

Cierre de los mercados en 2015 y expectativas para 2016

El último mes del año que recién concluye ha venido marcado por las políticas monetarias de los principales bancos centrales de economías desarrolladas. La esperada subida de tipos en EEUU llegó en diciembre con un incremento de 25 puntos básicos y un aviso de que la senda de incrementos de tasa será moderada. Por su parte, el BCE y el Banco de Japón amplían su activismo en términos de política monetaria. Ante la expectativa de que estas divergencias se mantengan a lo largo de 2016 y tengan su impacto en crecimiento, nos posicionamos en los mercados de activos.

Nereida González

El cierre de año 2015 ha estado marcado por el inicio de subida de tipos en EEUU. En la última reunión de 2015 del FOMC, se decidía por unanimidad un incremento de los tipos de referencia en 25 puntos básicos, lo que llevaba a los *Fed Funds* a oscilar en una banda del 0,5% - 0,25%. Adicionalmente, se hacía mención a que la senda de subidas de tipo sería muy gradual y no se empezaría a reducir el tamaño de balance (política monetaria no convencional) hasta que los tipos de interés de referencia no alcanzaran una tasa que denominaron normalizada.

El temor y alta volatilidad sufrida en los mercados los días anteriores al anuncio fue seguido de grandes avances en los días siguientes. La señal percibida por el mercado fue que el crecimiento global es robusto. Asimismo, el anuncio de una senda de subidas muy paulatina tranquilizó a los inversores que temían una contracción de política monetaria más agresiva.

De este modo, se hacen tangibles las divergencias de política monetaria que se empezaban a descontar en el mercado desde comienzos de 2015. El BCE, en su reunión del 3 de diciembre, incrementó ligeramente su programa de compra de activos. Se aumentó el



universo de activos (deuda local) a la par que se alargó la duración del programa hasta, al menos, marzo de 2017. A su vez, se acompañaron estas medidas de una reducción de la facilidad marginal de depósito que la situaba en el -0,3%.

Asimismo, el Banco de Japón incrementaba en diciembre su programa de compras de activos con dos medidas: programa de compras por valor de 300.000 millones de yenes en ETF y una ampliación del vencimiento de los activos que podría comprar (desde el tramo 7 – 10 años actual hasta el tramo 7 – 12 años).

COBROS Y PAGOS



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



Estas divergencias se trasladan a su vez a las economías emergentes. México, Chile y Colombia acompañaban el incremento de tipos marcado por la Fed sólo un día después de la reunión del FOMC. El resto de economías emergentes de Latinoamérica ya habían iniciado la contracción de política monetaria en previas reuniones de sus bancos centrales.

Por otro lado, las economías asiáticas se ven obligadas a una reducción de tipos de interés. Su mayor vinculación a China hace necesario un mayor estímulo para no perjudicar el crecimiento interno de los países.

En cuanto al crecimiento, se espera que el ciclo global consiga una leve recuperación global en 2016 tras la ralentización de 2015. Así, cabría prever una expansión del ciclo global en el entorno del 3,6%.

Entre las economías desarrolladas esperamos que el ciclo expansivo se mantenga en 2016. En EEUU se prevé una consolidación del crecimiento con un avance del PIB en el entorno del 2,8%. En el área euro cabría esperar una ligera aceleración en 2016 (cerrando el *output gap*) respecto al moderado crecimiento de 2015 (previsión crecimiento 2016: 1,9%). Por su parte, en Japón, a pesar de los estímulos monetarios, no se prevé un impulso de la economía, por lo que las tasas de crecimiento seguirán siendo muy moderadas.

La India continuará liderando el crecimiento mundial con tasas de crecimiento en el entorno del 7%. Asimismo, los registros de actividad de China siguen mostrando que la desaceleración de la economía es controlada. La pérdida de dinamismo de la industria se compensa en parte por el avance del sector servicios, por lo que descartamos la existencia de un *hard landing* de China en 2016.

Por otro lado, se espera que continúe la recesión en Brasil aunque con caídas del PIB en menor medida. En tanto en cuanto el clima político se estabilice y se permita tomar medidas de ajuste del gasto, la mejora de la economía estaría en marcha.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Junio	2015
FI Inmobiliaria	0,4	0,3
Monetarios Euro	0,0	0,0
RF Corto Euro	-0,5	-0,2
Monetarios Internacional	-0,6	8,3
Retorno Absoluto Conservador	-0,6	1,1
Garantizado rendimiento fijo	-0,7	-0,5
Gestión Alternativa	-1,2	2,6
RF Mixta Internacional	-1,4	2,3
RF Mixta Euro	-1,4	1,9
Materias primas	-1,4	-0,7
Fondos de Inversión Libre	-1,6	6,4
Garantizado rendimiento variable	-1,6	1,3
Gestión Global	-1,9	5,1
RV Emergentes Latinoamérica	-2,0	0,1
RF Largo Euro	-2,0	-0,8
RF Corto Plazo USD	-2,0	7,7
RF Internacional	-2,0	3,9
RF High Yields	-2,0	4,4
RF Emergentes Corporate	-2,1	5,3
Monetarios USD	-2,1	8,7
RV Mixta Internacional	-2,3	5,8
RV Mixta Euro	-2,3	7,0
RV Japón	-2,5	22,0
Garantizado parcial	-2,5	4,5
RF Convertibles	-2,5	6,2
RF Emergentes	-2,8	4,6
RF Largo Plazo USD	-2,9	8,1
RV Emergentes MENA	-3,2	6,9
RV EEUU	-3,2	8,7
RV España	-3,3	9,3
RV Euro	-3,4	13,6
RV Internacional	-3,9	9,9
RV Europa	-4,1	15,4
RV Sectores Crecimiento	-4,1	13,2
RV Sectores Defensivos	-4,4	8,2
RV Emergentes Global	-4,5	10,3
RV Emergentes Asia y Oceanía	-5,3	14,6
RV Emergentes Europa del Este	-5,8	12,3
RV Materias Primas	-6,9	3,0

