

2012, un año para la toma de decisiones clave

La vuelta a la “normalidad” en los mercados financieros del Área euro durante los primeros meses del ejercicio se ha visto interrumpida por dos elementos: la inestabilidad política en Grecia y las dudas sobre la situación del sistema bancario español.

Departamento de Análisis Económico y de Mercados

El fracaso a la hora de formar gobierno en Grecia tras las elecciones de mayo pone en entredicho su capacidad para cumplir con la agenda de consolidación fiscal y reformas pactada en el segundo programa de rescate. Sobre todo cuando es probable que los partidos con posiciones más extremas salgan reforzados en los próximos comicios. Un factor que, unido a la negativa de la Troika a renegociar el plan de ajuste heleno, deja la puerta abierta ahora más que nunca a la ocurrencia de escenarios extremos para esta economía, entre ellos, un potencial abandono del Área euro.

Una alternativa que todavía no contemplamos en nuestro escenario central, pero cuya probabilidad se ha elevado de forma sustancial en las últimas semanas. La configuración de “cortafuegos” creíbles es clave para evitar un contagio significativo al resto de economías del euro, particularmente a aquellas que se encuentran en estos momentos bajo el escrutinio de los mercados. Un papel más activo del BCE o el refuerzo de los mecanismos de estabilidad europeos son, a día de hoy, elementos necesarios para alterar una dinámica de deterioro en mercados que se agudiza con el transcurso de las semanas.

La revisión de las políticas de austeridad es también bienvenida, sobre todo cuando se pone de manifiesto la incapacidad de las economías rescatadas o de países como España para cumplir con los calendarios de ajuste



fiscal en un entorno recesivo. La extensión de la recaída de la actividad en estas economías al conjunto del Área euro puede no solo acelerar la introducción de estímulos al crecimiento, sino también promover la profundización de las llamadas fórmulas de integración. Entre ellas, dar los primeros pasos hacia la emisión de Eurobonos o bonos emitidos con el respaldo de todos los gobiernos del euro. Un proyecto que todavía se encuentra en su fase inicial, pero del que podríamos contar con novedades en la próxima Cumbre del euro de finales de junio.

La acumulación de dudas sobre la situación de la banca española es un elemento diferencial del actual episodio de estrés en las variables financieras. Las reformas acometidas en el ámbito nacional en los primeros meses del ejercicio no han servido, por el momento, para reducir la incertidumbre. Tampoco contribuye a ello el flujo de noticias de los últimos días, con la revisión de resultados contables y la emergencia de necesidades adicionales de capital en algunas entidades. Más transpa-

TESORERÍA EMPRESAS



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

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

No pende de un segundo acuerdo de trata-
do sobre el período a los acordados.
Deposito de fondos de inversión a corto
plazo de Unicaja y apertura de crédito
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



PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO DEL PIB

| | PIB (%) | | | | | |
|----------------------|---------|------|------|------|---------|---------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012(p) | 2013(p) |
| Mundo | 2,2 | -1,4 | 4,7 | 3,2 | 2,9 | 3,2 |
| Desarrolladas | 0,0 | -3,6 | 3,2 | 1,6 | 1,2 | 1,4 |
| EEUU | -0,3 | -3,5 | 3,0 | 1,7 | 2,0 | 2,1 |
| Área euro | 0,4 | -4,3 | 1,9 | 1,4 | -0,3 | 0,8 |
| Alemania | 0,8 | -5,1 | 3,6 | 3,1 | 1,0 | 1,5 |
| Francia | -0,2 | -2,6 | 1,4 | 1,7 | 0,1 | 0,9 |
| Italia | -1,2 | -5,5 | 1,8 | 0,4 | -1,7 | 0,4 |
| España | 0,9 | -3,7 | -0,1 | 0,7 | -2,0 | -1,7 |
| Japón | -1,0 | -5,5 | 4,4 | -0,7 | 2,3 | 1,3 |
| Reino Unido | -1,1 | -4,4 | 2,1 | 0,7 | -0,1 | 1,0 |
| Emergentes | 6,0 | 2,8 | 7,5 | 6,2 | 5,9 | 6,2 |
| Brasil | 5,2 | -0,3 | 7,5 | 2,7 | 3,8 | 4,0 |
| Rusia | 5,2 | -7,8 | 4,3 | 4,3 | 3,0 | 4,0 |
| India | 6,2 | 6,6 | 10,6 | 7,2 | 7,0 | 7,5 |
| China | 9,6 | 9,2 | 10,4 | 9,2 | 8,2 | 8,2 |

