

Primero los gobiernos, después el BCE

Pasos en la buena dirección desde el frente institucional en las últimas semanas, en las que se ha detallado el papel a desempeñar por el BCE en la resolución de la crisis del euro. Será finalmente una acción coordinada entre el BCE y los mecanismos de rescate (EFSF/ES) el procedimiento a seguir a la hora de solicitar asistencia por parte de un soberano, y la precondition necesaria para que la autoridad monetaria reactive su nuevo programa de compra de bonos. Una acción contundente que, por otra parte, podría contribuir a dar impulso a los activos de riesgo en el próximo mes, a diferencia de lo que hemos observado en el mes de julio, en el que la falta de apetito por el riesgo a sido factor común en las principales referencias de mercado.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

En las últimas semanas se han conocido nuevos avances en la gestión de la crisis del euro y la clarificación del papel a desempeñar por el BCE. Tras barajarse varias opciones (ficha bancaria al SME, nuevas LTROs, etc), la reacción institucional provendrá de una acción coordinada entre el BCE y los mecanismos de rescate. Esta es la lectura que se puede hacer tras el último Consejo de Gobierno del BCE, en el que se establece la solicitud de rescate al EFSF como condición necesaria para que la autoridad monetaria reactive su nuevo programa de compra de bonos, del que se desconoce aún el tamaño y el grado de seniority.

Esta acción coordinada EFSF-BCE tiene respuesta a los inconvenientes planteados hasta el momento (i) carácter inmediato una vez que se solicite (ii) tamaño ilimitado (iii) sí impone condicionalidades al país rescatado y (iv) no refuerza la conexión entre los bancos y el soberano.

Con respecto al rescate del sector bancario español, una vez firmado el Memorando de Entendimiento



restan por conocer las necesidades de recapitalización descubiertas en los ejercicios de auditoría (previstas para octubre) para estimar el importe necesario en el proceso. En relación a la firma del documento, las condicionalidades establecidas en el informe no incluyen novedades relevantes sobre el proceso de ajuste de déficit llevado a cabo por el gobierno español.

En términos de ciclo, los primeros registros de PIB corroboran el escenario recesivo en el Área euro y y Reino Unido, y el crecimiento débil en EEUU. Mientras que

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

Unicaja
La Primera Entidad Financiera de Andalucía

los indicadores adelantados del 3T continúan sin arrojar una lectura más constructiva y anticipan una contracción de la actividad industrial para los próximos meses en el Área euro. En nuestras previsiones, anticipamos una corrección del PIB para el agregado del Área euro en el 2T del 0,3%T, una tasa de caída que podría repetirse en el 3T si se confirman los riesgos de estancamiento de Alemania y la agudización de la recesión en la periferia.

Los indicadores de coyuntura en el bloque emergente también comienzan a dar señales de debilidad. La desaceleración se confirma, y llega a economías hasta ahora menos vulnerables a la desaceleración global. La inesperada contracción del PIB de Taiwan en 2T12 (-0,2% frente a unas estimaciones de +0,5%), la fuerte caída de las exportaciones de Corea del Sur o la falta de pulso del sector manufacturero en China (con el PMI a las puertas de la contracción, en 50 puntos), son algunas de las señales de desaceleración en el comercio mundial que estamos observando en las últimas semanas. Una desaceleración del ciclo en el bloque emergente, con origen en la pérdida de pulso de la demanda exterior del Área euro y el enfriamiento de la economía china, que seguirá encontrando respuesta en políticas económicas expansivas.

Ante este contexto macroeconómico debilitado, el mes de agosto se inicia sin variaciones de importancia en la política adoptada por las principales autoridades monetarias. Así, tanto BCE como Reserva Federal y Banco de Inglaterra han decidido mantener

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	Julio	2012
RV Emergentes Latam.	7.8%	5.7%
Materias primas	7.1%	1.4%
RV Emergentes Eur. Este	7.1%	16.3%
RV Emergentes MENA	6.1%	14.5%
RV Europa	5.9%	12.4%
RV Euro	5.0%	2.6%
RV Sectores Defensivos	4.9%	5.9%
RV Global	4.5%	8.6%
RV Emergentes Global	4.4%	8.1%
RV EEUU	4.1%	12.2%
RF Emergentes	4.0%	11.8%
RV Sectores Crecimiento	4.0%	13.9%
RV Asia y Oceanía	3.5%	11.0%
RV Mixta Internacional	2.7%	5.2%
RF Convertibles	2.6%	7.3%
RF LP USD	2.4%	9.3%
RV Mixta Euro	2.3%	-1.3%
RF Internacional	2.2%	7.5%
RF High Yields	2.0%	10.6%
RF CP USD	1.7%	6.9%
Monetarios USD	1.6%	6.0%
RF Largo Euro	1.6%	4.2%
Gestión Global	1.4%	1.7%
RF Mixta Internacional	1.2%	2.3%
FIL	1.0%	-2.2%
RF Mixta Euro	1.0%	-1.2%
RV España	0.9%	-14.6%
RF Corto Euro	0.3%	0.8%
Gestión Alternativa	0.3%	0.9%
Garantizado RF	0.3%	-0.8%
Ret. Absoluto Conservador	0.3%	0.7%
Garantizado a vto	0.2%	-1.8%
Monetarios Euro	0.2%	0.5%
Garantizado parcial	0.0%	-4.0%
RV Japón	-0.9%	4.5%