Fuente: Afi.

En cuanto a la inflación, la otra variable que marcará la subida de tipos de la Fed, estará marcada por la evolución de las materias primas. El barril de Brent sigue marcando mínimos históricos situándose en diciembre a niveles de 2004. De cara a 2016, y en la medida que la recuperación de las materias primas se haga vigente, la inflación se recuperará paulatinamente y la tasa general se irá acercando a la subyacente.

En los mercados y a pesar de que el grueso de la apreciación del dólar ya se ha producido, aún se

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



aprecian posibilidades de que las divergencias de política monetaria acerquen el tipo de cambio a la paridad. Asimismo, el incremento de diferenciales de tipos dólar – euro debería favorecer una apreciación del dólar.

En divisas emergentes se espera que la tendencia a lo largo de 2016 sea apreciadora. La depreciación acumulada en 2015 ante el temor de la normalización de tipos en EEUU pensamos que es excesiva y debería corregirse en los próximos meses. Por el momento, las economías emergentes más vinculadas a EEUU (LatAm) han mostrado su vinculación al ciclo de la economía estadounidense y, en consecuencia, su capacidad para absorber los incrementos de tasas que marque la Fed. Asimismo, su posición exterior, en relación a periodos anteriores de subidas de tipos en EEUU, es mejor en términos de reservas y deuda externa.

Por otra parte, los activos con mejor comportamiento en periodos anteriores de incrementos de tasas en EEUU han sido la renta variable emergente y la renta fija emergente en divisa local.

En este sentido, y ante la falta de oportunidades en renta fija pública salvo en los tramos largos de los países periféricos, uno de los activos que presenta mayores rentabilidades esperadas es la renta fija en divisa local. Aprovechando las altas rentabilidades que ofrecen por tipos de interés y la apreciación esperada de la divisa, hace que este activo sea una buena opción para asumir riesgo vía renta fija.

La renta variable será el activo con mayor revalorización en los próximos meses. Tras las correcciones observadas en el mes de diciembre, la renta variable europea y japonesa aumenta su atractivo. Asimismo, los estímulos monetarios de sendos bancos centrales apoyan una sobreponderación de estos activos.

En sentido contrario, se recomienda una infraponderación de renta variable americana, así como en mercados emergentes. Las valoraciones de la renta variable EEUU se mantienen muy ajustada, a lo

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-dic-15	30-nov-15	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	29	27	17	12
RV EEUU	0	0	6	-6
RV Emer. Asia	0	0	1	-1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	1	1	1	0
RV Japón	10	10	4	6
Renta variable	40	38	30	10
Ret. Abs. Conservador	4	4	7	-3
Gestión Alternativa	3	3	0	3
Gestión alternativa	7	7	7	0
RF Convertibles	7	9	0	7
RF High Yield	15	13	2	13
RF Emergente	7	7	0	7
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	0	0	0
RF Largo EUR	9	11	15	-6
RF Corto EUR	4	0	33	-29
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	42	40	58	-16
Monetarios USD	6	6	0	6
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	5	9	5	0
Mdo. Monetario	11	15	5	6

Fuente: Afi.

que se une el impacto negativo de la subida de tipos y la apreciación del dólar que esperamos para el próximo año.

MERCADOS FINANCIEROS

Con todo ello y de cara al primer mes del año, modificamos nuestro *asset allocation* general y elevamos ligeramente el riesgo.

Las cesiones bursátiles de final de año elevan el atractivo de la bolsa europea, donde encontramos una nueva oportunidad de entrada. Por consiguiente, elevamos su peso ligeramente.

En cuanto los activos de renta fija, los repuntes recientes en la curva española nos permitirían obtener ganancias durante los próximos meses en el tramo corto-medio. De este modo, incrementamos el peso de la renta fija corto euro, mientras que reducimos la liquidez y la renta fija largo euro.

Por último, volvemos a incrementar el peso en renta fija high yield, pero en esta ocasión lo hacemos en deuda denominada en dólares, donde el repunte de diferenciales ofrece un atractivo adicional ::

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

