

Los bancos centrales, en el punto de mira

La introducción de objetivos de tasa de paro e inflación en el último FOMC y la posibilidad de que el Banco de Japón incremente el activismo en su estrategia de expansión cuantitativa, son los primeros pasos dirigidos a lo que parece un cambio en profundidad de la orientación de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales. Un cambio en el que las políticas menos convencionales ganarán peso, en un contexto en el que el margen de la política monetaria convencional y de la política fiscal para dar soporte al ciclo se agota.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

La reunión del BCE nos deja de nuevo sin cambios en el repo pero con una revisión sustancial y a la baja de las previsiones de crecimiento que sugiere que la rebaja en el tipo oficial podría tener lugar en los primeros meses de 2013. El suministro de liquidez bajo el esquema actual estará vigente el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta mediados de 2013. La mejora en las condiciones financieras del conjunto del Área euro desde el anuncio de la OMT, el principal aspecto positivo de los últimos meses.

Con este balance, se saldó el último Consejo de Gobierno del BCE de diciembre, en el que la presentación de las nuevas proyecciones de crecimiento e inflación 2012-14 para el Área euro nos deja un escenario alineado con el de nuestras previsiones y especialmente negativo para 2013. Es por ello que seguimos otorgando probabilidades elevadas a un recorte adicional del tipo de referencia (sometido a discusión según palabras de Draghi).

•Rango de variación del PIB para 2012: (-0,6% y -0,4%). La previsión de Afi es una caída del 0,4%



anual, lo que lleva aparejada una contracción trimestral en 4T del 0,4%.

•Rango de variación de PIB para 2013: (-0,9% y +0,3%). Nuestra previsión para el año: +0,1%.

La alerta lanzada por el Bundesbank, que asume un cuarto trimestre de fuerte contracción en el PIB alemán y un crecimiento reducido en 2013 (0,4%), es todo un recordatorio de la profundidad que empieza a adquirir la recaída de la actividad en la UME más allá de las señales incipientes de estabilización en algunos indicadores.

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 Barrido

PAGOS

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



Por su parte, la Fed anunciaba un nuevo programa de compra de deuda pública (45 mil millones al mes), que junto con las compras de MBS (40 mil millones al mes), apuntan a una expansión de balance de más de un billón de dólares en los próximos 12 meses. Así, el valor de los activos en su balance puede superar los 3,5 billones a finales de 2013. Este nuevo programa sustituye a la operación Twist que buscaba alargar el vencimiento medio de la cartera de bonos pero sin alterar su tamaño.

La cuarta ronda de expansión de balance viene acompañada, además, de un cambio relevante en la estrategia de comunicación de las decisiones de política monetaria que se tomen de ahora en adelante. La Fed introduce, como se venía barajando, la fijación de objetivos de tasa de paro e inflación como base para determinar cambios en los tipos de referencia: los fed funds se mantendrán en los niveles actuales al menos mientras que la tasa de paro esté por encima del 6,5%, la inflación esperada a uno o dos años vista no supere en medio punto el 2% y las expectativas de inflación a largo plazo continúen ancladas.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

El tono de mercado en las últimas semanas, al hilo de los últimos acontecimientos, positivo para la renta variable, con revalorizaciones de los principa-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	noviembre	2012
RV Asia y Oceanía	2,5%	17,6%
RV Sectores Crecimiento	2,0%	13,5%
RV Europa	1,9%	19,7%
RV Japón	1,8%	2,9%
RV Euro	1,8%	13,9%
RV Emergentes Global	1,0%	10,7%
RV Mixta Internacional	1,0%	7,7%
RF Largo Euro	0,9%	8,8%
RV Mixta Euro	0,9%	4,8%
RV EEUU	0,9%	11,7%
RV Global	0,8%	18,7%
RF Convertibles	0,7%	9,4%
RV España	0,7%	0,2%
RF Mixta Euro	0,7%	3,5%
Garantizado RF	0,6%	3,9%
Gestión Global	0,6%	11,0%
RF High Yields	0,6%	14,4%
Materias primas	0,5%	0,7%
RF Internacional	0,5%	7,6%
RF Mixta Internacional	0,5%	4,5%
Garantizado a vto	0,5%	3,0%
RF Corto Euro	0,4%	3,6%
RV Emergentes Eur. Este	0,3%	19,7%
FIL	0,2%	1,8%
RF LP USD	0,2%	4,8%
Garantizado parcial	0,1%	0,9%
Ret. Absoluto Conservador	0,1%	1,6%
Monetarios Euro	0,1%	1,1%
RF CP USD	0,1%	2,2%
Gestión Alternativa	-0,1%	0,8%
Monetarios USD	-0,2%	-0,1%
RV Sectores Defensivos	-0,5%	7,9%
RV Emergentes MENA	-0,7%	15,2%
FI Inmobiliaria	-0,9%	-3,3%
RV Emergentes Latam.	-1,3%	2,0%

Fuente: elaboración propia.

RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

	Ratios valoración					Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
	Peso actual (%)	PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Inditex	13%	27,5	7,6	2,5%	27,5%	11,5%	24,8%	12,4%	63.860
Red Eléctrica	11%	10,2	2,5	6,9%	24,1%	17,9%	4,7%	9,5%	4.904
OHL	11%	8,0	1,1	3,3%	12,0%	14,3%	13,4%	4,3%	2.005
Indra	11%	9,6	1,4	5,6%	14,0%	-15,6%	-18,7%	8,0%	1.457
Técnicas Reunidas	11%	14,6	5,0	3,8%	31,2%	29,6%	2,5%	8,9%	2.016
Santander	10%	14,4	0,7	10,3%	7,8%	-28,5%	-41,8%	67,7%	59.966
Telefónica	9%	8,6	2,1	6,5%	21,7%	-18,2%	-15,4%	2,8%	46.694
DIA	9%	18,8	19,3	2,9%	77,0%	31,4%	13,0%	19,2%	3.278
Grifols	9%	27,5	4,2	1,2%	17,8%	5,5%	80,5%	29,1%	7.342
ACS	6%	6,1	1,8	7,5%	27,9%	-0,7%	-12,5%	-5,3%	5.245
Cartera recomendada		15,0	4,6	4,9%	25,5%	5,4%	5,5%	16,1%	
IBEX 35		16,6	1,0	5,1%	6,1%	-20,1%	-40,3%	59,4%	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

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 Barrido

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



les índices, que se aproximan a zona de resistencias de los últimos 12 meses. En el mapa europeo, mejor comportamiento de la periferia frente al core de la mano de “sectores agresivos” como construcción y real state. En RV EEUU, el impacto del cuarto programa de estímulo está siendo muy contenido.

El mismo comportamiento se observa en el cruce USD/EUR, que consolida por encima de 1,30 tras el nuevo programa de compra de deuda pública anunciado por la Fed. Una decisión que, no obstante, ya contemplaba el mercado, y que ha contenido el rango de apreciación del EUR. El impacto en las principales divisas emergentes, también limitado.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Nuestro escenario a corto plazo sigue contemplando una deriva al alza en la volatilidad implícita de las principales áreas de mercado. El fuerte deterioro cíclico en el último trimestre del año y la llegada a zona de resistencias en el grueso de monitores de mercado (principales índices bursátiles, USD/EUR,...) son los argumentos en los que nos apoyamos para continuar infraponderando la renta va-

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-nov-12	31-oct-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	10%	10%	17%	-7%
RV EEUU	3%	3%	6%	-3%
RV Emer. Asia	1%	1%	1%	0%
RV Emerg. Latam	0%	0%	1%	-1%
RV Europa Este	0%	0%	1%	-1%
RV Japón	4%	4%	4%	0%
Renta variable	18%	18%	30%	-12%
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	14%	14%	0%	14%
Gestión alternativa	14%	14%	7%	7%
RF Convertibles	9%	9%	0%	9%
RF High Yield	8%	8%	2%	6%
RF Emergente	8%	8%	0%	8%
RF IG CP	4%	4%	8%	-4%
RF IG LP	3%	3%	0%	3%
RF Largo EUR	6%	6%	15%	-9%
RF Corto EUR	10%	10%	33%	-23%
RF USD	0%	0%	0%	0%
Renta fija	48%	48%	58%	-10%
Monetarios USD	8%	8%	0%	8%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	12%	12%	5%	7%
Mdo. Monetario	20%	20%	5%	15%

Fuente: elaboración propia.

riable en nuestra cartera (18% frente al 30% que determina el índice de referencia. En deuda española, observamos una entrada de flujo no residente que podría dar continuidad a la recuperación de precios. Por lo que la lectura general de nuestro asset allocation recomendado para diciembre permanece sin cambios con respecto a noviembre ::

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 Barrido

PAGOS

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



Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía