

La incertidumbre se mantiene en el bloque emergente pese a la cautela de la Fed

El principal factor que está agregando incertidumbre es la falta de acuerdo entre Grecia y sus acreedores. La posibilidad de que el país heleno salga del área euro es ya una realidad. No obstante, fuera del ámbito más político, la senda de endurecimiento de condiciones monetarias de la Fed es el otro foco de riesgo relevante. Los mercados emergentes serán los más sensibles a posibles sorpresas en cuanto a la fecha de comienzo o a la magnitud de las subidas de tipos de interés de EEUU.

Juan Navarro

Más allá de la tensión generada durante el último mes con respecto a la resolución de la crisis griega, el otro foco de interés principal que ha generado cierta volatilidad en los mercados es el mensaje de la Reserva Federal. La mayor parte del mercado ya parece estar descontando la primera subida de tipos de interés en su reunión de septiembre.

A juzgar por los más recientes registros en el mercado laboral, la infrautilización de recursos disponibles podría estar llegando a su fin en EEUU. Los oferentes de empleo cada vez encuentran mayores dificultades a la hora de cubrir las vacantes disponibles. Por otra parte, los salarios están empezando a recoger cierta tensión, y ya crecen a un ritmo superior al 2% interanual. Estas evidencias ponen de manifiesto que la economía podría estar cerca de su nivel de desempleo estructural, situado en un nivel superior al de otros ciclos caracterizados por el endurecimiento de las condiciones monetarias. Las presiones sobre los precios no deberían tardar en llegar, incentivando una actuación de la Fed antes del final de 2015.

Las principales incógnitas se circunscriben al ritmo y la magnitud de las subidas. En cuanto a



esta última cuestión, parece claro que el nivel de llegada de los Fed Funds se situará en un estrato más reducido que en otras fases de incremento de tipos, siendo la el principal argumento la caída del crecimiento potencial de la economía. Por otra parte, la senda en la subida de tipos de interés que seguirá la Fed será muy gradual para evitar acontecimientos como el del *taper tantrum* del verano 2013. Además, la desincronización de los ciclos económicos hace que ante un endurecimiento

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



brusco de las condiciones monetarias, el dólar experimente una fuerte apreciación, lesiva para el crecimiento, por lo que también optamos por un incremento de los tipos muy gradual.

Durante el último FOMC (Comité de política monetaria de la Fed), el mensaje de su presidenta fue muy cauto, y no ha evitado la vuelta de la volatilidad a las divisas emergentes. Las principales monedas del bloque emergente se deprecian durante las últimas semanas, en algunos casos más que compensando la revalorización que habían acumulado en el año. Una reacción que es la derivada directa del brusco reajuste de expectativas de crecimiento en Europa, con el impacto que ello ha tenido sobre las rentabilidades que cotizan los principales mercados de bonos desarrollados.

El final del *forward guidance* de la Fed supone que, a partir de ahora, las expectativas del mercado sobre las subidas de tipos fluctuarán, en gran medida, en función de los indicadores macroeconómicos. El mercado ya ha situado la TIR del T-note en el 2,40% (1,65% a principios de febrero), lo que supone un recordatorio de hasta qué punto los mercados de bonos cotizaban con niveles de complacencia elevados. El repunte de tipos de interés de la curva alemana también apuntaría en esta dirección.

En lo que atañe a las divisas emergentes, el resultado de lo anterior es que la entrada de flujos de capital al bloque emergente se ha moderado de forma clara durante las últimas semanas. Según el Instituto Internacional de Finanzas, en mayo las entradas fueron de 7.000 millones de dólares frente a los 30.000 registrados en abril.

Por áreas geográficas, destacamos lo siguiente:

- Las divisas de América Latina han sido las más penalizadas. Estas monedas son las más sensibles al endurecimiento de las condiciones monetarias en EEUU por la más intensa salida neta de flujos de capital. Incluso las divisas de países que cuentan con buenos fundamentos económicos,

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.

como es el caso del peso mexicano, experimentan las consecuencias de la ralentización de EEUU y una cierta inestabilidad socio-política.

- Las divisas de Asia emergente se ven afectadas por la desaceleración de China y la posibilidad de que este país apueste por una depreciación de su divisa como válvula para apuntalar el crecimiento.
- Las perspectivas de mejora cíclica global, y particularmente en el área euro, y de que las tensiones geopolíticas no vayan a más, pueden dar es-

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 Récibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

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



tabilidad e incluso cierto recorrido de apreciación a las divisas de Europa del este.

- El comportamiento de las divisas emergentes durante el primer semestre del año sorprende en un momento en el que la política monetaria se mantiene acomodaticia a nivel global, con bancos centrales como el BCE o el Banco de Japón, entre otros, incrementando su balance de forma sustancial y, con ello, la liquidez en el mercado.

- El escenario que se abre para los próximos meses no va a ser más benigno para esta área del mercado. La Fed está a las puertas de subir los tipos de interés, aunque de forma muy progresiva, y la mejora del crecimiento en Europa y Japón (con repunte de tipos de interés), podrían traducirse en un endurecimiento de las condiciones monetarias a nivel global, con el consiguiente impacto sobre las economías emergentes en forma de salida de flujos de inversión. El crecimiento en los emergentes, además, sigue sin responder a las expectativas salvo en casos excepcionales (India).

Con este panorama y a pesar de la depreciación que acumulan las divisas, pensamos que todavía hay valor en realizar coberturas de cobros que se vayan a producir en las áreas emergentes durante los próximos meses. Las monedas de América Latina y las de los denominados «cinco frágiles» (con la excepción de India) son, a nuestro juicio, las que presentan un mayor grado de vulnerabilidad.

MERCADOS FINANCIEROS

El repunte de la volatilidad ha sido una de las principales características de los mercados financieros durante el último mes. Y es que esta se encuentra en pleno proceso de normalización, alcanzando niveles superiores a los registrados durante los últimos dos ejercicios en los que la laxitud monetaria aplicada por la práctica totalidad de bancos centrales ha dominado esta tendencia.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-jun-15	31-04-2015	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	33	35	17	16
RV EEUU	4	4	6	-2
RV Emer. Asia	2	4	1	1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	1	1	1	0
RV Japón	14	14	4	10
Renta variable	54	58	30	24
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	2	2	0	2
Gestión alternativa	2	2	7	-5
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	13	11	2	11
RF Emergente	2	4	0	2
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	0	0	0
RF Largo EUR	15	13	15	0
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	37	35	58	-21
Monetarios USD	4	2	0	4
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	3	3	5	-2
Mdo. Monetario	7	5	5	2

Fuente: Afi.

Varios elementos, como Grecia o la política monetaria de EEUU, han contribuido a que el comportamiento de los activos de riesgo haya sido negativo en el mes. Consideramos que estos factores seguirán generando ruido a lo largo de la temporada estival por lo que optamos por adoptar un posicionamiento más defensivo en nuestro asset allocation recomendado.

Rebajamos la sobreponderación en renta variable en euro ante el escenario de mayor volatilidad y con la situación en Grecia sin esclarecerse. Volvemos a reducir nuestro posicionamiento en activos emergentes, tanto en renta variable como en renta fija, ante la cercanía de la primera subida de tipos de interés en EEUU (previsión Afi: SEP15), y cuyo efecto sobre la valoración y los flujos de inversión hacia estos podría impactar negativamente. Ello nos lleva a incrementar el peso en monetarios dólar. Además, elevamos el peso de la renta fija a largo plazo en euros, en esta ocasión y de forma táctica nos decantamos por deuda de países core, y de la renta fija *high yield* ::

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.

Univia, 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

