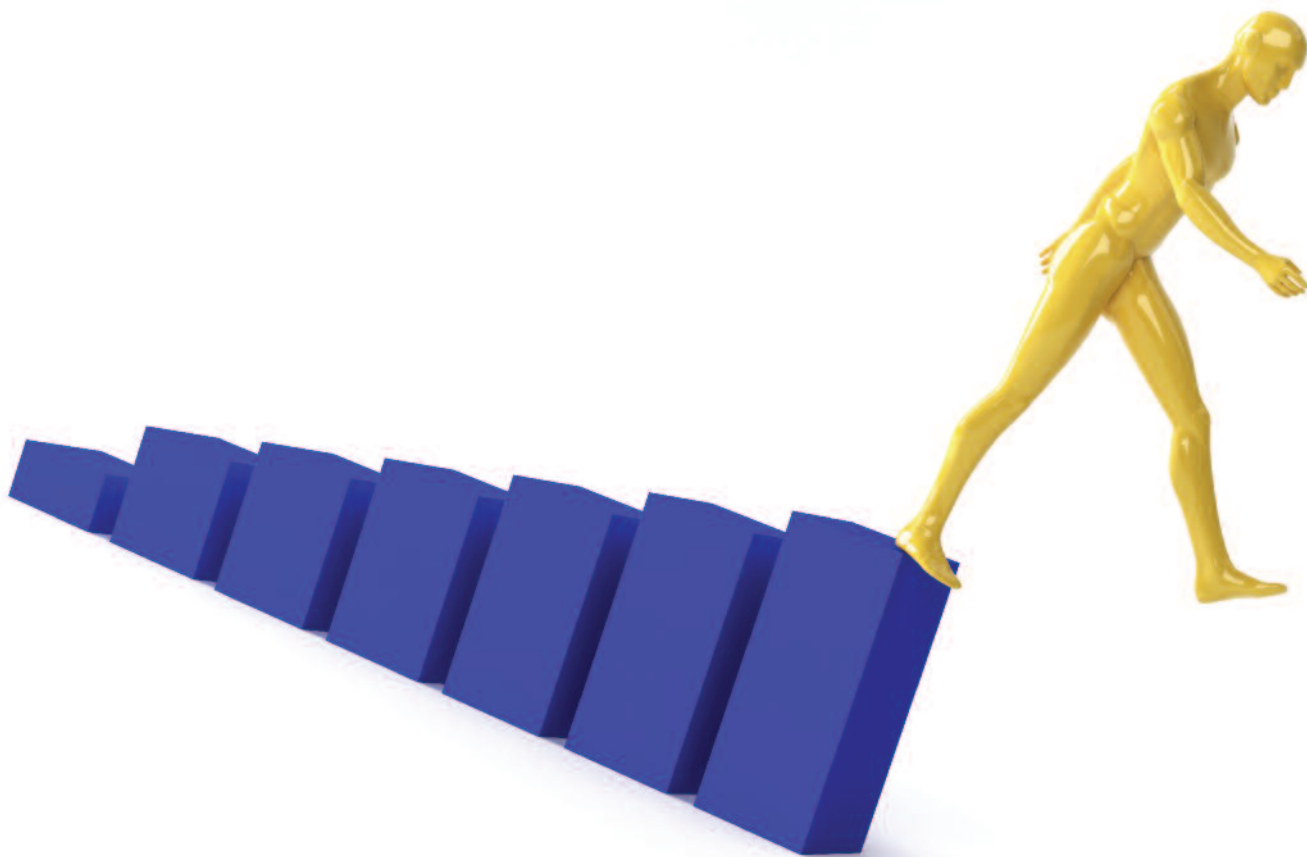


Paso a paso

El inicio del endurecimiento de las condiciones monetarias en China, la nueva propuesta regulatoria de Obama en relación con el sector financiero y, sobre todo, las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el área euro han elevado la percepción de riesgo en los mercados.

Luis Hernanz



Tras un 2009 marcado por una evolución en los mercados financieros dirigidos en buena parte por los estímulos fiscales y monetarios llevados a cabo por los Gobiernos y las distintas autoridades económicas y monetarias, este 2010 se ha iniciado con señales de cierta debilidad en el terreno del crecimiento, que no hacen sino descontar una recuperación con evidentes riesgos de recaída y desigual por regiones.

