



La crisis MENA

El actual conflicto en los países MENA (Oriente Medio y norte de África) ha tenido su repercusión en los mercados financieros. El encarecimiento del precio del crudo y su consecuente impacto en las tasas de inflación ha reabierto además el debate en torno al inicio del ciclo de subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales.

Luis Hernanz



impacta en los mercados financieros

CONTEXTO ECONÓMICO

La crisis política y social en Oriente Medio y el norte de África (los llamados países MENA por sus siglas en inglés) ha impactado de forma relevante sobre las variables económicas y financieras. La repercusión de los conflictos sobre el precio del petróleo está siendo muy significativa, con impacto al alza sobre las curvas monetarias de los principales bloques económicos y sobre las expectativas de inflación de los agentes (empresarios, consumidores y mercados). Esto ha reabierto las especulaciones en torno al inicio del ciclo de subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales, impulsado, en el caso del área euro, por declaraciones de miembros del BCE que han mostrado su incomodidad con una inflación por encima del objetivo.

El encarecimiento del petróleo podría ampliar los desequilibrios por cuenta corriente de aquellas economías con mayor dependencia energética

El encarecimiento del petróleo está teniendo implicaciones al alza sobre las tasas de inflación de forma global, al tiempo que podría ampliar los desequilibrios por cuenta corriente de aquellas economías con mayor dependencia energética. El peso que tienen los productos energéticos en la cesta del IPC (próximo al 10% tanto en el área euro como en España) explica hasta qué punto la volatilidad en el precio de la materia prima «base» puede justificar variaciones en la inflación general de hasta un punto porcentual ante variaciones al alza o a la baja del precio del barril de petróleo del orden de 20 dólares.

Ahora bien, las divergencias de la situación actual, tanto a nivel financiero como económico, con 2005, momento en el que inició el último ciclo de subidas del tipo *repo*, son lo suficientemente relevantes como para apostar por una normalización progresiva de las condiciones monetarias que no lleve implícita subidas de tipos a corto plazo (mantenemos nuestra previsión de primera subida del tipo *repo* en el primer trimestre de 2011). El BCE puede empezar recurriendo al «endurecimiento» pro-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (% EVOLUCIÓN EN FEBRERO Y EN 2011)

| | Rentabilidades a | |
|-------------------------------|------------------|-------|
| | 1 mes | 2011 |
| RV Japón | 3,0 | 0,8 |
| RV sectores defensivos | 2,6 | 0,3 |
| RV EEUU | 2,4 | 1,2 |
| Materias primas | 1,3 | 2,0 |
| RV global | 1,3 | -0,1 |
| RV Europa | 1,2 | 1,2 |
| RF convertibles | 1,0 | 1,1 |
| RF <i>high yields</i> | 1,0 | 2,0 |
| RV sectores crecimiento | 0,8 | -0,7 |
| RV euro | 0,8 | 4,2 |
| RV mixta euro | 0,7 | 2,6 |
| Monetarios internacional | 0,6 | -1,0 |
| Garantizado RF | 0,6 | 0,7 |
| RV mixta internacional | 0,5 | 0,0 |
| RF largo euro | 0,5 | 0,4 |
| Gestión global | 0,5 | 0,8 |
| RF mixta euro | 0,5 | 1,3 |
| FIL | 0,4 | 2,3 |
| RV España | 0,4 | 8,3 |
| RF mixta internacional | 0,4 | 0,1 |
| RF internacional | 0,4 | -1,1 |
| Garantizado a vencimiento | 0,3 | 1,0 |
| RF corto euro | 0,3 | 0,5 |
| Ret. abs. conservador | 0,2 | 0,3 |
| Monetarios euro | 0,1 | 0,3 |
| Gestión alternativa | 0,0 | -0,6 |
| Garantizado parcial | 0,0 | 1,1 |
| FI inmobiliaria | 0,0 | -0,7 |
| RF emergentes | -0,2 | -3,3 |
| RV emergentes Europa del Este | -0,2 | -2,7 |
| RV emergentes Latinoamérica | -0,3 | -7,4 |
| RF CP dólar | -0,5 | -3,3 |
| RF LP dólar | -0,5 | -3,2 |
| Monetarios dólar | -0,5 | -3,5 |
| RV emergentes MENA | -1,1 | -10,0 |
| RV emergentes global | -2,1 | -7,3 |
| RV Asia y Oceanía | -3,6 | -8,4 |

