

Los
frentes
abiertos
no

cesan: reordenamos la cartera

Sin que cese el conflicto MENA y sin que se solucionen los problemas nucleares en Japón, han entrado en escena el BCE bajando los tipos de interés y la petición formal de ayuda exterior por parte de Portugal. La reacción del mercado, nuevo brote de aversión al riesgo e incremento de la volatilidad.

Luis Hernanz

CONTEXTO ECONÓMICO

Con los problemas en Oriente Medio y el norte de África como telón de fondo, la crisis de Japón y el recrudecimiento de la situación en Portugal, ya con una petición formal de ayuda exterior, y el inicio de subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, han aparecido como factores desestabilizadores de los mercados financieros a corto plazo.

En la vertiente lusa, el Gobierno portugués solicitaba a principio del mes de abril el plan de ayuda financiera a la Comisión Europea. Después de la resistencia inicial a solicitar el rescate, el encarecimiento de los costes de financiación en las últimas subastas y

las reticencias del sistema bancario portugués para continuar adquiriendo deuda pública han terminado por precipitar la solicitud formal del plan de rescate por parte del Gobierno luso.

Sin que todavía se haya definido el importe del préstamo ni sus condiciones, el montante del plan de rescate podría situarse entre los 70.000 y los 90.000 millones de euros, una cifra que debería ser suficiente para garantizar los vencimientos de deuda que se produzcan de aquí a 2013 (43.000 millones en deuda pública y 27.000 millones en deuda privada) y, posiblemente, las potenciales necesidades de recapitalización bancaria que surjan de los resultados de las pruebas de resistencia que se conocerán el próximo junio.

Recomendaciones: neutrales en renta variable, aunque volvemos a emergentes y Japón y subimos dólar

Sólo el equilibrio entre consolidación fiscal y crecimiento y una mayor premura en la implementación de reformas estructurales, claves para dotar de flexibilidad y competitividad a la estructura económica del país, pueden evitar que el rescate se acabe convirtiendo en un mero instrumento para ganar tiempo (tanto a nivel interno como por parte de sus principales acreedores) de cara a un potencial proceso de reestructuración de la deuda a partir de 2013.

Por su parte, el BCE ha elevado el tipo *repo* en 25 puntos básicos hasta el 1,25% y, además, también vuelve a hacer explícita la línea divisoria entre la gestión de la política monetaria tradicional y el suministro extraordinario de liquidez al sistema. El *outlook* en materia de crecimiento e inflación (registros contemporáneos y expectativas de los agentes) recomienda el inicio de una normalización de los tipos de referencia; las presiones que todavía persisten en ciertos segmentos de mercado (deuda soberana periférica y dependencia de algunos sistemas bancarios a la liquidez del Eurosistema) sugieren la necesidad de mantener la operativa vigente de inyección de liquidez (*full allotment* en las subastas a

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

	Rentabilidades a		
	Marzo	2011	6 meses
RV España	-1,5	7,2	4,4
RV euro	-2,1	2,9	7,7
FIL	-0,2	2,6	4,3
Materias primas	-0,7	1,9	17,0
RV mixta euro	-1,3	1,7	3,4
RF convertibles	-0,2	1,2	5,3
RF <i>high yields</i>	-0,7	1,2	4,1
Garantizado RF	0,3	1,1	0,2
RF mixta euro	-0,5	0,9	0,6
Garantizado a vencimiento	-0,3	0,8	-0,4
RF corto euro	0,1	0,6	0,1
Garantizado parcial	-0,9	0,5	-0,9
Gestión global	-0,7	0,4	2,8
Monetarios euro	0,1	0,3	0,4
Ret. absoluto conservador	0,0	0,3	0,5
RF largo euro	-0,3	0,2	-2,0
RV emergentes Europa del Este	1,7	0,0	10,4
RV EEUU	-1,7	-0,3	12,9
RF mixta internacional	-0,7	-0,4	0,5
RV Europa	-2,7	-0,7	7,6
FI inmobiliaria	0,0	-0,7	-1,5
Gestión alternativa	-0,3	-0,8	0,2
RV mixta internacional	-1,3	-0,8	3,2
RV sectores defensivos	-2,0	-1,2	9,3
RV Global	-2,2	-1,6	8,0
RV sectores crecimiento	-1,6	-1,9	8,4
RF internacional	-1,3	-2,4	-2,2
Monetarios internacional	-2,4	-3,4	-0,6
RF emergentes	-0,5	-3,8	-2,9
RV emergentes Latinoamérica	2,7	-4,4	3,7
RV emergentes global	2,4	-4,8	3,5
RF CP dólar	-2,3	-5,9	-3,6
RF LP dólar	-2,5	-6,0	-4,6
RV Asia y Oceanía	2,1	-6,4	1,3
Monetarios dólar	-2,7	-6,5	-3,9
RV Japón	-10,2	-9,0	3,7
RV emergentes MENA	1,7	-9,1	-0,3

Fuente: elaboración propia.

siete días al menos hasta el 12 de julio de 2011 y hasta finales de junio en las operaciones a un mes y tres meses).

