

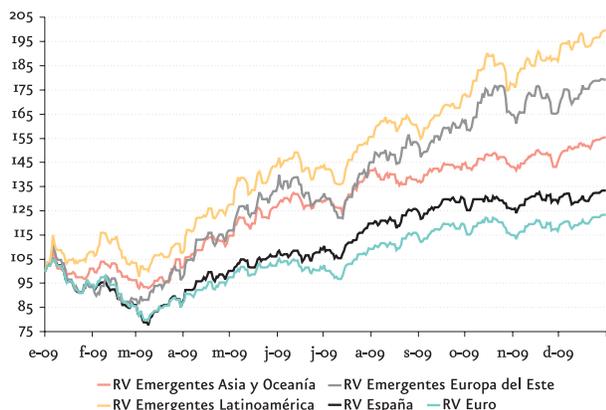
Preparando el camino para 2010

El balance de los mercados financieros en 2009 es muy positivo: todas las categorías de activos se revalorizan por encima de los escenarios más optimistas planteados apenas hace seis meses. Y es que la extrema infravaloración de los activos financieros, la política monetaria no convencional y un escenario económico mucho mejor de lo esperado no por bueno, sino por menos malo, han explicado la evolución de los mercados en 2009, pero, para 2010, el escenario no es tan positivo.

Luis Hernanz



RV índices Afi fondos de inversión



Fuente: Afinet Global EAFI.

En los últimos meses, la «crisis gemela» (financiera-económica) ha dado nuevas señales de mejora, sobre todo desde el frente financiero, lo que se refleja en más devoluciones de ayudas por parte de entidades, especialmente en EEUU. Además, el impacto positivo que sobre el consumo están teniendo las distintas medidas de estímulo público «garantiza» su continuidad a lo largo de los próximos meses. No obstante, la posición cíclica no justifica, todavía, una retirada de los apoyos fiscales (es necesario, al menos, contar con señales claras de creación de empleo).

Los últimos indicadores ponen de manifiesto la pauta de recuperación económica global, que permite eliminar el escenario de «gran depresión» vigente hace apenas nueve meses

Los últimos indicadores vuelven a poner de manifiesto la pauta de recuperación económica global, que, aunque a ritmo lento y sin ser suficiente como para eliminar la importante lista de riesgos todavía existentes, sí permite eliminar el escenario de «gran depresión» vigente hace apenas nueve meses. Ahora bien, la recuperación será desigual por países (parece que los emergentes son los mejor posicionados y los más endeudados, entre ellos España, los peores) no será lineal y será muy dependiente de la retirada de las medidas de apoyo aplicadas en 2008 y 2009.

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

En el mes de diciembre, los fondos de renta variable han encabezado el *performance* de la industria. Entre ellos, destacan los de RV emergente Europa del Este, RV Japón y RV EEUU, a la luz del mejor comportamiento relativo de estos mercados.

El buen comportamiento de las Bolsas ha sido generalizado a nivel global y, al igual que éstas, los fondos por áreas geográficas han tenido cierta dispersión: del 8,3% de los

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO AFINET GLOBAL EAFI (%)

| Categorías | 31-dic-09 | 30-nov-09 | 31-oct-09 | BMK | AFI vs BMK |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RV EUR | 13 | 14 | 13 | 17 | -4 |
| RV EEUU | 4 | 4 | 3 | 6 | -2 |
| RV emer. Asia | 4 | 2 | 2 | 1 | 3 |
| RV emerg. Latinoamérica | 3 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| RV Europa del Este | 0 | 0 | 0 | 1 | -1 |
| RV Japón | 1 | 1 | 1 | 4 | -3 |
| Renta variable | 25 | 22 | 20 | 30 | -5 |
| RF largo euro | 0 | 0 | 0 | 15 | -15 |
| RF corto euro | 0 | 0 | 0 | 33 | -33 |
| RF convertibles | 9 | 10 | 9 | 0 | 9 |
| RF IG CP | 25 | 28 | 27 | 8 | 17 |
| RF IG LP | 4 | 5 | 5 | 0 | 4 |
| RF high yield | 3 | 2 | 1 | 2 | 1 |
| Renta fija | 41 | 45 | 42 | 58 | -17 |
| RF USD | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Monetarios USD | 7 | 6 | 5 | 0 | 7 |
| Monetarios GBP | 4 | 4 | 4 | 0 | 4 |
| Mon. dinámicos | 3 | 3 | 3 | 7 | -4 |
| Mdo. monetario | 14 | 13 | 12 | 7 | 7 |
| Gestión alternativa | 14 | 14 | 15 | 0 | 14 |
| Liquidez | 6 | 6 | 11 | 5 | 1 |

*Fuente: Afinet Global EAFI.

fondos RV Japón hasta el 3,8% de los invertidos en RV España.

