

# La búsqueda de rentabilidad marca la dirección de los flujos financieros

Las comunicaciones de los bancos centrales, los indicadores de coyuntura y lo ajustado de las valoraciones han desencadenado una corrección de los activos financieros que podría tener continuidad en las próximas semanas. En los mercados financieros, la demanda de rentabilidad se mantiene como argumento principal en la dirección de flujos. En nuestro posicionamiento de mercados, este mes desplazamos recursos desde Japón hacia Latinoamérica y Estados Unidos.

Cristina Colomo

Destacamos, como balance del último Consejo de Gobierno del BCE, la rebaja del tipo repo hasta el 0,5%, la extensión del esquema actual de liquidez al menos hasta julio de 2014 y la mención, aunque sin detalles, al programa de reactivación del crédito bancario a empresas.

Esperamos novedades en tres ejes de política monetaria: (i) la reducción del tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos; (ii) el refuerzo de las medidas de inyección de liquidez; y (iii) la creación de un programa específico orientado a reducir las divergencias entre los países del euro en términos de volumen y costes de concesión de crédito al sector privado.

En los dos primeros ejes, el BCE se adecuó al guion previsto y descontado por el mercado. En el tercero, sin duda el que suscitaba mayor interés, se esperaba que el BCE concretase el programa y solo ha anunciado que está estudiando reforzar, en colaboración con otras instituciones europeas (en concreto, con el Banco Europeo de Inversiones-BEI), el mercado de ABS respaldados por préstamos bancarios a empresas, cuyo tamaño se ha visto fuertemente reducido en los últimos años.



La extensión de la recesión del Área euro al 2T13, anticipada por los indicadores de confianza, la moderación reciente de la inflación (por debajo del 1,5%) y la necesidad de evitar que las restricciones de liquidez se conviertan en un motivo más de limitación crediticia justifican, según el propio Draghi, la idoneidad de combinar la rebaja del repo con la extensión del suministro ilimitado de liquidez bajo la operativa actual.

El balance económico del BCE abre la puerta a más bajadas de tipos.

**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 Banco

**PAGOS**

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



La única orientación expresa, en este sentido, ha sido la “predisposición a seguir actuando en caso de ser necesario”. En su opinión, y atendiendo a los indicadores de seguimiento de referencia, la fragmentación financiera en el seno del Área euro sigue siendo elevada pero se ha reducido en los últimos meses. Con la bajada del repo y el anclaje del EONIA en el 0,08%, se benefician tanto los bancos periféricos (por un menor coste del pasivo captado en el Eurosistema) como los bancos de economías “núcleo” con una apelación relevante a la financiación interbancaria a más corto plazo.

La reducción del tipo repo vino acompañada, además, de un estrechamiento de las bandas que fijan, en torno al repo, los tipos de la facilidad marginal de crédito (referencia en la fijación de los costes aplicados por los bancos centrales nacionales en sus *Emergency Liquidity Assistance*, ELA) y de depósito. El de la facilidad de crédito se sitúa ahora en el 1% (-50pb) y el de la de depósito se mantiene inalterada en el 0% sin que el BCE haya descartado llevarlo a terreno negativo con el objetivo de movilizar los 120.000 millones de euros que tiene de saldo.

## REACCIÓN DE LOS MERCADOS

El mes de mayo se ha caracterizado por la vuelta de la volatilidad a los principales mercados financieros. Por un lado, por la posibilidad creciente de que la

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	abril	2013
RV Japón	3,3%	19,6%
RF Largo Euro	1,2%	1,9%
RV España	1,1%	1,2%
Garantizado RF	0,8%	2,8%
Garantizado a vto	0,5%	1,7%
RF Corto Euro	0,5%	1,3%
RF High Yields	0,3%	3,3%
RF Mixta Euro	0,3%	1,4%
Garantizado parcial	0,3%	0,4%
RF Emergentes	0,2%	1,6%
Monetarios Dinámicos	0,1%	0,5%
Monetarios Euro	0,1%	0,3%
Gestión Alternativa	-0,1%	0,9%
RF Internacional	-0,1%	0,8%
RF Mixta Internacional	-0,2%	1,6%
RV Mixta Euro	-0,3%	1,5%
FIL	-0,5%	0,3%
RF Emergentes Corporate	-0,5%	0,7%
Gestión Global	-0,5%	1,4%
RF Convertibles	-0,6%	2,8%
RV Mixta Internacional	-0,8%	3,7%
RV Euro	-1,1%	1,3%
RF LP USD	-1,4%	1,7%
Monetarios Internacional	-1,5%	-2,9%
RV Asia y Oceanía	-1,5%	2,8%
RF CP USD	-1,5%	1,1%
Monetarios USD	-2,0%	1,0%
RV Sectores Crecimiento	-2,0%	7,5%
RV Sectores Defensivos	-2,2%	2,4%
RV Global	-2,2%	5,6%
RV Europa	-2,2%	3,7%
RV EEUU	-2,6%	10,1%
RV Emergentes MENA	-3,2%	1,2%
RV Emergentes Global	-3,3%	-1,8%
RV Emergentes Latam.	-4,6%	-0,9%
RV Emergentes Eur. Este	-4,9%	-3,6%
Materias primas	-7,3%	-7,1%

Fuente: Afi.

