

Luz verde para el segundo paquete de ayudas a Grecia

Los nuevos avances en relación a la crisis soberana observados las últimas semanas permiten mantener la buena dirección de los mercados financieros en este arranque de año. La aprobación del segundo paquete de ayudas oficiales a Grecia una vez conocido el nivel de participación del sector privado en el canje de deuda, y la última subasta de liquidez ilimitada a tres años del BCE han sido los catalizadores que las principales variables financieras han recogido positivamente en el mes de marzo.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

Los avances en torno a la gestión de la crisis soberana y la última subasta de liquidez a largo plazo del BCE consolidan la recuperación de los activos de riesgo en los primeros meses del ejercicio. El resultado: relajación generalizada de las curvas soberanas periféricas, recuperación de los activos con mayor grado de vinculación con el ciclo económico (sectores ciclo en renta variable, materias primas como el cobre), y USD/EUR por encima de la cota de 1,32.

En lo que respecta al “caso Grecia”, la participación del sector privado en el canje de deuda desbloquea el segundo paquete de ayudas oficiales, aunque la utilización de las cláusulas de acción colectiva (CAC) “dispara” los CDS sobre la deuda griega (el impacto en mercados, reducido). Matices de las nuevas ayudas por concretar: (i) participación del FMI (¿8 mil millones EUR?) y (ii) destino de los 10 mil millones EUR en bonos emitidos bajo legislación extranjera y que no han acudido al canje (el gobierno heleno ha extendido hasta el 23 de marzo el plazo para que acepten la oferta).



El objetivo del nuevo programa de asistencia financiera es reducir el ratio de deuda sobre PIB hasta el 120% en 2020. El escenario macroeconómico base hasta esa fecha es, sin embargo, excesivamente optimista. El PIB debe crecer de forma recurrente a tasas superiores al 2% en términos reales a partir de 2015, los superávits fiscales superar la cota del 4% a partir de 2017, y el coste de la deuda mantenerse anclado en los niveles actuales para cumplir los requisitos de sostenibilidad.

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTenga MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata de sacar el partido a sus excedentes. Descubra las fórmulas de inversión a corto plazo de Unicaja y aproveche cada minuto de rentabilidad, con total seguridad y disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



Para este último punto, es necesario el apoyo del balance de los bancos centrales, teniendo en cuenta que su peso en la formación de precios financieros y de primas de riesgo relativas es indiscutible. En este sentido, la segunda subasta de liquidez ilimitada del BCE a un plazo de 3 años se saldó con una inyección de 529.530 millones de euros (casi 350.000 millones de euros de liquidez neta), con un grado de participación entre las entidades bancarias muy elevada también en número de participantes (800 frente a los 523 de diciembre). Con el aumento de la liquidez en el sistema, la cuestión inmediata es ver si en un horizonte de 4-8 semanas la respuesta del mercado va a replicar la registrada en otros episodios similares (en concreto, el de finales de diciembre). La evolución de la facilidad marginal de depósito ofrecerá solo un primer indicio del grado de recolocación de la liquidez. En el caso concreto de la deuda pública, el hecho de que entre la subasta de liquidez de diciembre y la de finales de febrero, la inyección sea suficiente para cubrir los vencimientos de deuda bancaria del Área euro en 2012, no limita las posibilidades de estrategias de carry trade.

Desde el frente macro, y tras la recuperación de los índices de sentimiento en enero y febrero, las dudas sobre la posición cíclica de la economía mundial han vuelto a un primer plano, por dos motivos: (i) el balance "peor de lo esperado" en los últimos indicadores de actividad (PIB de Brasil, India; registros de actividad industrial en el este asiático); y (ii) el repunte del precio del barril de Brent, y la deriva que ello puede tener sobre la capacidad de recuperación de los distintos bloques económicos.

En este contexto, ¿nos encontramos en el preludio de un episodio de volatilidad en mercados como el observado en 2011 (primavera árabe)? Varias matizaciones:

- (i) el repunte del petróleo prácticamente no está encontrando traslado a los indicadores que miden las expectativas de inflación de los agentes económicos;
- (ii) el impacto en inflación es bien diferente al de entonces: la escalada del barril de Brent en 2011 resta ahora al petróleo de capacidad de presión sobre la inflación, incluso si el precio se mantiene estable de aquí a cierre de ejercicio;
- (iii) la reacción desde el frente de la política monetaria está siendo radicalmente opuesta: en 2011, tensionamiento de las condiciones monetarias en los emergentes y el Área euro. En la actualidad, prima la preocupación sobre el ciclo económico y la situación de los mercados financieros en

Europa. Pocas probabilidades de asistir a subidas de tipos y/o a un endurecimiento del discurso de política monetaria a corto plazo.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Marzo sigue con la tendencia alcista que está caracterizando los primeros meses de 2012. En el grupo de cabeza, Bovespa, Nikkei, DAX y CAC lideran las subidas en las primeras semanas de marzo. La excepción, de nuevo, el IBEX 35 que acumula un retroceso del -0,9% en marzo (-2% en el año).