Fuente: elaboración propia.

gresivo de su discurso como vía para evitar un escape alista de las expectativas de inflación a medio plazo e, incluso, avanzar en la retirada de las medidas extraordinarias de liquidez.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Este nuevo panorama internacional en materia de política económica ha sido, en el caso de las Bolsas, el catali-

RATIOS DE VALORACIÓN DE CARTERA RECOMENDADA DE ACCIONES IBEX-35 AFI

| | Ratios valoración | | | | | Crecimiento beneficio por acción | | | |
|----------------------------|-------------------|-------------|-------------|------------|-----|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|
| | % cartera | % RPD | PER | % ROE | P/B | % BPA 09 | % BPA 10 | % BPA 11 | Cap (mill. €) |
| Telefónica | 27,0 | 8,5 | 9,6 | 32,7 | 3,1 | 5,6 | 2,3 | 7,3 | 77.268 |
| Inditex | 7,0 | 3,1 | 18,5 | 26,9 | 5,0 | 4,5 | 29,1 | 7,7 | 31.946 |
| Repsol | 8,0 | 4,7 | 12,3 | 9,2 | 1,1 | -53,5 | 56,9 | 28,6 | 26.981 |
| CAF | 6,0 | 3,0 | 9,9 | 22,5 | 2,2 | 17,6 | 4,2 | 10,9 | 1.288 |
| Iberdrola | 10,0 | 5,6 | 11,4 | 9,2 | 1,1 | 2,0 | -1,3 | 1,6 | 31.664 |
| Santander | 11,0 | 7,3 | 8,1 | 11,8 | 0,9 | -13,5 | -11,0 | 10,3 | 67.784 |
| Indra | 7,0 | 5,1 | 10,4 | 20,1 | 2,1 | 8,9 | 6,2 | -5,8 | 2.130 |
| Ferrovial | 8,0 | 4,5 | 21,5 | 6,9 | 1,2 | 6,0 | n.d. | -39,9 | 6.170 |
| Gas Natural | 7,0 | 6,7 | 9,6 | 9,7 | 0,9 | -44,2 | -5,3 | -3,3 | 10.900 |
| ACS | 9,0 | 6,5 | 10,3 | 18,0 | 1,9 | -23,4 | 1,0 | 8,6 | 9.690 |
| Cartera recomendada | 6,2 | 11,5 | 19,3 | 2,1 | | | | | |
| Ibex-35 | 5,1 | 11,4 | 12,0 | 1,4 | | -25,9 | -25,9 | -25,9% | |

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

zador de las cesiones tras la recuperación de los índices de los máximos desde 2008. La consecuente reducción de las expectativas acerca del ciclo económico ha impactado en mayor medida en los índices bursátiles emergentes (el índice Afi de renta variable emergente registra un -3% MTD), con fuertes pérdidas en las Bolsas de Oriente Medio y norte de África, mientras que los índices desarrollados han registrado ganancias (Eurostoxx 50 2% MTD) con *outperformance* de EEUU (S&P 500 4% MTD).

La evolución de los mercados financieros en los próximos meses dependerá de la crisis de los países MENA y de la gestión de la crisis soberana del euro

En lo que respecta a los tipos de interés, el repunte de las expectativas de subidas de tipos ha impactado al alza en los tramos más cortos de las curvas *core* (Alemania, EEUU y Reino Unido), mientras que la relajación de las expectativas acerca del ciclo económico ha provocado el refugio en la deuda a largo plazo. En la curva española, mientras los tramos más largos han permanecido sin cambios, los más cortos se han relajado de forma intensa.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

De ahora en adelante, el comportamiento de los mercados financieros en marzo dependerá de la resolución de los dos frentes de riesgo latentes: crisis MENA y gestión de la crisis soberana del euro. Respecto al primer foco de atención, la importancia sistémica de Arabia Saudí en la producción de petróleo (su cuota de mercado es del 12% y es el segundo mayor productor del mundo, sólo por detrás de Rusia) eleva los riesgos a que un *shock*, que, en un primer momento, pudo ser considerado de carácter transitorio, adquiera mayor dimensión y genere repercusiones económicas de mayor alcance.

