

La sostenibilidad de la deuda griega, de nuevo bajo discusión

La solvencia de Grecia sigue siendo un foco de inestabilidad creciente, más allá de la reciente “gestión de liquidez”. Próximamente, el Eurogrupo volverá a reunirse para acercar posturas sobre las alternativas que se están planteando para Grecia: extensión de plazo y una nueva reestructuración, esta vez con participación del sector oficial. En este contexto, el balance en mercados en las primeras semanas de noviembre mantiene un sesgo ligeramente negativo, liderado por las cesiones en bolsa y la depreciación del EUR, de nuevo en niveles de 1,27 frente al USD.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

El último Consejo de Gobierno del BCE nos deja sin cambios en el repo y con un balance de riesgos en materia de inflación y ciclo similar al de las últimas reuniones, aunque con algunos matices. Y es que el reconocimiento de que la lectura de los indicadores económicos más recientes no está siendo la esperada puede abrir la puerta a movimientos en el repo de cara al Consejo del mes de diciembre.

Será entonces cuando el BCE actualizará sus previsiones macroeconómicas y cuando esperamos la rebaja en el tipo oficial (-25pb), siempre que las referencias macro que conozcamos en el curso de las próximas semanas se alineen con nuestro escenario de recaída de la actividad UME que contemplamos para 4T12.

Fuera del ámbito de la política monetaria convencional, las alusiones a una eventual solicitud de rescate por parte de España y a la funcionalidad de las OMT (Outright Monetary Transactions),



han sido algunos de los puntos que han centrado la ronda de preguntas y respuestas posterior al comunicado. En este aspecto, el mensaje de Draghi ha sido claro: la solitud o no de líneas de asistencia es responsabilidad de los gobiernos, no del BCE, y la activación de las OMT solo se producirá si existe suficiente condicionalidad.

Otro de los puntos centrales de las últimas semanas en la agenda institucional ha estado protagonizado por Grecia, que sigue copando el centro

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



de atención en las últimas sesiones. En línea con lo esperado, el domingo pasado el Parlamento griego aprobó por 167 votos a favor (sobre un total de 300) los PGE-13, que incluían un recorte del déficit público de 9.500 millones de euros. Estas medidas forman parte de los 13.500 millones de euros del plan de ajuste fiscal 2013-2016 anunciado la semana pasada.

En este sentido, el Eurogrupo abogaba en su última reunión por dar dos años más a Grecia para acometer los ajustes. Si bien, el pago de las próximas ayudas se pospuso para el 20 de noviembre. Pero antes de esta fecha el Gobierno tiene que hacer frente a los vencimientos de 5.000 millones de euros de deuda. El bloqueo en los fondos de ayuda del rescate obligó a Grecia a lanzar una emisión de letras a uno y tres meses. El importe adjudicado alcanzó los 4.062 millones, insuficiente hacer frente a los vencimientos. De ahí que a solo un día antes del vencimiento, Grecia se viese forzada a colocar los 937 millones restantes para evitar el impago (637 millones a un mes y 300 millones a tres meses). Para hacer frente a los próximos vencimientos de deuda, Grecia espera contar con las nuevas ayudas europeas.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

La estabilidad ha sido la nota dominante de la evolución de los mercados financieros en las últimas semanas, permitiendo una caída de la volati-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	octubre	2012
RV España	2,1%	-0,6%
RF High Yields	1,9%	13,7%
FIL	1,3%	2,0%
RV Euro	1,2%	11,9%
Garantizado RF	1,1%	3,3%
RF Largo Euro	0,9%	7,8%
Garantizado a vto	0,8%	2,4%
RF Mixta Euro	0,7%	2,7%
RV Europa	0,7%	17,4%
RF Corto Euro	0,6%	3,1%
RV Mixta Euro	0,6%	3,8%
RF LP USD	0,3%	4,6%
Garantizado parcial	0,2%	0,6%
RF Mixta Internacional	0,2%	4,1%
Monetarios Euro	0,2%	1,0%
RF Internacional	0,1%	7,0%
Ret. Absoluto Conservador	0,1%	1,5%
Gestión Global	0,0%	4,6%
RV Asia y Oceanía	0,0%	14,7%
RV Emergentes MENA	0,0%	16,1%
Gestión Alternativa	-0,1%	1,0%
RF Convertibles	-0,2%	8,5%
RV Mixta Internacional	-0,2%	6,7%
RF CP USD	-0,3%	2,2%
Monetarios USD	-0,3%	0,1%
RV Emergentes Global	-0,5%	9,6%
FI Inmobiliaria	-0,5%	-2,9%
RV Emergentes Eur. Este	-0,7%	19,3%
RV Emergentes Latam.	-0,7%	3,2%
RV Sectores Defensivos	-1,0%	8,4%
RV Global	-1,1%	9,7%
RV Japón	-2,1%	1,1%
RV EEUU	-2,6%	10,7%
RV Sectores Crecimiento	-4,0%	11,3%
Materias primas	-4,7%	0,2%