p: previsión

Fuente: elaboración propia a partir de FMI.

PREVISIONES AFI DE MERCADO LABORAL ESPAÑOL 2012-13

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012(p) | 2013(p) |
|------------------------------|-------|--------|------|------|---------|---------|
| Ocupación (miles var. anual) | -620 | -1.211 | -238 | -601 | -760 | -228 |
| Parados (miles var. anual) | 1.280 | 1.119 | 370 | 577 | 739 | 102 |
| Tasa paro (% media anual) | 11,3 | 18,0 | 20,1 | 21,6 | 25,0 | 26,6 |

Fuente: elaboración propia.

rencia en los balances bancarios y una evaluación razonable del grado de saneamiento necesario en el sistema son factores que pueden ayudar a despejar definitivamente los interrogantes sobre la situación del sector.

ECONOMÍA ESPAÑOLA: UN MAPA DE RIESGOS CON DEMASIADOS VÉRTICES ABIERTOS

Sin duda, la salud del sistema bancario constituye el principal vértice de riesgo de la economía española a corto plazo. Las subastas a tres años del BCE han logrado limitar las tensiones de liquidez a las que se enfrentaba el grueso de entidades, en un contexto de práctico cierre de los mercados de financiación mayorista. Sin embargo, la recaída de la actividad y la acumulación de activos dañados en los balances han mantenido bajo cuestión la solvencia del sector, pese a las mayores exigencias de saneamiento (incremento de provisiones) derivadas de la aprobación de los RDL de febrero y mayo de 2012. Aun cuando la cartera de crédito promotor y construcción, tanto en situación "dañada" como bajo la modalidad de crédito "normal", pueda considerarse que presenta un grado de cobertura elevado tras

los RDL, el principal foco de incertidumbre pasa por el deterioro potencial del resto de la cartera de crédito, sobre la que no actúa la nueva normativa. Nuestras estimaciones cifran los requerimientos adicionales de saneamiento para la cartera de crédito a hogares y empresas no vinculadas al sector inmobiliario en el orden de los 30.000 millones de euros. Una cifra que, de confirmarse, elevaría las necesidades de capital del sistema a 40-50.000 millones de euros más, aunque con un grado de dispersión por entidades significativo.

El que se complete con éxito el proceso de saneamiento y recapitalización bancarios es crucial por dos motivos: el primero, porque supondría romper con el círculo de desconfianza instalado en los mercados entre la calidad de los activos bancarios y la sostenibilidad de las cuentas públicas; el segundo, porque permitiría sentar las bases para que el sistema bancario recuperase su función principal de canalización de crédito a la economía real. Este segundo factor es clave, en un momento en el que el ritmo de consolidación fiscal exigido y la debilidad de la demanda doméstica han devuelto a la economía española a una senda fuertemente recesiva.

