de la posición cíclica del área euro que hizo Draghi durante el último Consejo de Gobierno. La falta de crecimiento de las principales potencias de la región durante el 2T14 avalan esta fragilidad: (i) Italia ha vuelto a entrar en recesión técnica en el segundo trimestre del año (-0,2% trimestral), (ii) Alemania experimenta una contracción del 0,2% y (iii) Francia no es capaz de crecer durante los últimos seis meses. Por el contrario, el avance del PIB de países como España o Portugal, (ambos avanzando a tasas de 0,6%), han permitido al conjunto del área no entrar en terreno negativo durante el segundo trimestre (+0,0% trimestral).

Los datos de actividad y consumo ya avanzaban la probable contención del crecimiento del área euro en 2T14. La recuperación es extremadamente vulnerable y las palancas para relanzarla se empiezan a agotar. El BCE sigue a la espera de conocer los efectos de las TLTRO y su postura está



cada vez más cerca de tomar algún tipo de medida adicional.

Por otra parte, la escalada de las tensiones geopolíticas, con el conflicto entre Rusia y Ucrania como telón de fondo, está intensificando la incertidumbre en cuanto a la velocidad de la recuperación. La respuesta de Rusia ante las sanciones de EEUU y la Unión Europea no se ha hecho esperar y se ha impuesto una limitación de las importacio-

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

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



nes de ambos bloques, teniendo un impacto más significativo en sus principales socios comerciales, como es el caso de Alemania.

DISPERSIÓN EN LA RECUPERACIÓN

Las divergencias en el perfil de recuperación son relevantes no solo dentro del área euro sino también entre las principales economías del bloque desarrollado.

El área euro es claramente la región que acumula peores registros de crecimiento durante los primeros seis meses de 2014. Pero el arranque de año también ha sido particularmente negativo para el grueso de países del G-4 (EEUU y Japón). Solo el PIB de Reino Unido ha conseguido avanzar de forma contundente durante 1T y 2T, mientras que la actividad en el resto de regiones se ha contraído en alguno de estos dos trimestres.

En este contexto, las principales autoridades monetarias podrían dilatar el periodo de laxitud monetaria con tipos de interés en niveles mínimos, si bien en los próximos meses la senda de los principales bancos centrales podría comenzar a bifurcarse. Reino Unido se postula como el primero en endurecer las condiciones monetarias, seguido de EEUU, todavía con margen ante la falta de crecimiento de las expectativas de inflación y pendientes de una mejora adicional en el mercado laboral. Por otra parte, el BCE ha dado un paso más en su política *dovish*, rebajando el tipo de intervención hasta el 0,05% así como planteando un programa de compra de ABS y *covered bonds* (cédulas hipotecarias). El bloque que mantendrá la línea más acomodaticia será Japón, que previsiblemente no solo mantendrá el paquete de estímulos actual, sino que podría incrementarlo como una de las principales palancas del crecimiento.

MERCADOS FINANCIEROS

Se han producido caídas significativas de la renta variable europea de los países núcleo durante la

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	1-ago.-14	2014
RV Emergentes Asia y Oceanía	3,5	14,4
RV Emergentes Latinoamérica	3,3	15,9
RV Sectores Crecimiento	3,1	12,6
RV EEUU	2,8	9,9
RV Emergentes Global	2,4	11,9
RF Largo Plazo USD	2,0	6,6
RV Emergentes MENA	1,6	14,9
RF Corto Plazo USD	1,6	4,0
Monetarios USD	1,4	3,1
RV Sectores Defensivos	1,3	12,0
RV Internacional	1,0	8,0
RF Emergentes Corporate	1,0	6,5
Fondos de Inversión Libre	0,9	2,2
RF Internacional	0,9	5,8
RF High Yields	0,8	5,5
RF Emergentes	0,8	7,8
RF Largo Euro	0,7	6,2
RV Japón	0,6	3,6
Garantizado rendimiento fijo	0,5	3,2
RV Mixta Internacional	0,4	5,2
RF Corto Euro	0,3	3,0
RF Convertibles	0,3	4,0
RF Mixta Internacional	0,3	3,8
Gestión Alternativa	0,1	1,4
Monetarios Euro	0,0	0,2
Retorno Absoluto Conservador	0,0	0,7
RF Mixta Euro	-0,1	3,6
Garantizado rendimiento variable	-0,1	2,5
Gestión Global	-0,1	3,5
Monetarios Internacional	-0,1	3,1
RV Mixta Euro	-0,2	5,3
RV Emergentes Europa del Este	-0,4	0,3
Garantizado parcial	-0,6	3,9
RV Europa	-0,9	4,2
RV Euro	-1,7	2,9
Materias primas	-1,9	3,1
RV Materias Primas	-2,1	15,0
RV España	-2,3	7,2

