

Más estímulos del BCE ante el deterioro cíclico

El estancamiento del núcleo europeo durante el segundo trimestre del año, así como los últimos registros de precios del conjunto del área euro, contribuyen a presionar al Banco Central Europeo a tomar medidas adicionales. Si bien la autoridad monetaria se ha mostrado proactiva en la utilización de herramientas de política monetaria (convencional y no convencional), además de dejar la puerta abierta a nuevas medidas de estímulo, Draghi ha insistido en la importancia del replanteamiento de la estrategia fiscal y la aplicación de reformas estructurales a nivel estatal para optimizar el impacto de la política monetaria.

Juan Navarro

Cada vez se hacen más evidentes las divergencias en el ritmo de crecimiento de los principales bloques económicos. Mientras que EEUU y el Reino Unido exhiben una recuperación sólida, la vulnerabilidad de la recuperación del área euro y de Japón pone de manifiesto la insuficiencia de las medidas llevadas a cabo por los bancos centrales para devolver a las economías a la senda del crecimiento.

El BCE se está mostrando particularmente proactivo y, tras la implementación de las TLTRO (subastas de liquidez condicionadas a la concesión de crédito), vuelve a dar un paso más en el proceso de flexibilización de la política monetaria englobando herramientas tanto de política monetaria convencional como no convencional.

Lo más novedoso es la articulación de un programa de *quantitative easing* de deuda privada. El BCE combinará así las TLTRO con la compra directa de Asset Based Securities (denominado ABSPP) y un nuevo programa de adquisición de *covered bonds* (denominado CBPP3), cuyos detalles serán anunciados este mes de octubre.



El motivo por el que el BCE ha incorporado la compra de *covered bonds* a la batería de medidas anunciada en junio pasado reside en el potencial que ofrece este segmento de mercado frente al de ABS. El saldo vivo de ABS en el área euro es de un billón de euros y el de *covered bonds* de 1,6 billones, siendo estos últimos en su mayoría productos estandarizados.

Por otra parte, el recorte de los tipos de interés de referencia acometido (hasta el 0,05% en el caso del tipo repo, y el -0,20% el de la facilidad

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



marginal de depósito) supone agotar el margen que otorga la política monetaria convencional y, sobre todo, abaratar el coste de acudir a las TLTRO de septiembre y diciembre.

El impacto del conjunto de medidas podría elevarse hasta el billón de euros. Según el propio BCE, el refuerzo de liquidez generado por las TLTRO podría situarse entre 450.000 y 850.000 millones de euros. El vencimiento de las subastas de liquidez a más largo plazo en vigor (LTRO a 3 años) supondrá una caída de la liquidez en el sistema de aproximadamente 350.000 millones a principios de 2015. Por tanto, el volumen de los programas de compras de deuda privada podría ascender a un máximo de 500.000 millones si bien, según las últimas previsiones, se situará en torno a los 200.000 millones de euros.

El cambio de escenario para el BCE se hace patente a juzgar por la modificación de las previsiones de crecimiento e inflación una décima a la baja (PIB e IPC 2014 en 0,9% y 0,6% respectivamente). Por ello, la compra de deuda pública se sometió a discusión en el seno del Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria en lo que supone un reconocimiento explícito de la necesidad de dejar la puerta abierta a nuevas medidas de estímulo. Los principales puntos de disenso residen en la selección de la batería de herramientas que se deben aplicar para evitar que la situación actual se prolongue.