Al margen de que, finalmente, pueda acordarse una flexibilización de los objetivos de déficit público para 2013-14, lo cierto es que los escasos avances en materia de saneamiento de las cuentas públicas desde 2009 sitúa en un primer plano la necesidad de contener el nivel de gasto, dadas las dificultades existentes para mejorar la base de ingresos vía aumento de la recaudación. El esfuerzo de consolidación debe recaer, sobre todo, en la Administración autonómica, que es la que concentra casi la mitad del gasto público corriente de España. Las repercusiones de la contención del gasto público sobre la demanda agregada y la ralentización acusada de las exportaciones españolas, al hilo del estancamiento del Área euro, justifican buena parte de la revisión a la baja de nuestras previsiones de PIB para 2012 y 2013. Elevamos a cotas del 2% la corrección para este ejercicio y la situamos en el orden del 1,7% para el próximo. Las mayores tasas de contracción trimestral

TESORERÍA EMPRESAS



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

RENTABILIDAD PARA
SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON
DISPONIBILIDAD INMEDIATA

Nótese si un segundo acuerdo se trata
de saberlo primero a sus condiciones.
Depositos de fondos de inversión a corto
plazo de Unicaja y apertura de línea
de crédito, con total seguridad y
agilidad.

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



deberían producirse en el último semestre de 2012, coincidiendo con la aceleración de las medidas de ajuste por parte de las regiones. La dinámica del mercado laboral, en consonancia: elevamos a casi un millón de personas la pérdida acumulada de ocupados prevista entre 2012 y 2013 y al 26% la tasa de paro a mediados de 2013.

POSICIONAMIENTO EN MERCADOS FINANCIEROS: GESTIÓN EN 3 'D'

Durante los últimos años, la gestación de la crisis financiera ha estado marcada por varios elementos de inestabilidad, entre los que figuran: la burbuja inmobiliaria, la restricción de crédito, el proceso de consolidación fiscal de los gobiernos, la sostenibilidad de la deuda pública, la pérdida de riqueza de hogares y empresas o el incremento de los niveles de paro estructural. Todos esos elementos y sus interconexiones se pueden resumir en tres ideas, o tres 'D': deflación, desendeudamiento y demografía.

La gestión de activos en el medio plazo será muy dependiente de esos tres conceptos, ya que los ciclos económicos y su frecuencia, la valoración relativa de los activos financieros y los retornos esperados dependerán de ellos. Y es que, después de un periodo anormalmente extenso y alcista tanto en renta variable como renta fija, la política monetaria convencional ha prácticamente agotado su capacidad para reactivar la economía, la capacidad de muchos gobiernos para seguir practicando medidas de estímulo fiscal es casi nula y la vía del endeudamiento privado para generar riqueza es cada vez más onerosa. En consecuencia, esperamos rentabilidades reducidas en los activos financieros y, en particular, en los "activos libres de riesgo", una mayor volatilidad en la cotización de las variables financieras y un mapa de riesgos más abierto.

Dado este contexto, las claves en el posicionamiento recomendado en mercados pasan por seis áreas de mercado; siete si se considera que dicho posicionamiento también puede incorporar el "riesgo divisa". Estas áreas son: deuda soberana, crédito, deuda emergente,

renta variable, deuda convertible, gestión alternativa y la anteriormente mencionada gestión del tipo de cambio.

Nuestro posicionamiento respecto a la deuda pública es claro: largos en "riesgo de crédito" y cortos en "riesgo duración". El actual contexto y la rentabilidad real negativa de los activos con un mejor perfil de riesgo de crédito justifican reducir exposición a la deuda de soberanos AAA. Por otra parte, el mercado alcista en tipos de interés que esperamos a medio plazo nos lleva a recomendar reducir el riesgo de duración en las carteras de renta fija. La deuda española a menos de cinco años cumple con ambos requisitos: rentabilidad elevada y riesgo de mercado reducido. Aunque somos conscientes de que la deuda soberana española podría registrar un comportamiento negativo a corto plazo vinculado al proceso electoral en Grecia y a la reforma del sector bancario a nivel nacional, a medio plazo consideramos que debería ser uno de los mejores activos por rentabilidad ajustada por riesgo.