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Con todo este panorama de fondo, marzo se ha saldado con un aumento de la volatilidad y con correcciones de los mercados bursátiles, focalizadas en Japón (el Nikkei

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

	Ratios valoración					Ccto BPA (%)		
	Peso actual (%)	RPD (%)	PER	ROE (%)	P/B	2011	2012	2013
Telefónica	27,0	9,1	9,5	32,1	3,0	8	4	1
Inditex	9,0	3,1	19,2	25,6	4,9	6	12	12
Repsol	8,0	4,7	10,8	10,8	1,2	31	17	0
CAF	8,0	3,1	9,5	20,8	2,0	10	9	-8
Iberdrola	10,0	5,4	12,0	9,3	1,1	2	9	4
Santander	8,0	7,3	7,6	12,2	0,9	11	17	7
Indra	7,0	4,8	11,6	17,9	2,1	-7	5	3
Ferrovial	7,0	4,7	56,7	2,5	1,4	-40	10	35
Gas Natural	9,0	6,2	10,6	9,7	1,0	-5	21	7
ACS	7,0	6,2	11,6	17,7	2,0	4	0	4
Cartera recomendada	6,1	14,3	18,9	2,2	4	9	5	
Ibex-35	5,1	11,6	11,6	1,4	7	15	7	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

cede un 8,2%) y en Europa (Eurostoxx -3,4%) y con mejor comportamiento relativo de EEUU (Dow Jones 0,8%; S&P -0,1%) y de emergentes. El mes se salda también con un buen comportamiento de la renta fija corporativa, con reducciones de *spreads* tanto en *investment grade* como, en menor medida, por el repunte de la volatilidad y la aversión al riesgo, en *high yield*.

A pesar del nuevo brote de riesgo soberano, destaca el comportamiento del euro, que ha cerrado el mes mostrando fortaleza contra todos los cruces y en especial contra el dólar, contra el que se ha apreciado un 2,6% hasta situar el cruce en 1,4207.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

De cara a afrontar el próximo mes, recomendamos mantenernos neutrales en renta variable, aunque volvemos a emergentes y Japón y subimos peso a favor del dólar.

En renta variable (30%), por tanto, seguimos neutrales, pero alteramos la composición. Rebalanceamos renta variable dólar (sobreponderados) y renta variable euro (infraponderados) a renta variable Japón y Asia emergente. El mercado japonés cotiza con los múltiplos de valoración más estresados de las Bolsas mundiales y, más allá de la volatilidad a corto plazo, vemos estas valoraciones como una oportunidad a largo plazo. La dirección de los flujos ha vuelto a emergentes (después de las salidas de enero) buscando *yield* y crecimiento, una combinación que puede continuar ejerciendo atracción. De forma concreta, en nuestra cartera recomendada de acciones Ibex-35, redirigimos pesos hacia el perfil defensivo que busca en nuestra cartera sectorial. Defensivos ganan peso (entre otros, *retail*, *oil&gas*) e incrementamos exposición en ITX, GAS y CAF en detrimento de financieros y cíclicos reduciendo en SAN y ACS.

Para perfiles inversores con mayor riesgo, recomendamos la alternativa *high yield* por su mayor nivel de rentabilidad

En renta fija (39%, concentrada en el sector privado), reducimos deuda pública corto euro y deuda corporativa IG para sobreponderar renta fija emergente. El atractivo de la renta fija emergente ha ganado peso tras la ampliación de diferenciales de los primeros meses de ejercicio. La exposición a *high yield* (15%) completa la táctica *yield* de la cartera recomendada.

Respecto a renta fija *core*, entendemos que el riesgo a corto plazo sigue siendo, además de claramente asimétrico, de tensionamiento en TIR favoreciendo a estrategias de retorno absoluto en detrimento de alternativas direccionales que asuman riesgo de duración. Las estrategias direccionales pueden ofrecer mayor valor en curvas periféricas de mantenerse la actual decorrelación: Grecia y Portugal, al alza en TIR, e Ir-

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-mar-11	28-feb-11	BMK	AFI vs BMK
RV euro	10	14	17	-7
RV EEUU	12	14	6	6
RV emergentes Asia	2	0	1	1
RV emergentes Latinoamérica	0	0	1	-1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	2	4	2
Renta variable	30	30	30	0
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	4	6	33	-29
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	2	0	0	2
RF convertibles	6	6	0	6
RF IG CP	12	15	8	4
RF IG LP	0	0	0	0
RF high yield	15	15	2	13
Renta fija	39	42	58	-19
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	18	18	0	18
Gestión alternativa	18	18	7	11
Monetarios dólar	6	4	0	6
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	7	6	5	2
Mercado monetario	13	10	5	8

Fuente: elaboración propia.

landa, a la baja, especialmente su tramo corto (los tipos de Irlanda a dos años se sitúan en el 8,70% después de haber marcado máximos en el 10,25% hace dos semanas).

También consideramos que una alternativa atractiva a la deuda pública en las carteras de renta fija es la deuda de entidades corporativas (no financieras), una categoría de activo que podría contribuir a incrementar el margen financiero dado su mayor nivel de rentabilidad. En este sentido, recomendamos prestar especial atención a las referencias españolas que cotizan con niveles de rentabilidad superiores a las de sus homólogas europeas.

En el caso de inversores con un menor grado de aversión al riesgo, la alternativa *high yield* también podría ser recomendable debido a su mayor nivel de rentabilidad (sobreponderamos esta categoría en nuestro *asset allocation*). En este cuadrante de mercado *corporate high yield* se encuentran referencias de crédito como las de Abengoa, cuyo comportamiento reciente ha sido positivo y esperamos que siga exhibiendo un buen comportamiento en el futuro. De esta forma, y subsanada la pérdida de valor que estos bonos registraron en el primer semestre de 2010, las referencias de Abengoa han mostrado un comportamiento positivo caracterizado por una caída en tipos y *spreads* hasta niveles similares a los de comienzos de 2010.

En divisas, subimos ligeramente nuestra apuesta por una apreciación del dólar (6%). Ante el riesgo de una mayor carga sistémica en los mercados de deuda del área euro, y con el movimiento en tipos de interés de BCE «en precio», continuamos viendo en el rango 1,42-1,45 un potencial techo al movimiento apreciador del euro a medio plazo ::