En cuanto a divisas, la depreciación del euro frente a sus principales cruces (USD, GBP, NOK...) ha provocado que tanto los fondos monetarios internacionales como los enfocados en la divisa estadounidense (monetarios, RF USD y RV USD) hayan tenido un comportamiento muy positivo en el mes (+4,1% para monetarios USD).

En un mes en el que ha continuado la reducción de los diferenciales de crédito (entre los distintos nichos *investment grade*, la caída ha sido en media de unos 5 pbs, mientras que los diferenciales *high yield* han drenado en promedio unos 50 pbs en euros), el fuerte repunte de las curvas de tipos de interés ha provocado un comportamiento plano del «grado de inversión». Por su parte, hemos asistido a una importante revalorización de los fondos *high yield* (3,1% en diciembre), dado que el devengo de la TIR de sus bonos subyacentes compensa el efecto de unas TIR públicas al alza, apuntalando su excelente YTD.

El signo positivo del *earnings momentum* y las lecturas expansivas de las encuestas de sentimiento empresarial son los principales factores que llevan al modelo a buscar perfiles cíclicos

La renta fija convertible sigue ofreciendo un *performance* positivo (+3,1% en el mes), refrendado este mes tan sólo por la exposición a RV («efecto delta») ante la subida de éstas, pero sin el beneficio del «efecto duración» ante el repunte de las curvas de tipos de interés.



Simulando el resultado de las distintas categorías de fondos, en el año, los mejores *performances* son logrados por la RV emergente (por áreas y a nivel global), la RF *high yield* o la RF convertible.

La categoría FIL también expone un excelente *performance* anual (+13,1%) tras anotarse un 2,5% en diciembre. Por su parte, los fondos de retorno absoluto (gestión alternativa y monetarios dinámicos) han expuesto un excelente mes (0,8 y 0,4%, respectivamente), para cerrar un año batiendo, en media, sus *target* de diferencial sobre el Euribor.

NUESTRO ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

En este contexto, optamos por elevar nuestra exposición en renta variable hasta el 25% (frente al 30% del *benchmark*). Así, Asia y Latinoamérica continúan siendo las áreas de mercado en las que encontramos mayor valor relativo (sobreponderamos al suponer un 7% del total de la cartera), mientras que, en las regiones desarrolladas (EUR, USD, JPY) y Europa del Este, mantenemos una exposición por debajo de *benchmark*.

El perfil defensivo está ganando peso en la táctica del modelo sectorial. Con todo, ciclo y financieros continúan siendo las áreas de mercado sobreponderadas por el modelo. El signo positivo del *earnings momentum* (mayor número de revisiones al alza en estimaciones de BPA que de revisiones a la baja) y las lecturas expansivas de las encuestas de sentimiento empresarial son los principales factores que llevan al modelo a buscar perfiles cíclicos. La reciente pérdida de pulso en estas dos variables está rebalanceando peso sectorial, lentamente, hacia perfiles defensivos.

Y en este sentido, la defensividad, es la característica principal de nuestra cartera de acciones recomendada. Esperamos que en 2010 muestren un mejor comportamiento relativo aquellas compañías con visibi-

lidad en sus resultados, con elevado *cash flow*, con una sólida situación financiera, con bajo nivel de deuda, con una alta diversificación geográfica y con una posición de liderazgo en su sector, así como una elevada y estable rentabilidad por dividendo.

Así, hemos optado por sustituir Inditex, por falta de potencial tras la subida de diciembre (PO: 44,89 EUR) por Prosegur. Esta inclusión viene respaldada por los excelentes resultados de 2009 y, lo que es más importante, por su potencial de crecimiento en próximos ejercicios gracias a su acertada diversificación geográfica, especialmente en Latinoamérica (sobre todo en Brasil, Chile y Perú). Además, su reducido endeudamiento le permitirá seguir creciendo aprovechando las oportunidades en países más desarrollados. A pesar del reciente *rally*, cotiza en niveles de valoración muy atractivos. También, y ante las primeras señales de «agotamiento», reducimos el peso de Telefónica (del 25% hasta el 22%) y elevamos el de Grifols (hasta el 10%).

Por su parte, en renta fija reducimos cuatro puntos la exposición. En deuda pública mantenemos la cartera sin exposición, dado que nuestras previsiones de curva continúa estando por encima de *forward* donde, a pesar del reciente movimiento alcista en TIR que ha aproximado las dos sendas, no vemos valor. En renta fija privada continúa siendo el área de mercado con mayor peso relativo en nuestra cartera. Subimos un punto el peso de *high yield* (hasta el 3%) y ajustamos la fuerte sobreponderación en *investment grade* y convertibles.

Por otro lado, la apreciación del USD ha favorecido a nuestra apuesta en divisas. Continuamos viendo recorrido en el *trade* y subimos un punto la exposición a USD (hasta el 7%).

Mantenemos el peso en liquidez (6%) donde pensamos que existe margen suficiente junto con las inversiones en mercado monetario (13%) para esperar puntos de entrada más favorables en activos de riesgo ::