Fuente: Afi.

primera quincena de agosto, con cesiones próximas al 4% en el DAX alemán, que ha sido el más perjudicado, pero seguido de cerca por el CAC francés (-3%). Tras la comparecencia de Draghi en *Jackson Hole*, abriendo la puerta a una posible actuación adicional, los mercados de renta variable comenzaron a recuperarse. Una vez confirmada la batería nuevas medidas del BCE en aras de volver a la senda de crecimiento, los selectivos superaron holgadamente los niveles previos a la cesión.

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



Este entorno de inestabilidad política y ausencia de crecimiento se recoge en los mercados de bonos con cesiones de TIR que sitúan las rentabilidades a largo plazo de la curva alemana por debajo del 1% (las expectativas de inflación para el área euro se encuentran en los niveles de 2009), un movimiento de caída de TIR que se ha trasladado a los mercados periféricos, que marcan mínimos, como es el caso de España.

Otro factor que respalda las cesiones de TIR de los bonos responde a (i) el aumento de posiciones en activos refugio y (ii) la posibilidad de nuevos estímulos, que arrastrarían los tipos a cotas inéditas para los países del área euro.

Todo ello, unido a la brecha que existe entre la cotización de los futuros sobre los tipos de interés interbancarios del EUR y el USD (el mercado sitúa la cota del tipo a 3 meses del USD en el 2% para finales de 2016 frente al 0,4% descontado para el EURIBOR al mismo plazo), debería dar recorrido a la depreciación reciente del EUR. Nuestro nivel de llegada para el USD/EUR a cierre de 2014 es 1,28.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

La sobre ponderación de bolsa europea en agosto ha sido la principal responsable del peor comportamiento relativo de la cartera recomendada (-0,6%) frente al benchmark (-0,2%). No obstante, consideramos que la corrección reciente debe ser

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-ago-14	31-jul-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	26	23	17	9
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	2	2	1	1
RV Emerg. Latam	0	1	1	-1
RV Europa Este	3	5	1	2
RV Japón	9	8	4	5
Renta variable	46	45	30	16
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	7	7	0	7
Gestión alternativa	7	7	7	0
RF Convertibles	10	10	0	10
RF High Yield	3	3	2	1
RF Emergente	7	7	0	7
RF IG CP	4	6	8	-4
RF IG LP	2	2	0	2
RF Largo EUR	4	4	15	-11
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	30	32	58	-28
Monetarios USD	9	7	0	9
Monetarios GBP	5	5	0	5
Liquidez	3	4	5	-2
Mdo. Monetario	17	16	5	12

Fuente: Afi.

aprovechada para elevar las posiciones abiertas en bolsa europea y japonesa. A cambio, reducimos el peso en bolsa emergente. Asimismo, la reducción de tipos de interés de la deuda EUR nos lleva a reducir exposición a renta fija investment grade a corto plazo (-2pp). Por otra parte, elevamos el peso en monetarios USD debido al potencial de apreciación de esta divisa a corto plazo. Situamos la liquidez en el mínimo legal del 3% ::

OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA 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