En el mapa sectorial europeo, las áreas cíclicas siguen destacando entre los mejores y algunas áreas defensivas (Alimentación, Salud) recuperan terreno en las últimas semanas. En el balance de 2012, claro dominio de ciclo y financieros frente a sectores defensivos.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta Variable (20%): Ligero ajuste en la exposición a RV (bajamos del 21% al 20%) para (i) buscar una posición neutral a RV EEUU (6%, como benchmark) y (ii) reducir el grado de infraponderación en RV EUR (nos quedamos en un 7% frente al 17% del benchmark). Japón se queda como única región sobreponderada, y en el frente emergente limitamos la exposición al bloque asiático.

El estímulo monetario y la recuperación de los indicadores adelantados de ciclo están situando el ritmo del rebote en niveles muy exigentes. En este contexto, monitorizamos regiones donde el momentum de beneficios no es lo suficientemente positivo para dar soporte a cotizaciones una vez se diluya el entorno de liquidez ultra expansivo. Alertas en: IBEX, Kospi, Portugal, China y Dow Jones.

Renta Fija (43%): Con respecto a la deuda pública (12%), los acuerdos adoptados en relación al rescate de Grecia así como la batería de medidas pro-cíclicas adoptadas por los bancos centrales, han favorecido la dilución de las primas de riesgo y la recuperación de expectativas cíclicas. En consecuencia, hemos asistido a un estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés soberanos entre núcleo y periferia en un contexto de repunte de tipos en curvas core. Así pues, una vez confirmado el rescate griego, es momento de incrementar exposición a emisores con yield pero con fundamentos más sólidos, siendo nuestras principales apuestas España e Italia.

La renta fija privada (31%), gana atractivo relativo en el último mes, lo que nos lleva a orientar nuestras carteras hacia emisiones con spread no justificado por un deterioro del riesgo de crédito o expectativas de negocio y sí por la filtración del encarecimiento núcleo-

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTenga MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pague ni un segundo cuando se trate
de sacar el partido a sus excedentes.
Decida las formas de inversión a corto
plazo de Unicaja y aproveche todo minuto
de rentabilidad, con total seguridad y
disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



periferia al segmento de la deuda privada. De este modo, nos posicionamos largos en emisores con diferenciales y en curvas con pendiente.

Monetario (23%): Ruptura al alza del USD/EUR que está penalizando a nuestra posición del 10% en monetarios USD (buscando apreciación del USD). Superado el 1,33, podría alcanzar un objetivo técnico que identificamos en el rango 1,37-1,39. Con todo, nuestro análisis fundamental sigue identificando un fair value para el cruce en niveles de 1,25, por lo que mantenemos el 10% de la cartera en riesgo divisa.

A su vez, reducimos rpp el peso de liquidez en cartera (13%), que se mantiene en niveles

históricamente elevados (el benchmark en un 5%) a la espera de un ajuste en valoraciones en el mercado de renta variable que nos facilite un buen punto de entrada para asumir más riesgo en cartera.

Gestión alternativa (14%): A nivel de producto, una alternativa interesante puede ser un Worst of (Eurostoxx, S&P 500 y FTSE 100) dado que eleva su cupón hasta la zona del 8,2%. Cualquiera de estas tres alternativas (sobre Eurostoxx, sobre S&P 500 o Worst of) son recomendables, y se configuran, en nuestra opinión, como una de las mejores vías para la gestión alternativa ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO AFI

Categoría	29-feb-12	31-ene-02	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	7%	6%	17%	-10%
RV EEUU	6%	8%	6%	0%
RV Emer. Asia	1%	1%	1%	0%
RV Emerg. Latam	0%	0%	1%	-1%
RV Europa Este	0%	0%	1%	-1%
RV Japón	6%	6%	4%	2%
Renta variable	20%	21%	30%	-10%
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	14%	14%	0%	14%
Gestión alternativa	14%	14%	7%	7%
RF Convertibles	6%	4%	0%	6%
RF High Yield	8%	8%	2%	6%
RF Emergente	6%	6%	0%	6%
RF IG CP	6%	8%	8%	-2%
RF IG LP	5%	3%	0%	5%
RF Largo EUR	4%	2%	15%	-11%
RF Corto EUR	8%	10%	33%	-25%
RF USD	0%	0%	0%	0%
Renta fija	43%	41%	58%	-15%
Monetarios USD	10%	10%	0%	10%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	13%	14%	5%	8%
Mdo. Monetario	23%	24%	5%	18%

