

Efecto en emergentes de un mensaje más agresivo de la Fed

Tras el buen comportamiento de los activos emergentes desde finales de enero, vuelven a emerger los riesgos. Las actas del FOMC de abril dejaban abierta la puerta a una subida de tipos en junio que ha llevado a adelantar las expectativas de subidas de tipos en EEUU. En consecuencia, las divisas emergentes se han depreciado en el mes de mayo en torno a un 4%, siendo esta depreciación más agresiva en aquellos países más expuestos a EEUU. A pesar de ello, si la Reserva Federal estadounidense (Fed) sube tipos este mes de junio pero lo acompaña de un mensaje acomodaticio (subidas muy graduales), el riesgo para las divisas emergentes podría ser limitado.

Nereida González

La evolución de los mercados en el mes de mayo estuvo marcado por un adelanto de las expectativas para la subida de tipos en EEUU, que se agravaban con la publicación de las actas del FOMC de abril. Con un mensaje más agresivo, se advertía en las actas de que una subida de tipos en junio estaba sobre la mesa, si los indicadores para los meses siguientes a la reunión confirmaban la fortaleza de la economía de EEUU.

Los registros conocidos desde la reunión muestran que si bien el crecimiento de EEUU ha sido débil en el primer trimestre de 2016, en el segundo trimestre del año podría recuperarse. El mercado de trabajo ha mantenido su evolución, donde la tasa de paro se sitúa en el 5,0% y los salarios crecen un 2,5% interanual. La inflación continúa por debajo del objetivo de la Fed (1,1% en abril). Sin embargo, excluido el efecto de los bajos precios de la energía, la inflación se sitúa en el 2,1% según el registro de abril.

Consecuentemente, el mensaje algo más duro de la Fed llegaba tras unas semanas en las que el mercado había adelantado sus expectativas de subidas de tipos. Así, desde principios de mayo, hemos asistido



a una apreciación del dólar (2,1% según el DXY) y un repunte de los tipos a corto plazo (+11,5pb).

La contrapartida en este movimiento se ha percibido en los activos emergentes. Tras una buena evolución desde finales de enero, momento en el que las materias primas comenzaron a estabilizarse, en mayo han registrado grandes pérdidas. El conjunto de divisas emergentes se ha depreciado un 4,1%, a la par que la renta variable emergente ha cedido un 5,5% (según el índice MSCI Emerging Markets).

COBROS Y PAGOS



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

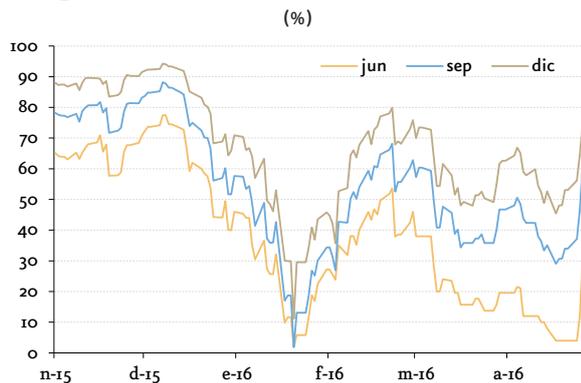
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

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



Probabilidad de subida de tipos en EEUU implícita en los futuros de los Fed Funds (%)

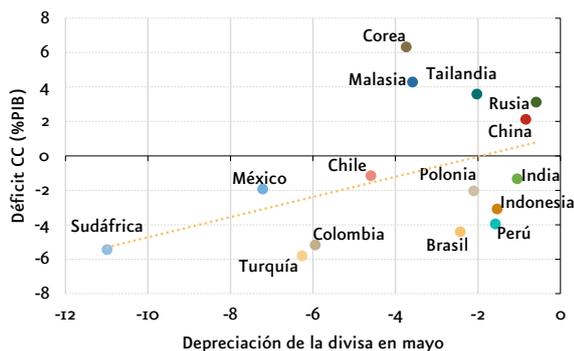


Fuente: Afi, Bloomberg.

Además de un adelanto de la subida de tipos en EEUU, hay dos elementos que podrían contribuir a la reciente evolución de los activos emergentes. Por un lado, los renovados temores por la evolución de China y, por otro, la estabilización del precio de las materias primas.

Los registros conocidos para China en las primeras semanas de mayo sorprendieron negativamente al mercado. Las exportaciones en dólares caían un 1,8%, al igual que las importaciones (-10,9%). Esta caída de las importaciones podría estar mostrando una debilidad de la demanda interna, lo que ha elevado las alarmas sobre el cambio de modelo productivo de la economía china hacia una economía orientada al consumo.

Depreciación de divisas emergentes en mayo (%) y saldo por cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Afi, Macrobond.

Sin embargo, las divisas de los países más vinculados a China (sus vecinos asiáticos) no son las que mayor depreciación han sufrido. Esto nos hace pensar que un renovado temor a un *hard landing* en China no es el factor director del cambio de tendencia.

En cuanto al precio de las materias primas, en la primera semana de mayo asistimos a un freno en su repunte, lo que restaba soporte al avance de los activos emergentes. No obstante, en la segunda mitad de mes, el precio del petróleo repuntó hasta niveles cercanos a los 50dps tras el control de la producción en algunos países exportadores de esta materia prima.