Para los próximos dos meses, nuestro escenario central también pasa por un repunte de diferenciales en crédito euro, tanto en deuda 'investment grade' como en bonos 'high yield'. Sin embargo, sigue habiendo valor en determinadas áreas de mercado. Nuestra recomendación pasa por seleccionar compañías de sectores con un bajo nivel de endeudamiento y que muestren un comportamiento positivo en un contexto de tipos soberanos al alza y volatilidades crecientes: salud, consumo no cíclico, servicios, automoción e industria básica, son las principales recomendaciones.

La deuda emergente es un tipo de activo con una alta rentabilidad, reducida correlación respecto a otras categorías de activos y volatilidad similar a las de inversiones alternativas. Nos parece acertada la exposición a países cuya posición en el ciclo global es mejor que la del Área euro y mediante fondos como vehículo de inversión más acertado. Fundamentalmente recomendamos América Latina y Asia, tanto a nivel soberano como corporativo. Alertamos, no obstante, de que durante las próximas semanas su comportamiento pue-

TESORERÍA EMPRESAS



SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

Nótese si un segundo acuerdo se trata de un solo período o no acordados. Depende del formato de inversión a corto plazo de Unicaja y depende de la moneda 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



Unicaja
La Primera Entidad Promotora de Ahorradores

de estar marcado por las tensiones en los mercados financieros del Área euro.

Mejor estrategias relativas que absolutas en renta variable. Recomendamos empezar a comprar IBEX35 y a vender S&P500. El elevado PER ajustado por ciclo de beneficios en las bolsas de EEUU (cerca de 20 veces) en comparación con el IBEX 35 (7 veces), es una medida de cómo de “caro” está el S&P500 en comparación al IBEX35. Si bien es cierto que la fase actual del ciclo es muy diferente en ambos países (mejor en EEUU), esa distancia en valoración relativa nos parece excesiva. De hecho, solo en la crisis de los noventa, llegamos a una situación similar a la actual y tan sesgada a favor del S&P500. La convergencia entre ambos índices en los años siguientes fue evidente y la revalorización del IBEX35 fue prácticamente el doble que la del S&P500.

La deuda convertible es otra de las alternativas de inversión que barajamos. Si bien es cierto que tiene una vinculación estrecha con la renta variable, este tipo de activo es algo más defensivo y puede verse más beneficiado en un contexto de volatilidad creciente, como ha demostrado en los últimos meses. Además, la oferta de este tipo de producto por zona geográfica, por divisa, por *rating* y por tipo de compañía es elevada, lo que permite diversificar en los mismos términos que en renta fija o renta variable.

Por último, la gestión alternativa parece haber retomado la senda de la revalorización en 2012, con una rentabilidad media en el año del 4%. Las estrategias de “*global macro*” son las que preferimos, por su estabilidad en términos de cotización y por la capacidad para mantener rentabilidades elevadas para el partícipe del fondo.

Y en este contexto, el esquema de inversión en divisas también es una pieza fundamental. La concentración de riesgos en el Área euro ha provocado la depreciación de la divisa comunitaria frente a la mayoría de sus cruces. Consideramos que los niveles actuales en el USD/EUR son atractivos para cubrir pagos en USD (apreciación del USD). Esperamos un nivel de llegada a diciembre para el USD/EUR en cotas próximas a 1,26, aunque el riesgo para esta previsión pasa por el desarrollo de más medidas cuantitativas por parte de la Reserva Federal. Por su parte, la apreciación de la GBP, en máximos frente al EUR desde 2009, ha estado precedida por la decisión del Banco de Inglaterra de no extender su programa de compra de activos. Esperamos un freno en esta dinámica y una ligera apreciación del EUR frente a la GBP en los próximos meses. También consideramos probable asistir a una apreciación generalizada de las divisas emergentes frente al EUR ::



TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

Nótese si un segundo acuerdo se trata de un solo período o no coincidentes. Depende del formato de inversión a corto plazo de Unicaja y aprobación de la comisión 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

Unicaja
La Primera Entidad Promotora de Ahorro