Fuente: Afi

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTENGA MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata
de sacar el partido a sus excedentes.
Descubra las formulas de inversión a corto
plazo de Unicaja y aproveche cada minuto
de rentabilidad, con total seguridad y
disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata



ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN

Rentabilidades a Feb		
		2012
RV Europa	6,6%	11,6%
RV Emergentes Eur. Este	4,4%	17,7%
RV Emergentes MENA	4,0%	10,5%
RV Emergentes Latam.	3,9%	14,9%
RV Euro	3,9%	9,2%
RV Emergentes Global	3,3%	12,5%
RV Japón	3,3%	6,3%
RV Asia y Oceanía	3,3%	12,6%
RV EEUU	3,2%	7,1%
RV Global	3,1%	7,9%
RV Sectores Crecimiento	2,9%	7,7%
Materias primas	2,8%	7,8%
RF Convertibles	2,7%	6,3%
RV Sectores Defensivos	2,4%	8,9%
RV Mixta Internacional	1,8%	4,9%
RF High Yields	1,7%	5,2%
RV Mixta Euro	1,6%	3,8%
Gestión Global	1,4%	3,7%
FIL	1,3%	2,7%
RF Largo Euro	1,0%	3,2%
RF Emergentes	1,0%	3,7%
RV España	0,9%	1,9%
RF Mixta Euro	0,8%	2,4%
RF Mixta Internacional	0,7%	2,4%
Garantizado RF	0,5%	2,1%
RF Corto Euro	0,4%	1,4%
Gestión Alternativa	0,3%	1,3%
Garantizado a vto	0,3%	1,8%
Ret. Absoluto Conservador	0,3%	0,9%
Garantizado parcial	0,2%	0,6%
Monetarios Euro	0,1%	0,4%
RF Internacional	-0,1%	1,2%
RF CP USD	-1,0%	-1,7%
RF LP USD	-1,2%	-1,8%
Monetarios USD	-1,2%	-2,6%

Fuente: Afi

RATIOS DE VALORACIÓN CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX 35 AFI

	Peso actual	Ratios valoración				Crec. BPA			Market cap (mill EUR)
		PER	P/B	RPD	ROE	2011	2012	2013	
Telefónica	19%	8,5	2,6	12,0%	31,1%	-7,9%	-0,6%	4,3%	60.245
Repsol	11%	12,0	1,1	5,3%	8,8%	8,3%	21,5%	12,1%	26.731
Abertis	11%	14,0	2,7	8,5%	19,4%	5,4%	9,6%	6,1%	9.890
Santander	10%	7,1	0,7	9,8%	9,8%	-6,8%	2,0%	8,6%	54.434
Indra	10%	9,2	1,6	6,4%	17,5%	-12,6%	0,0%	5,2%	1.738
Técnicas Reunidas	10%	11,3	3,9	4,8%	34,3%	32,8%	3,2%	4,5%	1.565
Inditex	10%	21,9	5,8	2,7%	26,4%	10,8%	11,9%	13,1%	41.931
ACS	9%	10,5	0,5	3,5%	5,2%	7,5%	9,1%	42,2%	26.782
Grifols	5%	24,0	1,3	4,6%	5,3%	79,7%	-50,4%	25,6%	6.646
CAF	5%	9,7	2,0	2,7%	20,7%	7,8%	12,4%	8,0%	1.363
Cartera recomendada		12,1	2,3	6,8%	19,6%	7,5%	3,9%	11,4%	
IBEX 35		10,5	1,0	6,5%	10,0%	-12,0%	4,7%	13,1%	

Fuente: Afi, Bloomberg

TESORERÍA EMPRESAS



**SI SU EMPRESA
FUNCIONA
COMO UN RELOJ,
OBTENGA MÁS
RENDIMIENTO**

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pierda ni un segundo cuando se trata
de sacar el partido a sus excedentes.
Descubra las formulas de inversión a corto
plazo de Unicaja y aproveche cada minuto
de rentabilidad, con total seguridad y
disponibilidad.

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