Asimismo, cabe señalar que el comportamiento de las materias primas no es homogéneo, lo que podría explicar el distinto desempeño de algunas divisas. Por ejemplo, el cobre ha caído un 8,7% desde principios de mes, explicando parte de la depreciación del peso chileno frente al dólar. Sin embargo, la respuesta de los exportadores de petróleo no ha sido homogénea, como muestra la estabilidad del rublo ruso frente a la depreciación sufrida por otras monedas como el peso colombiano, lo que sugiere que otros factores, como la vulnerabilidad frente a una subida de la Fed, han desempeñado un papel clave en esta depreciación.

Todo esto nos lleva a pensar que es el efecto de una Fed más agresiva lo que está pesando sobre los activos emergentes. Aquellos países con mayor déficit por cuenta corriente y menores reservas son los que han sufrido una mayor depreciación de su divisa en las últimas tres semanas.

El rand sudafricano y la lira turca, cuyos países registran un alto déficit por cuenta corriente (6% del PIB) y bajas reservas (7 meses de importaciones), son las que mayor depreciación frente al dólar han sufrido. Este también es el caso de México, Colombia y Chile, economías altamente vinculadas a EEUU, con bajo nivel de reservas y elevados déficit por cuenta corriente.

Con todo ello, tras meses de buen comportamiento de los activos emergentes, vuelven a emerger los riesgos. Buena parte de la depreciación reciente se inscribe

COBROS Y PAGOS

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:

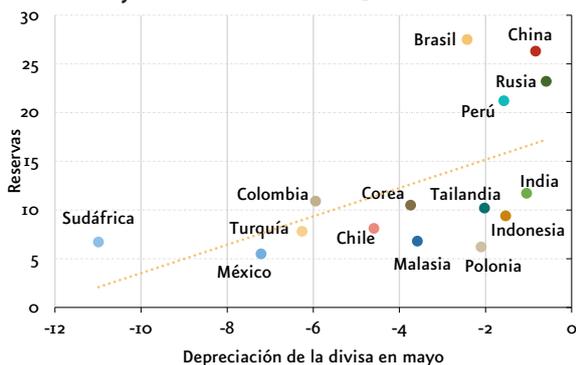
COBROS

- 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

Depreciación de divisas emergentes en mayo (%) y reservas (meses de importaciones)



Fuente: Afi, Macrobond.

en un contexto de fuertes apreciaciones previo que habían precedido a las divisas. Esta volatilidad podría continuar si la Fed subiese tipos ahora en junio, aunque en la medida que la subida venga acompañada de un mensaje más adomesticado respecto al ritmo de las subidas, el efecto de depreciación sobre las divisas sería limitado. Por consiguiente, mantenemos nuestra previsión de apreciación de las divisas emergentes en el medio-largo plazo, si bien los riesgos de ese escenario han incrementado.

MERCADOS FINANCIEROS

Reducimos el nivel de riesgo de la cartera de forma táctica para el mes de junio. Acontecimientos como el referéndum en Reino Unido, una Fed que podría mostrarse algo más tensionadora de lo anticipado por el mercado, las negociaciones en torno a Grecia y las elecciones en España pueden incrementar la volatilidad en el mercado y afectar negativamente a las cotizaciones.

Es por ello que los ajustes del mes de nuestro *asset allocation* van encaminados a cubrir parte del riesgo en bolsa y renta fija *high yield* y emergente –muy correlacionados– con posiciones largas en activos con una elevada sensibilidad a episodios de incremento del riesgo, pero con aporte de rentabilidad.

Una opción válida para llevar a cabo dicho cambio es mediante la incorporación de deuda pública de EEUU a 30 años. La reducida correlación de ésta

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-jun-16	31-may-16	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	7	3	5	2
Monetarios USD	0	8	0	0
Monetarios GBP	4	4	0	4
Mdo. Monetario	11	15	5	6
DP Corto EUR	0	0	30	-30
DP Largo EUR	7	7	15	-8
DP USD	8	0	0	8
RF Investment Grade	5	5	10	-5
RF High Yield	15	15	5	10
RF Emergente	7	7	0	7
RF Convertible	7	7	0	7
Renta fija	41	41	60	-19
RV EUR	23	27	12	11
RV EEUU	6	4	12	-6
RV Japón	3	3	3	0
RV Emergente	2	2	3	-1
Renta variable	36	36	30	6
Gestión Alternativa	4	4	0	4
Materias Primas	2	4	0	2
Gestión alternativa	8	8	5	3

BMK= benchmark

Fuente: Afi.

con activos como la renta fija *high yield* y emergente se une al devengo de una rentabilidad (TIR), actualmente del 2,6%, como argumento para optar por su inclusión en la cartera recomendada.

Incluimos la deuda pública de EEUU con un peso del 8%. El cambio lo realizamos con cargo a monetarios denominados en dólares (USD), que pasan del 8% al 0%, por lo que por esta vía no incrementamos la exposición a la divisa estadounidense. Por otra parte, si aumentamos la exposición al USD en la parte de la cartera de renta variable, al incrementar en 2pp –hasta el 6%– el peso de la bolsa de EEUU. A pesar de mantener una clara sobreponderación en renta variable en euros (EUR) (23% frente al 12% del *benchmark*), reducimos el peso de ésta en 4pp.

Con el objetivo también de disminuir el riesgo global de la cartera, y tras el rally reciente de la categoría que ha llevado al *brent* a cotizar próximo a nuestros objetivos para cierre de ejercicio, disminuimos el peso de las materias primas en la cartera recomendada, que pasan del 4% al 2%.

Por último, incrementamos liquidez en euros en 4pp, hasta el 7%, con el objetivo de reducir el perfil de riesgo ::

COBROS Y PAGOS

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