Y es que, desde el frente macro, hemos asistido a nuevas señales de debilidad en las economías desarrolladas. En el área euro, los registros de consumo privado, que confirman una reducida capacidad de crecimiento autónomo, junto con unas expectativas de inflación que se mantienen muy deprimidas, han provocado inestabilidad en sus mercados. En sentido contrario, en el área emergente destacan sus consistentes y dinámicas tasas de crecimiento, sobre todo en las economías asiáticas.

Con todo, el año ha comenzado con un repunte significativo de la aversión al riesgo que ha propiciado un proceso de huida hacia activos de mayor calidad.

EVOLUCIÓN ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

En febrero, los fondos que han encabezado el *performance* de la industria de fondos de inversión han sido los que se han aprovechado de la apreciación del dólar frente al euro, del incremento del precio de las materias primas y de aquellos más focalizados en renta variable emergentes de América Latina (efecto mercado y apreciación de las divisas locales).

El buen comportamiento de las Bolsas, ha sido generalizado a nivel global, excepto de los mercados europeos (RV Europa, RV euro y RV España), en los que las distorsiones derivadas de la sostenibilidad de las cuentas públicas de algunos países del área euro se ha contagiado a las cotizaciones bursátiles.

La apreciación del dólar frente al euro, el incremento del precio de las materias primas y la renta variable emergentes América Latina ha marcado el *performance* en la industria de fondos

Un mes más, los fondos de inversión en divisa extranjera han sumado a su rentabilidad la depreciación del euro, excepto en el caso del cruce frente a la libra esterlina, donde la debilidad de la balanza fiscal y las especulaciones acerca de la pérdida de *rating* del país británico ha calado en la cotización de la libra.

Por otro lado, destacamos la RF emergente y *high yield* (HY). Los primeros siguen mostrando su mejor comportamiento relativo frente a la renta fija, tanto emitida por Gobiernos como por *corporates* de los países desarrollados, y se han contagiado de la aprecia-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	MTD	YTD
Desde	31-ene-10	31-dic-09
RV emergentes América Latina	5,7	-0,2
RV EEUU	4,6	2,6
Materias primas	4,0	-1,6
RV Asia y Oceanía	3,9	1,3
Monetarios USD	3,0	6,4
RF CP USD	2,9	6,9
RV Japón	2,9	5,5
RF LP USD	2,9	7,2
RF emergentes	2,6	5,6
RV sectores defensivos	2,4	-0,6
RV emergentes global	2,3	0,6
RV sectores crecimiento	2,3	1,5
RV global	2,1	0,2
RV emergentes MENA	2,0	4,6
RF internacional	1,5	3,9
RV mixta internacional	0,8	-0,4
RF <i>high yields</i>	0,8	3,4
RF largo euro	0,6	1,0
RF mixta internacional	0,4	-0,1
Gestión alternativa	0,4	0,7
Garantizado RF	0,3	0,4
RF convertibles	0,2	0,0
Garantizado a vto	0,2	-0,3
RF corto euro	0,2	0,3

Fuente: Afinet Global EAFI.

ción de las divisas locales. Entre los fondos HY, a pesar de que los *spreads* del grado especulativo siguen en niveles similares al mes pasado, sustentan su mejor *performance* relativo dado el alto devengo de TIR en esta tipología de emisiones.

También la falta de dirección en los mercados financieros en el comienzo de año está siendo aprovechado por los *trades* relativos de los fondos de retorno absoluto, principalmente entre los que tienen un mayor presupuesto de riesgo, que se anotan en febrero un 0,4% en media (0,3% ganaron en enero).

NUESTRO ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Con este panorama, optamos por reconducir nuestro *asset allocation* recomendado. Así, reducimos en siete puntos porcentuales la exposición global de la cartera a renta variable (hasta el 20%), donde continuamos esperando a que nuestras herramientas de *timing* den luz verde para sobreponderar la renta variable (desde el cuarto trimestre de 2008 estamos infraponderados). Bien es cierto que estas herramientas han rebajado el nivel de alerta bajista de enero de 2010, pero aún no ven un punto de entrada favorable en los niveles de cotización actuales.