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%	25.7	6.8	2.7%	26.5%	11.5%	17.7%	11.5%	53,949
Telefónica	11%	7.4	1.9	6.5%	24.5%	-22.5%	-8.8%	7.5%	42,279
Red Eléctrica	11%	8.9	2.3	7.7%	21.0%	17.9%	9.1%	4.8%	4,314
Abertis	11%	11.4	2.5	6.6%	7.4%	8.1%	2.9%	4.2%	8,348
Santander	10%	9.3	0.6	12.1%	14.1%	-28.5%	-29.1%	53.1%	47,891
Indra	10%	7.4	1.1	6.8%	31.9%	-15.7%	-19.2%	11.4%	1,201
Técnicas Reunidas	10%	14.0	5.0	4.1%	26.5%	29.6%	1.9%	8.4%	1,907
ACS	9%	4.8	1.0	15.7%	21.1%	1.0%	-16.7%	15.0%	4,103
Grifols	9%	31.9	4.4	0.9%	17.1%	5.5%	80.8%	28.3%	7,199
DIA	6%	16.1	17.9	3.2%	79.6%	35.3%	13.0%	19.2%	2,711
Cartera recomendada	13.7	3.8	6.6%	24.7%	3.1%	4.6%	15.6%		
IBEX 35	9.6	0.8	8.0%	8.7%	-20.3%	-10.6%	26.3%		

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

COBROS Y PAGOS



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 14)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



constante su tipo de interés de referencia y tan solo la institución británica ha avanzado nuevas medidas de política no convencional (apoyo a la concesión de crédito por parte de los bancos comerciales del país).

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

En los mercados de renta variable, los inversores vuelven a castigar a los índices nacionales después del buen comportamiento mostrado en el mes de junio. El Ibex 35 y el IGBM se encuentran entre los índices mundiales que sufren los mayores retrocesos en el último mes, superiores al 5%. El DAX de Alemania encabeza el mes con un avance del 5,5%. Igualmente, lidera las ganancias anuales (a excepción de algún emergente), apuntándose cerca de un 15% en los primeros siete meses del año.

En el análisis sectorial, observamos que es el sector de Autos el que lidera las ganancias en julio (+9,7%) y las acumuladas del año (+20%), sólo por detrás de Alimentación (+20,4%). El sector de Tecnología también presenta muy buen comportamiento en el mes (+9,5%) después de haber permanecido plano en junio. En el polo opuesto se sitúan Bancos y Utilities, con descensos en el entorno del 5%.

Todo ello pone de manifiesto que el temor de los inversores se incrementa de cara a afrontar el mes recién iniciado. Las novedades que puedan provenir del frente institucional europeo con el fin de atajar la crisis de deuda soberana intensifican la precaución de los inversores. A este escenario le acompaña la ausencia de solidez en los beneficios empresariales, motivo que, sobre todo en la situación actual de presentación de resultados, incrementa las posibilidades de asistir a un entorno negativo para la renta variable.

Por su parte, la dicotomía existente en los mercados de renta fija se ha intensificado. La rentabilidad de las referencias de países núcleo se aproxima todavía más al cero, mientras que el riesgo y la volatilidad de la deuda soberana periférica continúa en subida libre, con la incertidumbre que rodea a las finanzas públicas de España e Italia como principal causante.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-jul-12	30-jun-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	14%	14%	17%	-3%
RV EEUU	3%	5%	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%	5%	4%	0%
Renta variable	22%	25%	30%	-8%
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	12%	12%	0%	12%
Gestión alternativa	12%	12%	7%	5%
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	3%	3%	0%	3%
RF Largo EUR	4%	4%	15%	-11%
RF Corto EUR	12%	12%	33%	-21%
RF USD	0%	0%	0%	0%
Renta fija	46%	46%	58%	-12%
Monetarios USD	8%	6%	0%	8%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	12%	11%	5%	7%
Mdo. Monetario	20%	17%	5%	15%

Fuente: elaboración propia.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

El escenario planteado para el mes de agosto no difiere demasiado de aquel con el que iniciamos el 2012 y, sin embargo, hemos visto como sí han existido alternativas muy atractivas en términos de rentabilidad riesgo. Se ha tratado, principalmente, de las categorías intermedias de riesgo, es decir, renta fija convertible y, sobre todo, renta fija high yield y renta fija emergente. Seguimos defendiendo la idoneidad de este tipo de activos como aproximación al ciclo económico, aunque, su revalorización en estos siete meses le resta parte del gran atractivo con el que comenzaban el año.

De cara al próximo mes, reducimos 3pp en Bolsa (22% del total de la cartera), destacando la infraponderación de renta variable en dólares (3% en agosto frente al 5% en julio), y destinamos íntegramente los 3 puntos a mercado monetario (+1pp en liquidez y +2pp en monetario USD), buscando la descorrelación de la liquidez en escenarios de fuerte aversión al riesgo (esperamos volatilidad al alza en las próximas semanas) y la reorientación de flujos hacia activos seguros en dólares. Sin grandes cambios en el resto de áreas de mercado ::

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 Bando

PAGOS

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