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

	Peso actual	Ratios valoración				Ccto BPA (%)				Market cap (milleUR)
		PER	P/B	RPD	ROE	2011	2012	2013	2014	
Inditex	11%	25,6	7,1	2,6%	27,4%	11,5%	22,3%	12,4%	12,8%	62.065
Red Eléctrica	11%	10,2	2,5	6,9%	24,0%	17,9%	7,0%	7,1%	7,4%	5.127
OHL	11%	10,1	1,2	2,7%	12,0%	14,3%	16,3%	10,2%	10,7%	2.718
Técnicas Reunidas	11%	14,6	4,5	3,9%	28,2%	29,6%	1,2%	9,4%	9,5%	2.054
Viscofan	10%	17,5	3,6	3,0%	19,7%	20,6%	6,7%	5,3%	10,8%	1.866
Santander	10%	17,3	0,8	10,8%	7,9%	-29,0%	-65,6%	150,0%	16,3%	58.795
DIA	10%	19,9	20,7	2,6%	73,4%	31,4%	22,6%	17,0%	13,7%	4.019
Telefónica	10%	10,0	2,3	6,9%	20,8%	-14,4%	-25,3%	2,2%	3,9%	49.788
Grifols	9%	29,5	5,0	1,1%	18,4%	5,5%	80,6%	23,5%	19,7%	9.330
ACS	7%	8,3	2,2	6,1%	24,0%	-0,7%	-23,8%	0,5%	7,1%	5.977
<b>Cartera recomendada</b>		<b>16,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6%</b>	<b>25,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>23,9%</b>	<b>11,2%</b>	
<b>IBEX 35</b>		<b>18,9</b>	<b>1,2</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-20,5%</b>	<b>-46,2%</b>	<b>63,1%</b>	<b>18,4%</b>	

Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

## 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

Univía 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



Reserva Federal inicie la retirada de sus medidas de política monetaria expansiva en un breve horizonte temporal. Por otra parte, porque la renta variable japonesa ha sufrido fuertes caídas en la segunda mitad de mes tras la publicación del PMI de manufacturas de China (por debajo de 50 puntos en mayo) y después de llegar a acumular una revalorización anual del 50%. En este sentido, también está favoreciendo a la volatilidad las cesiones del Nikkei junto con la estabilización e incluso apreciación del yen frente a USD (en niveles de 100 JPY/USD) y EUR (alrededor de los 130 JPY/EUR). También en los mercados de divisas estamos asistiendo a un repunte de la volatilidad del cruce USD/EUR que en el mes de mayo ha oscilado en la banda 1,285-1,320 USD/EUR.

China y Sudáfrica lideran las subidas en el último mes, tomando el relevo de un Nikkei que está corrigiendo con fuerza en las últimas sesiones. En el lado opuesto destacamos la presencia de la renta variable española. En los sectores europeos, el grueso de máximos anuales se ha alcanzado en la parte final de mayo. Las excepciones más destacadas las encontramos en Bancos, Recursos Naturales y Telecomunicaciones.

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

En la gestión de carteras de junio, apostamos por activos en dólares. En la parte de renta variable no ajustamos el peso, que permanece estable en el 36%, pero sí la composición, con un desplazamiento de recursos desde Japón hacia Latinoamérica y Estados Unidos. Nuestros análisis de ciclo de beneficios y va-

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-abr-13	31-mar-13	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	20%	20%	17%	3%
RV EEUU	3%	3%	6%	-3%
RV Emer. Asia	5%	5%	1%	4%
RV Emerg. Latam	0%	0%	1%	-1%
RV Europa Este	0%	0%	1%	-1%
RV Japón	8%	8%	4%	4%
<b>Renta variable</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>30%</b>	<b>6%</b>
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	8%	8%	0%	8%
<b>Gestión alternativa</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>1%</b>
RF Convertibles	9%	9%	0%	9%
RF High Yield	6%	6%	2%	4%
RF Emergente	8%	8%	0%	8%
RF IG CP	4%	4%	8%	-4%
RF IG LP	6%	6%	0%	6%
RF Largo EUR	8%	8%	15%	-7%
RF Corto EUR	5%	5%	33%	-28%
RF USD	0%	0%	0%	0%
<b>Renta fija</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>	<b>58%</b>	<b>-12%</b>
Monetarios USD	5%	5%	0%	5%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	5%	5%	5%	0%
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>

Fuente: Afi.

loraciones dejan al Nikkei en una posición vulnerable a corto plazo después del rally de los últimos meses. En este contexto, tomamos beneficios y nos desplazamos hacia áreas con mayor recorrido. En renta fija, reducimos el peso al 41%, tomando beneficios en la parte corta de la curva de deuda pública (RF Corto EUR) y en grado de inversión a largo plazo. El destino de estas desinversiones son (1) las áreas con más spread (high yield, emergente), (2) convertibles que nos facilitan exposición a renta variable, pero suavizando el riesgo de mercado y (3) monetarios dólar buscando un objetivo a corto plazo por debajo de 1,26 ::

### 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 Banco

**PAGOS**

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