La renta variable ha corregido parcialmente el perfil sobrevalorado, sobrecomprado y sobreoptimista que presentaba al inicio del ejercicio (este perfil históricamente ha alertado de correcciones del -10/-15% en el corto plazo). Desde nuestro punto de vista, para 2010 continuamos viendo un mercado en rangos y esperan-



do una señal de entrada para empezar a tomar riesgo de mercado. En los mercados emergentes, recomendamos sobreponderar India, China, Brasil y Tailandia, mientras que esperamos que muestren un peor comportamiento relativo Turquía, Corea del Sur, Polonia y Sudáfrica.

Por su parte, en nuestra cartera recomendada de acciones, las apuestas van dirigidas hacia ACS, Santander, Enagas, Gamesa, Grifols, Iberdrola, Indra, Repsol, Telefónica y Prosegur. Todas ellas se caracterizan por su reducida exposición al riesgo de mercado (valores con beta defensiva), salvo en los casos de Gamesa (1,24), Santander (1,32) e Iberdrola (1,02) por alta y estable rentabilidad por dividendo y por contar con unos descuentos por valoración relativa en PER y P/VC (la única excepción es GAM, nuestra única apuesta diferencial por crecimiento).

En lo que respecta a renta fija, aumentamos en nueve puntos porcentuales su peso, hasta el 50%. En deuda pública, empieza a surgir valor relativo en el universo de soberanos UME (periferia frente a núcleo)

después de la reciente ampliación de diferenciales. La zona corta de la curva española es la mejor opción en el análisis rentabilidad-riesgo frente a las zonas media y larga. Subimos nueve puntos el peso de la deuda pública a corto plazo (España) en la cartera recomendada. Con todo, la cartera continúa muy infraponderada en el mercado de deuda pública. En lo que respecta a renta fija privada, volvemos a rebajar la exposición a convertibles, rebalanceando peso hacia HY (+1% hasta el 6%). Aprovechamos la reciente ampliación de *spread* en los segmentos más especulativos para subir sensiblemente el peso de HY, que está ofreciendo un devengo de TIR aceptable (en aquellas carteras que, por mandato o política de inversión, no puedan invertir en HY, recomendamos incrementar el peso en convertibles).

La falta de dirección en los distintos mercados financieros, renta variable, renta fija y divisas, puede ser aprovechada mediante la inversión en fondos de valor relativo

En divisas, la debilidad del euro se intensifica en un entorno de reprecación de riesgo soberano intra-UME. Este movimiento continúa favoreciendo la estrategia prodivisa de la cartera, que decidimos concentrarla en el cruce dólar/euro (9%). En la BGP, cerramos las posiciones ante nuestro escenario de depreciación frente al euro y al dólar, dado que la debilidad de las cuentas públicas y la potencial extensión de los programas de *quantitative easing* pueden acentuar su debilidad.

Por otro lado, la falta de dirección en los distintos mercados financieros, renta variable, renta fija y divisas, puede ser aprovechada mediante la inversión en fondos de valor relativo. En este capítulo, recomendamos aprovechar el castigo diferencial al Ibex-35 en el comienzo de 2010 para invertir en estructuras autocancelables anualmente con subyacente Ibex-35, en las que los cupones anuales alcanzan el 9%.

Y, por último, en liquidez subimos un 1% la posición, hasta el 5%. La vuelta de la volatilidad a zona de mínimos (VIX < 20%) nos llevan a retirar exposición a riesgo de mercado (ciertas señales de complacencia) :

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	28-feb-10	31-ene-10	31-dic-09	BMK	Afi vs BMK
RV euro	12	14	13	17	-5
RV EEUU	3	5	4	6	-3
RV emer. Asia	2	4	4	1	1
RV emerg. América Latina	2	3	3	1	1
RV Europa del Este	0	0	0	1	-1
RV Japón	1	1	1	4	-3
Renta variable	20	27	25	30	-10
RF largo euro	0	0	0	15	-15
RF corto euro	9	0	0	33	-24
RF convertibles	6	7	9	0	6
RF IG CP	25	25	25	8	17
RF IG LP	4	4	4	0	4
RF high yield	6	5	3	2	4
Renta fija	50	41	41	58	-8
Retorno absoluto (VAR < 3%)	2	2	3	7	-5
Retorno absoluto (VAR > 3%)	14	14	14	0	14
Gestión alternativa	16	16	17	7	9
Monetarios USD	9	8	7	0	9
Monetarios GBP	0	4	4	0	0
Liquidez	5	4	6	5	0
Mercado monetario	14	16	17	5	9

Fuente: Afinet Global EAFI.