

Recogida de beneficios

Tras varios meses caracterizados por una fuerte penalización a los activos de riesgo, el mes de julio fue testigo de un cambio en el patrón de comportamiento en los mercados financieros del área euro.

Luis Hernánz



La menor dependencia del sistema financiero europeo a la captación de liquidez vía BCE (el vencimiento de 442.000 millones de euros en la operación LTRO a 12 meses del BCE ha servido para restar protagonismo al banco central como suministrador de liquidez al sistema), junto con la publicación de los resultados de los test de esfuerzo sobre el conjunto del sistema bancario europeo, han sido elementos clave para el buen comportamiento de los activos de riesgo en las últimas semanas.

Y es que la práctica totalidad de los activos han contado con revalorizaciones (salvo los vinculados a la divisa dólar), lo que ha permitido a la industria de fondos de inversión cerrar julio con importantes ganancias. A esta positiva evolución ha contribuido de forma decisiva la relajación de la prima de riesgo genérica y ha facilitado el buen comportamiento de los mercados secundarios de deuda (Tesoros y crédito) y de renta variable. La recuperación del sector financiero en los principales índices bursátiles europeos ha liderado el rally de hasta un 6% en el mes de julio (el Ibex-35 un 13%).

EVOLUCIÓN ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

Así, tanto las fuertes subidas en Bolsa como el estrechamiento generalizado de *spreads* crediticios han permitido disfrutar de jugosas revalorizaciones a la práctica totalidad de categorías de fondos de inversión en España. Destaca en el mes el comportamiento de la renta variable europea y de países emergentes, seguidos de cerca por los bonos convertibles y los diferentes grados de riesgo de bonos corporativos, liderados una vez más por la renta fija *high yield*.

Las revalorizaciones bursátiles y la reducción en los diferenciales de crédito y deuda pública contribuyen a cerrar julio con importantes ganancias

La nota negativa para los fondos en el mes de julio proviene de las inversiones en el exterior en divisas no euro, dado que nuestra divisa de referencia se ha apreciado fuertemente contra el resto de monedas, corrigiendo la pérdida de su valor acumulada en el primer semestre del año. Así, destaca la pérdida de valor sufrida por inversiones en dólares, tanto para monetarios como para renta fija a corto y largo plazo.

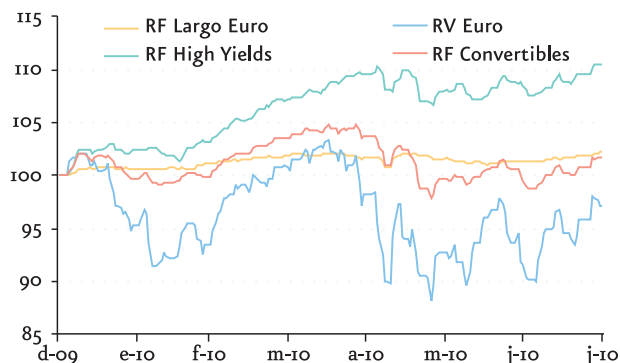
Haciendo balance de lo que llevamos de año 2010, la renta variable emergente lidera el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Al buen comportamiento de aquellas Bolsas, les siguen otros activos de riesgo que se benefician de la mejoría de la prima de riesgo descontada por el mercado y la disminución de la aversión, como son los bonos convertibles y la renta

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Variaciones desde		
	30-jun-10	31-dic-09	30-jun-09
RV emergentes MENA	4,2	17,3	75,5
RV Europa	4,2	3,6	47,2
RV emergentes Latinoamérica	4,0	9,9	105,1
RV mixta euro	4,0	-2,5	18,2
FIL	2,2	-1,5	12,3
RF convertibles	2,1	1,7	24,8
RF <i>high yields</i>	2,0	10,6	51,1
RF mixta euro	1,9	-0,7	8,9
RV global	1,9	4,6	41,6
RV emergentes global	1,9	9,8	72,8
Gestión global	1,9	0,1	12,3
RV sectores defensivos	1,8	4,8	46,1
Garantizado parcial	1,5	-0,6	-
Materias primas	1,5	-1,3	20,9
RV mixta internacional	1,4	2,8	22,9
Garantizado a vencimiento	1,1	-0,3	2,5
RF largo euro	1,0	2,3	8,5
RV EEUU	0,9	5,5	39,7
Garantizado RF	0,6	0,5	4,4
RF mixta internacional	0,5	1,3	9,3
RF corto euro	0,3	0,2	2,5
RV sectores crecimiento	0,3	5,4	33,1
Monetarios euro	0,1	0,1	0,5%
Ret. absoluto conservador	0,1	0,8	3,5
RV Asia y Oceanía	-0,2	11,0	71,6
Gestión alternativa	-0,4	1,1	3,8
RF emergentes	-1,2	14,8	35,3
RF internacional	-1,6	9,2	15,3
Monetarios internacional	-2,2	9,4	13,8
RV Japón	-2,7	7,7	27,0
RF LP USD	-4,9	14,9	17,1
RF CP USD	-5,6	11,4	5,8
Monetarios USD	-5,8	10,2	5,4

Fuente: Afinet Global EAFI.