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%	27,0	7,4	2,5%	27,4%	11,5%	24,8%	11,4%	61.990
Telefónica	11%	8,5	2,1	6,1%	24,2%	-18,2%	-15,0%	2,8%	46.716
Red Eléctrica	11%	10,3	2,5	7,0%	10,3%	17,9%	5,0%	10,2%	4.922
OHL	11%	8,4	0,9	3,2%	7,7%	14,3%	10,7%	11,4%	2.041
Santander	10%	13,6	0,7	10,3%	14,1%	-28,5%	-40,3%	66,1%	58.706
Indra	10%	9,5	1,4	5,8%	31,6%	-15,6%	-19,2%	8,5%	1.456
Técnicas Reunidas	10%	15,5	5,4	3,6%	27,4%	29,6%	3,7%	7,6%	2.148
ACS	9%	5,7	1,4	8,3%	23,8%	-0,7%	-5,0%	-6,9%	5.289
Grifols	9%	29,7	4,6	1,1%	18,0%	5,5%	84,8%	30,3%	7.802
DIA	6%	18,8	19,8	2,7%	75,0%	31,4%	13,0%	17,3%	3.251
Cartera recomendada		14,7	4,1	5,1%	23,8%	3,9%	5,7%	15,5%	
IBEX 35		15,2	1,0	5,3%	6,7%	-21,2%	-34,9%	50,7%	

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



lidad y de parámetros de riesgo de mercado, como el VaR. Este contexto podría favorecer un aumento de la exposición al riesgo de las carteras si bien, dado (1) el buen balance del año y (2) lo cerca que estamos del cierre del ejercicio, entendemos que estas decisiones se podrían posponer hasta el inicio de 2013.

La presentación de resultados del tercer trimestre no comienza con señales positivas, con caída de los beneficios en gran parte de los sectores y, en especial, con una fuerte reducción de la cifra de ventas. A pesar de ello, los índices bursátiles europeos y de países emergentes observan revalorizaciones durante el mes de octubre.

En España, el Ibex avanza un 1,7% en el mes y atenúa su pérdida en lo que va de año hasta el -8,4%. Destaca la elevada divergencia en el comportamiento de las compañías pertenecientes al selectivo español. La fuerte corrección sufrida por los bancos y las empresas vinculadas al sector construcción contrasta con la notable revalorización de las compañías con solidez en sus beneficios y márgenes empresariales. Así, la evolución desde inicios de año de Grifols (+105,8%), Inditex (+55,6%) o DIA (+45,8%) contrasta en gran medida con el rendimiento del Ibex 35. En este contexto de la bolsa española, apostamos por la gestión activa frente a la indexación.

Sin variaciones significativas en el mercado de divisas. El sentimiento actual de reducida aversión al riesgo ejerce de soporte sobre la cotización del euro, que cierra octubre en cotas próximas a 1,30 USD/EUR.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-oct-12	30-sep-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	10%	12%	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%	20%	30%	-12%
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	14%	12%	0%	14%
Gestión alternativa	14%	12%	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%	4%	15%	-9%
RF Corto EUR	10%	12%	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.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Ante el escenario que planteamos de repunte en volatilidad de cara a los próximos meses, apostamos por más gestión alternativa en cartera. Con esta misma óptica, ajustamos el peso al 18% en Bolsa, reduciendo Renta Variable EUR, y rebalanceándolo hacia gestión alternativa (14% en cartera) con el objetivo de capturar rentabilidad ante nuestro escenario alcista de volatilidades implícitas.

En deuda pública EUR, concretamente en la curva española, desplazamos peso desde los vencimientos más cortos a la zona media-larga, buscando capitalizar nuestro escenario de aplanamiento de curva por la caída de rentabilidades en riesgo España en estos tramos ::

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