

# El rescate a España, orientado a facilitar la intervención del BCE

Las negociaciones en torno al rescate soberano de España, orientadas a facilitar el acceso al programa de compra de deuda del BCE, minimizar el recurso a los fondos del ESM y limitar las condicionalidades macro. Ante la cercanía del rescate, reacción positiva en mercados: ganancias generalizadas en RV EUR, lideradas por el IBEX y el sector bancario; cesiones, aunque contenidas, en rentabilidades de deuda española e italiana y apreciación del EUR (en torno a cotas del 1,30 USD/EUR).

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

## CONTEXTO ECONÓMICO

El rescate soberano a España centra la atención de los mercados. A juzgar por los últimos acontecimientos, el objetivo de la solicitud de asistencia financiera por parte del Gobierno español no tendría como objetivo último el requerimiento de una cuantía significativa al mecanismo de estabilidad, sino el cumplimiento formal con el "peaje" impuesto por el BCE para beneficiarse de su nuevo programa de compra de activos (*Outright Monetary Transactions, OMT*).

Sin información, hasta el momento, de cómo se podría instrumentalizar dicha ayuda, tanto la activación de una nueva línea preventiva (acompañada, posiblemente, de un seguro de crédito para nuevas emisiones de deuda pública) como la inclusión de ésta dentro del programa ya aprobado para la recapitalización bancaria, implicaría la firma de un nuevo Memorando de Entendimiento (MoU).

Su aprobación (condición necesaria para que el BCE actúe) conllevaría la exigencia de condicionalidades macroeconómicas orientadas a garantizar el



[iStockphoto]/Thinkstock.

cumplimiento con los objetivos de déficit público. El refuerzo de las funciones de control y supervisión fiscal por parte de la Comisión Europea, un aspecto clave en este sentido.

El principal obstáculo que presenta la solicitud de una nueva línea de ayuda es la necesidad de aprobación por parte de los Parlamentos nacionales, algunos de ellos, como el alemán, reacios a comprometer recursos adicionales del ESM. Este trámite se evitaría en caso de que el remanente del pro-

## 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



grama de recapitalización bancaria se utilice para dotar la línea preventiva al soberano. En este último caso, "tan solo" la aprobación unánime por parte del Eurogrupo es necesaria para dar luz verde al nuevo plan de asistencia financiera.

En cualquier caso, una vez aprobada la línea preventiva y firmado el nuevo MoU, se obtendría el acceso al OMT del BCE. Si la relajación de rentabilidades en el mercado secundario es suficiente para garantizar las colocaciones del Tesoro en el primario y a costes razonables, el recurso a la línea preventiva podría ser muy reducido, minimizando así la utilización de fondos del ESM, al menos en el corto plazo.

Este punto también es relevante si, llegado el momento, Italia tuviese que recurrir a un programa de naturaleza similar. Desde mediados de agosto, la deuda italiana se ha visto beneficiada por la respuesta del BCE y la reducción de tensiones sobre la curva española. Queda por ver si una vez que España se acoja al programa de rescate, el mercado da recorrido a la relajación de rentabilidades italianas sin que esta economía apele también a uno.

Aunque el nuevo programa del BCE tenga un carácter ilimitado, su objetivo de actuación (únicamente centrado en la compra de bonos con vencimiento próximo a los 3 años) limita la efectivi-

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

	Rentabilidades a	
	Septiembre	2012
RV España	4,3%	-2,7%
RV Asia y Oceanía	3,6%	14,8%
RV Emergentes Global	2,6%	10,1%
RV Euro	2,6%	10,5%
RV Sectores Defensivos	2,4%	9,4%
Materias primas	2,1%	5,1%
RV Emergentes Eur. Este	2,0%	20,2%
RV Mixta Euro	1,3%	3,2%
RV Europa	1,3%	16,6%
Garantizado parcial	1,2%	0,3%
RF Mixta Euro	1,1%	2,0%
Gestión Global	1,1%	4,6%
Garantizado RF	1,0%	2,2%
RF Largo Euro	1,0%	6,8%
Garantizado a vto	1,0%	1,6%
RV Sectores Crecimiento	1,0%	15,9%
RV Emergentes Latam.	0,9%	4,0%
RV Global	0,8%	11,0%
RF Corto Euro	0,7%	2,5%
RV Emergentes MENA	0,6%	16,1%
RV Mixta Internacional	0,5%	6,9%
RF Mixta Internacional	0,5%	3,8%
FIL	0,4%	0,7%
RF Convertibles	0,4%	8,7%
RV EEUU	0,3%	13,7%
Ret. Absoluto Conservador	0,1%	1,4%
Monetarios Euro	0,1%	0,8%
RV Japón	0,0%	3,2%
Gestión Alternativa	-0,1%	1,1%
RF Internacional	-0,2%	6,9%
RF High Yields	-0,3%	11,6%
FI Inmobiliaria	-1,3%	-2,5%
RF LP USD	-2,1%	4,3%
RF CP USD	-2,1%	2,5%
Monetarios USD	-2,6%	0,5%

