# Grecia y España, en el punto de mira

**Dos elementos interrumpen la vuelta a la "normalidad" en los mercados financieros del Área euro: la inestabilidad política en Grecia y la situación del sistema bancario español. El cuadro de mercados en este contexto, de nuevo en situación de máximo estrés.**

*Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono*

## Contexto económico

La vuelta a "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.

Con respecto al primer punto, el fracaso a la hora de formar gobierno tras las elecciones de mayo pone en entredicho la capacidad del soberano 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 (el debate abierto en Europa entre partidarios de un pacto por el crecimiento frente a la alternativa de continuar con las políticas de austeridad, todavía en un estadio muy inicial), deja la puerta abierta ahora más que nunca a la apertura de escenarios extremos para esta economía, entre ellos, un potencial abandono de la divisa única.

[iStockphoto]/Thinkstock.

En relación con el segundo, la acumulación de dudas sobre la situación de los balances bancarios en España ha impulsado una nueva reforma a nivel interno que, en primera instancia, no ha conseguido reducir el nivel de incertidumbre en el mercado. Tres motivos: (i) el incremento de provisiones, eje central de la reforma, se ha centrado en exclusiva en el crédito promotor y constructor, por lo que no se despejan las dudas sobre la situación del resto de la cartera crediticia; (ii) las sociedades de gestión de

activos de nueva creación, a las que debe traspasarse el grueso de activos problemáticos adjudicados, todavía consolidan con la matriz bancaria, por lo que el riesgo inmobiliario sigue presente en las entidades; y (iii) todavía no conocemos las características de las valoraciones independientes que se efectuarán sobre la totalidad de la cartera crediticia del sistema, ni si sus resultados se harán públicos o si de ellos derivarán consecuencias.

## Reacción de los mercados

El resultado de todo lo anterior: máximo estrés en las variables financieras y fuerte castigo a las curvas de deuda soberana, incluida la española. Las tensiones de demanda que observamos en las últimas colocaciones del Tesoro, un reflejo del deterioro en un cuadro de mercados que guarda cada vez más similitudes con el episodio de aversión al riesgo de la parte final de 2011, que se cerró con una respuesta institucional a nivel europeo sin precedentes (pacto fiscal, LTROs del BCE, entre otros).

En renta variable, se han observado correcciones generalizadas durante el mes de abril en los principales índices mundiales, en especial, en los selectivos del Área Euro (a excepción del DAX), que vuelven a protagonizar las mayores caídas en el mes, tan solo superados por el índice brasileño. De manera que solo algunos índices emergentes han logrado cerrar el mes en positi-

**ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN**

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

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 | |
| Telefónica | 15 | 7,2 | 2,0 | 14,4 | 27,6 | -23,6 | 5,7 | 5,1 | 43.860 |
| REE | 11 | 8,4 | 2,1 | 7,7 | 25,6 | 17,9 | 12,4 | 8,1 | 4.039 |
| Abertis | 11 | 11,8 | 2,6 | 8,8 | 22,1 | 8,3 | 1,8 | 6,9 | 8.532 |
| Santander | 10 | 7,1 | 0,5 | 13,2 | 7,6 | -29,0 | 0,0 | 21,9 | 42.631 |
| Indra | 10 | 7,2 | 1,2 | 8,5 | 16,1 | -15,7 | -13,9 | 9,4 | 1.245 |
| Técnicas Reunidas | 10 | 12,5 | 4,6 | 4,4 | 36,7 | 30,1 | 2,1 | 6,5 | 1.711 |
| Inditex | 10 | 21,5 | 5,6 | 2,7 | 25,9 | 11,5 | 11,6 | 12,6 | 43.047 |
| ACS | 9 | 5,0 | 1,0 | 14,7 | 20,4 | 1,2 | -18,7 | 17,5 | 4.386 |
| Grifols | 9 | 27,9 | 3,5 | 0,1 | 12,5 | 5,5 | 73,6 | 29,2 | 5.567 |
| Ebro Foods | 5 | 12,7 | 1,2 | 4,3 | 9,6 | -7,7 | 6,1 | 8,6 | 1.978 |
| Cartera recomendada | | 11,7 | 2,5 | 8,4 | 21,5 | -0,8 | 7,6 | 12,1 | |
| IBEX 35 | | 9,0 | 0,8 | 8,3 | 8,9 | -20,3 | -3,7 | 23,1 | |

Fuente: *elaboración propia a partir de Bloomberg.*


TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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 Financiera de Andalucía

vo, en concreto el CSI 300 chino que, a pesar de no haber registrado un gran comportamiento en el rebote bursátil de inicio de año, gana un 7% en abril.

Al igual que durante los periodos de fuertes correcciones observados en la segunda mitad de 2011, Salud y Alimentación vuelven a erigirse como único refugio desde el punto de vista sectorial. A pesar de sufrir una leve corrección en el mes de abril, el sector de Autos continúa sorprendiendo positivamente dentro de las categorías cíclicas, manteniendo su fuerte revalorización del primer trimestre.

## Asset Allocation Recomendado

Ante este contexto macroeconómico y de mercados, llevamos a cabo un rebalanceo de riesgos y comenzamos a mover liquidez. En Renta Variable (23%), reajustamos la cartera en aras de aprovechar el reciente abaratamiento de las bolsas europeas y el consecuente aumento de su valoración relativa frente a los índices estadounidenses o japonés. Así, elevamos el peso de RV Euro (12%) y reducimos la exposición a RV EEUU (5%) y RV Japón (5%). No obstante, mantenemos infraponderadas todas las áreas con respecto al *benchmark*.

Continuamos apostando por RF Convertible como vehículo para complementar la exposición a renta variable, y aumentamos hasta el 9% la inversión en este tipo de activos.

**ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)**

| Categoría | 31-may-11 | 30-abr-10 | BMK | Afi vs BMK |
|---|---|---|---|---|
| RV EUR | 12 | 10 | 17 | -5 |
| RV EEUU | 5 | 6 | 6 | -1 |
| RV Emer. Asia | 1 | 1 | 1 | 0 |
| RV Emerg. Latam | 0 | 0 | 1 | -1 |
| RV Europa Este | 0 | 0 | 1 | -1 |
| RV Japón | 5 | 6 | 4 | 1 |
| **Renta variable** | **23** | **23** | **30** | **-7** |
| Ret. Abs. Conservador | 0 | 0 | 7 | -7 |
| Gestión Alternativa | 12 | 14 | 0 | 12 |
| **Gestión alternativa** | **12** | **14** | **7** | **5** |
| RF Convertibles | 9 | 7 | 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 | 4 | 4 | 15 | -11 |
| RF Corto EUR | 12 | 10 | 33 | -21 |
| RF USD | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Renta fija** | **48** | **44** | **58** | **-10** |
| Monetarios USD | 6 | 8 | 0 | 6 |
| Monetarios GBP | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Liquidez | 11 | 11 | 5 | 6 |
| **Mdo. Monetario** | **17** | **19** | **5** | **12** |

Fuente: *elaboración propia.*

En renta fija, los atractivos niveles en los que cotiza actualmente el tramo corto del Tesoro español, nos lleva a incrementar el peso de RF Corto EUR (12%).

Para equilibrar la cartera tras estas modificaciones, reducimos ligeramente la exposición a Gestión Alternativa (12%) y procedemos a la toma de beneficios en monetarios USD (6%), tras alcanzar en los últimos días el 1,25 USD/EUR y limitar así su potencial de revalorización ::


TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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 Financiera de Andalucía