No obstante, se espera que el BCE otorgue algo más de margen a las herramientas que ya ha puesto en funcionamiento antes de volver a anunciar actuaciones adicionales, aunque por el momento el registro de apelación durante la primera ronda de liquidez (TLTRO) ha decepcionado. La demanda agregada se situó en 82.000 millones de euros y se queda muy por debajo de los 174.000 euros esperados. El sobrecoste con respecto a las subastas semanales puede explicar que las entidades esperen a la ronda de diciembre. En la medida en que las entidades del núcleo del área euro no acudan a la se-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Septiembre	2014
Monetarios USD	2,6	6,4
RV Japón	1,8	5,0
RF Corto Plazo USD	1,8	6,5
RF Largo Plazo USD	1,6	9,2
RV Sectores Crecimiento	1,1	15,2
RV EEUU	0,9	11,9
Garantizado parcial	0,8	5,0
RV Euro	0,8	4,3
RV España	0,5	8,6
RF Emergentes Corporate	0,5	7,5
RV Mixta Euro	0,4	6,3
Fondos de Inversión Libre	0,4	0,5
Garantizado rendimiento variable	0,3	3,1
Gestión Alternativa	0,3	2,0
RV Mixta Internacional	0,3	6,0
Monetarios Internacional	0,3	4,0
RF Mixta Internacional	0,3	4,4
RF Internacional	0,3	6,6
RF Mixta Euro	0,2	4,0
Gestión Global	0,2	4,3
RV Internacional	0,2	9,0
RF Corto Euro	0,1	3,1
Garantizado rendimiento fijo	0,1	3,2
RV Europa	0,1	4,9
Retorno Absoluto Conservador	0,0	0,8
Monetarios Euro	0,0	0,3
RF Largo Euro	-0,1	6,4
RF Emergentes	-0,2	8,6
RF High Yields	-0,2	5,7
RV Emergentes Asia y Oceanía	-0,4	14,2
RV Sectores Defensivos	-0,5	12,5
RF Convertibles	-0,7	3,5
RV Emergentes Europa del Este	-1,0	-2,3
RV Emergentes MENA	-1,2	13,9
RV Emergentes Global	-1,8	10,7
Materias primas	-5,0	-0,9
RV Emergentes Latinoamérica	-6,9	12,0
RV Materias Primas	-7,4	7,8

Fuente: Afi.

gunda ronda, el impacto en aumento de liquidez será limitado, ya que los periféricos utilizarían las nuevas remesas de liquidez para renovar las LTRO que vencen a principios de 2015, sin incrementar significativamente el balance del BCE.

Al margen del éxito de las medidas actuales, Draghi volvió a enfatizar en su mensaje de que el BCE juega un papel clave a la hora de ofrecer financiación barata al sector bancario y mantener los tipos de interés reales en terreno negativo durante un período prolongado de tiempo. Pero el área euro

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



debe actuar en otros dos ámbitos: el replanteamiento de la estrategia fiscal y la aplicación de reformas estructurales de calado en aquellos países con mayores restricciones de crecimiento para maximizar la eficacia de la política monetaria.

PRINCIPALES DERIVADAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La bajada de los tipos de interés del BCE, en un contexto macro que se ha deteriorado durante los últimos meses y, sobre todo, la adopción de medidas expansivas de balance por parte de la autoridad monetaria, ha dado impulso a los activos financieros más expuestos.

Destacamos la reacción de tres variables: (i) el tipo de cambio dólar/euro, que ha caído hasta cotas de 1,26 cuando hace pocos meses rozaba el 1,40; (ii) el aplanamiento de las pendientes soberanas, en un contexto de reducción de las expectativas de inflación y (iii) los avances bursátiles, en particular desde Jackson Hole.

Bajo la premisa de que el crecimiento económico del área euro seguirá siendo débil durante el horizonte 2014-2016 (planteamos tasas de crecimiento anual del PIB inferiores al 1,0%), no solo es necesaria una política monetaria acomodaticia. La combinación de la misma con medidas fiscales pro-crecimiento y reformas estructurales debe contribuir a apuntalar las expectativas cíclicas, todavía muy reducidas.

En cualquier caso, esperamos que los movimientos de mercado no sean lineales. La vulnerabilidad del ciclo justificará una mayor sensibilidad de las cotizaciones financieras al flujo de noticias del ámbito económico. De este modo, son probables cambios significativos y repentinos del precio de los activos, especialmente los de más riesgo.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-sep-14	31-ago-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	26	26	17	9
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	2	2	1	1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	0	3	1	-1
RV Japón	12	9	4	8
Renta variable	46	46	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	5	7	0	5
RF IG CP	4	4	8	-4
RF IG LP	2	2	0	2
RF Largo EUR	6	4	15	-9
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	30	30	58	-28
Monetarios USD	9	9	0	9
Monetarios GBP	5	5	0	5
Liquidez	3	3	5	-2
Mdo. Monetario	17	17	5	12

Fuente: Afi.

MERCADOS FINANCIEROS

Elevamos el peso recomendado de la bolsa japonesa, que ya está en terreno positivo en el año, y reducimos el de la renta variable emergente. El incremento del peso de la primera se corresponde con la expectativa de que el Banco de Japón prolongue los estímulos monetarios próximamente. La reducción del peso de la bolsa emergente, por su parte, se debe a la fuerte revalorización de dichos índices durante los últimos meses hasta niveles que consideramos no justificados por sus fundamentos. El aumento de la renta fija largo euro es un cambio táctico que instrumentalizaríamos mediante la compra de deuda a largo plazo de emisores periféricos. Reducimos la exposición a renta fija emergente en la antesala de las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, algo que podría tener implicaciones negativas para esta categoría de activo ::

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