Índices Afi fondos de inversión



Fuente: Afinet Global EAFI.

fija de alto riesgo *high yield*. También el debilitamiento del euro beneficia la conversión de inversiones en fondos en divisa extranjera, liderados en lo que va de año por el dólar. En terreno negativo continúa todavía la renta variable europea, con un alto componente de Bolsa española por composición de las carteras y número de fondos, que continúa en números rojos aunque haya recuperado gran parte del terreno en el mes de julio.



NUESTRO ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Con este contexto de fondo, la asignación de activos desde nuestro punto de vista de cara a afrontar los próximos meses se configura de la siguiente manera.

En lo referente a renta variable, reducimos la exposición hasta el 10%, la más baja desde el cuarto trimestre de 2007-primer trimestre de 2008 (cuando apenas teníamos un 6% de exposición). Y es que los indicadores adelantados de ciclo continúan sin rebajar el grado de alerta de desaceleración en los próximos meses, un escenario que está llevando a los mercados de bonos a zona de mínimos en TIR, pero que apenas está «cotizando» el mercado de acciones. Desde nuestro punto de vista, pagar 20 veces beneficios (PER ajustado por ciclo de beneficios) no es compatible con el escenario «inusualmente incierto» que planteaba Bernanke. La recuperación de los activos bursátiles adolece, en cierto sentido, de fundamentos sobre los que sustentar su recuperación.

En lo referente a nuestra cartera recomendada de acciones, mantenemos nuestra estrategia en la selección de valores que cotizan con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior, un nivel de apalancamiento inferior y estabilidad en política de dividendos. En este sentido, optamos por sustituir REE por OHL: la estrategia de internacionalización del grupo para reducir su dependencia del mercado doméstico, así como la diversificación de su negocio avanzando en actividades distintas a la construcción, han permitido a la compañía registrar unos resultados semestrales que valoramos como positivos. En los seis primeros meses del año, OHL ha presentado un beneficio neto de 66,1 millones de euros, superando en un 26,1% los 52,4 millones obtenidos en el mismo período de 2009. La evolución favorable del área de concesiones y el intenso crecimiento del negocio en Brasil han sido los principales apoyos que han servido de impulso al beneficio.

Por su parte, en renta fija, ponderamos hasta un 48% de la cartera desagregado de la siguiente manera: RF largo euro (2%) y RF corto euro (el 6%) por la pérdida de pulso en la actividad económica y la contención de riesgo soberano en emisores del área euro que puede mantener la demanda y favorecer nuevas relajaciones adicionales en TIR. En RF dólar (3% cartera), además del devengo de TIR, la posición busca apreciación del dólar

(objetivo Afi 1,24 en el tercer trimestre de 2010). En el bloque emergente (6%) en emisiones dólar de Malasia, Indonesia, Chile, Brasil o Perú.

En divisas, ponderamos un 9% en monetarios dólar y un 2% en libras, toda vez que se ha capitalizado la caída de riesgo soberano en el área euro (de 1,24 a 1,30 el dólar/euro) y vuelven a primer plano los fundamentales en términos de ciclo y tipos de interés. En ambos frentes, el escenario de probabilidades apunta a una senda apreciadora para el dólar.

La revalorización de los activos bursátiles carece de fundamentos sobre los que sustentar su recuperación

Respecto al retorno absoluto, apostamos un 16% de la cartera. El 4% de exposición a retorno absoluto conservador, mientras que la gestión alternativa con mayor presupuesto de riesgo continúa con mayor peso relativo en nuestra cartera (12%).

Por último, asignamos un 15% en liquidez, el nivel más alto desde marzo de 2008 (20%). Buscamos áreas de mercado que faciliten descorrelación ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-jul-10	30-jun-10	31-may-10	30-jun-10	BMK
RV EUR	5	5	11	8	17
RV EEUU	2	2	4	3	6
RV emergentes Asia	1	1	1	1	1
RV emergentes Latinoamérica	1	1	2	1	1
RV Europa del Este	0	0	1	0	1
RV Japón	1	1	1	1	4
Renta variable	10	10	20	14	30
RF largo EUR	2	2	0	0	15
RF corto EUR	6	6	4	7	33
RF USD	3	3	2	2	0
RF emergente	6	6	6	6	0
RF convertibles	4	4	5	8	0
RF IG CP	20	20	20	25	8
RF IG LP	2	2	2	3	0
RF high yield	5	5	5	7	2
Renta fija	48	48	44	58	58
Ret. absoluto conservador	4	4	0	0	7
Gestión alternativa	12	12	18	18	0
Gestión alternativa	16	16	18	18	7
Monetarios USD	9	9	8	6	0
Monetarios GBP	2	2	0	0	0
Liquidez	15	15	10	4	5
Mercado monetario	26	26	18	10	5

Fuente: Afi net Global EAFI.