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%	26,2	7,2	2,6%	27,3%	11,5%	24,5%	11,7%	59.777
Telefónica	11%	8,5	2,1	5,9%	24,1%	-18,2%	-15,0%	6,6%	46.853
Red Eléctrica	11%	10,5	2,6	6,8%	10,4%	17,9%	4,7%	10,4%	5.027
OHL	11%	8,0	0,9	3,4%	7,8%	14,3%	10,9%	11,4%	1.955
Santander	10%	12,5	0,7	10,4%	14,0%	-28,5%	-34,6%	56,5%	58.363
Indra	10%	9,4	1,4	5,9%	31,7%	-15,6%	-19,2%	8,5%	1.445
Técnicas Reunidas	10%	15,8	5,5	3,6%	27,3%	29,6%	3,3%	8,0%	2.180
ACS	9%	5,6	1,4	9,5%	24,3%	-0,7%	-2,7%	-5,4%	5.318
Grifols	9%	29,1	4,5	1,0%	18,0%	5,5%	86,6%	30,4%	7.650
DIA	6%	18,2	19,1	2,8%	77,4%	31,4%	13,0%	19,2%	3.148
Cartera recomendada		14,4	4,0	5,2%	24,0%	3,9%	6,5%	15,4%	
IBEX 35		15,0	1,0	5,4%	6,6%	-20,4%	-36,9%	58,6%	

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



dad del mismo como solución a las posibles restricciones de financiación del Tesoro español a más largo plazo.

### REACCIÓN DE LOS MERCADOS

La posibilidad de que España finalmente solicite asistencia financiera y, por ende, se beneficie del nuevo programa de compra de activos del BCE, ha provocado la reducción del componente más sistémico de las primas de riesgo en el Área euro. Esta disminución del riesgo de fragmentación del Área euro (convertibility risk) ha sido capitalizada por los principales monitores del mercado: rally bursátil, reducción de los diferenciales soberanos de la periferia europea y ruptura alcista del EUR en su cruce frente al USD.

Los índices de renta variable pertenecientes a países emergentes protagonizan, junto al selectivo español, las mayores revalorizaciones durante el mes de septiembre. Todo ello gracias a la mencionada reducción del riesgo sistémico ya que, el ciclo de actividad continúa mostrando síntomas de debilidad. A partir de ahora, es necesario que el crecimiento de beneficios empresariales acompañe para que el rebote bursátil pueda gozar de continuidad y, como ejemplo, el Ibex 35 pueda superar la barrera de los 8.000 puntos. En este sentido, conviene recordar que durante el mes de octubre asistiremos a la presentación de resultados del tercer trimestre, clave para analizar el potencial de revalorización de los activos de renta variable para los próximos meses.

La reacción positiva de los mercados tiene, por el contrario, su impacto negativo en los activos denominados en dólares. El optimismo en los mercados ha llevado el cruce USD/EUR hasta cotas próximas al 1,30. Creemos que esta sobre-reacción será corregida

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-sep-12	31-ago-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	12%	12%	17%	-5%
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%
<b>Renta variable</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	<b>-10%</b>
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	7%	-7%
Gestión Alternativa	12%	12%	0%	12%
<b>Gestión alternativa</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>
RF Convertibles	9%	9%	0%	9%
RF High Yield	8%	5%	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%	12%	33%	-21%
RF USD	0%	0%	0%	0%
Renta fija	48%	45%	58%	-10%
Monetarios USD	8%	8%	0%	8%
Monetarios GBP	0%	0%	0%	0%
Liquidez	12%	15%	5%	7%
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>5%</b>	<b>15%</b>

Fuente: elaboración propia.

en las próximas semanas y continuamos apostando por el 1,28 USD/EUR como nivel objetivo para cierre de año.

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Adaptamos nuestro posicionamiento en mercados en base al activismo de los bancos centrales como respuesta a la debilidad en el ciclo macroeconómico. Por ello, apostamos por activos que ofrezcan una rentabilidad periódica atractiva pero con una exposición a los beneficios empresariales más limitada, como son Renta Fija High Yield y Renta Fija Emergente.

También implantamos esta filosofía en nuestra inversión en renta variable. Por ello, optamos por compañías que ofrezcan una elevada y sostenible rentabilidad por dividendo, posible gracias a un alto grado de diversificación geográfica de sus ingresos ::

## 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



La Primera Entidad Financiera de Andalucía