Con este contexto de fondo, optamos por mantener la posición neutral respecto a *benchmark* en renta variable (30% en cartera). El repunte de las expectativas de inflación y de subidas de tipos de interés, con impacto sobre el ciclo económico, nos lleva a eliminar la exposición a RV emergente. En la cartera Ibex-35, reducimos peso «geopolítico» (Repsol) y en materias primas (Ebro Puleva) por su impacto en márgenes y trasladamos peso hacia valores con (1) visibilidad en el negocio en clave de nuevos contratos a el corto y medio plazo, como es el caso de CAF (PO: 435,25 euro/acción), (2) con avances concretos en el proceso de desinversión de activos no estratégicos y reducción de su deuda, como Ferrovial (PO:

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría | 28-feb-11 | 31-ene-11 | 31-dic-10 | BMK |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| RV euro | 14 | 14 | 10 | 17 |
| RV EEUU | 14 | 12 | 8 | 6 |
| RV emergentes Asia | 0 | 0 | 3 | 1 |
| RV emergentes Latinoamérica | 0 | 2 | 5 | 1 |
| RV Europa del Este | 0 | 0 | 0 | 1 |
| RV Japón | 2 | 2 | 2 | 4 |
| Renta variable | 30 | 30 | 28 | 30 |
| RF largo euro | 0 | 0 | 0 | 15 |
| RF corto euro | 6 | 8 | 6 | 33 |
| RF dólar | 0 | 0 | 0 | 0 |
| RF emergente | 0 | 4 | 10 | 0 |
| RF convertibles | 6 | 4 | 2 | 0 |
| RF IG CP | 15 | 15 | 15 | 8 |
| RF IG LP | 0 | 0 | 0 | 0 |
| RF <i>high yield</i> | 15 | 15 | 12 | 2 |
| Renta fija | 42 | 46 | 45 | 58 |
| Ret. abs. conservador | 0 | 0 | 0 | 7 |
| Gestión alternativa | 18 | 18 | 18 | 0 |
| Gestión alternativa | 18 | 18 | 18 | 7 |
| Monetarios dólar | 4 | 0 | 3 | 0 |
| Monetarios libra | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Liquidez | 6 | 6 | 6 | 5 |
| Mercado monetario | 10 | 6 | 9 | 5 |

Fuente: elaboración propia.

10,33 euro/acción) y (3) con rentabilidad por dividendo estable y elevada y con unos resultados apoyados por el sector exterior y, sobre todo, emergente, como Telefónica (PO: 22,00 euro/acción).

Mapfre (PO:2,55 euro/acción) sale de la cartera por la falta de potencial de revaloración (16% desde su inclusión en la cartera) e incorporamos ACS (PO: 40,30 euro/acción), que, tras la fuerte caída de este mes, incrementa su potencial. Apoyo a un escenario alcista del valor en los esfuerzos llevados a cabo por la compañía en la internacionalización del negocio y en la compra e inversión en compañías con liderazgo en el sector, como el caso de Hotchief.

El peso en renta fija en la cartera, en el 42%. Eliminamos el peso en RF emergente y reducimos RF corto euro por las expectativas de tensionamiento de las condiciones monetarias y por la potencial oleada de riesgo periférico en caso de que no se avance en los temas por debatir en la reunión del Consejo Europeo. En renta fija privada, le otorgamos un poco más de peso a la RF convertible, que ha comenzado el año con fuerza (2pp hasta el 6%). En divisas, la escalada del dólar/euro por encima del límite superior de nuestro rango objetivo (1,40 dólar/euro) y el riesgo periférico nos llevan a tomar posiciones en el mercado monetario dólar (4%). En el resto de activo, tanto en gestión alternativa (18%) como en liquidez (6%), sin cambios ::