

Los frentes continúan abiertos

La falta de novedades desde el frente de la crisis soberana del área euro, unos resultados empresariales que no han decepcionado y los positivos indicadores de actividad económica han sido los puntos de apoyo para los mercados financieros.

Cristina Colomo y Luis Hernanz

CONTEXTO ECONÓMICO

La falta de novedades significativas desde el frente de la crisis soberana del área euro, junto con unos resultados empresariales que, en líneas generales, no han decepcionado y los indicadores de actividad económica, que han mostrado por el momento un nulo contagio de la crisis de Japón y del encarecimiento del petróleo, han sido los catalizadores en un mes caracterizado por las revalorizaciones en los mercados bursátiles y un tensionamiento de las curvas soberanas *core*.

Aunque, hasta el momento, no existen novedades excepcionales acerca del programa de ayuda a Portugal, los crecientes rumores acerca de la posible reestructuración de la deuda de Grecia han incrementado la tensión en las curvas de los países que han sido rescatados. Dichos temores se han ido diluyendo en los últimos días ante las declaraciones realizadas desde la UE, que apuntan a la posibilidad de un nuevo paquete de ayuda al Gobierno griego (posible préstamo de 60.000 millones de euros), una decisión que podría ser un paliativo a corto plazo, pero que segui-

[iStockphoto]/Thinkstock.

[iStockphoto]/Thinkstock.

ría sin solucionar el problema de fondo, la incapacidad de recuperación de la economía, ni reconducir la situación de sus finanzas públicas.

Si bien, a día de hoy, Grecia no se enfrenta a un problema de liquidez en la medida en que los vencimientos de deuda previstos para los próximos tres ejercicios están cubiertos con el importe del rescate, sí se pone en duda su capacidad de pago a medio plazo. Y es que la solución dependerá tanto de la generación de ingresos (cuestionada por el escenario recesivo en el que se haya inmersa su economía) como del tipo medio de financiación que deba asumir cuando vuelva a financiarse a mercado. Si, llegado el momento, las condiciones de crecimiento-tipo de interés no garantizan la sostenibilidad de su deuda pública, podría llegar a plantearse un proceso de reestructuración bajo el marco del ESM.

Los temores a una reestructuración de la deuda helena pierden peso a favor de un nuevo paquete de ayuda al Gobierno griego

No obstante, más allá de si finalmente es o no aprobada la ampliación del paquete de ayuda a Grecia, se están comenzando a barajar otras alternativas, como la extensión del plazo para la devolución del préstamo, la reducción del coste de la financiación o la fijación de unos compromisos de reducción del déficit público menos severos durante los primeros años que le permitan afianzar una senda de crecimiento antes de atender al programa de ajuste fiscal.

A parte del frente soberano e institucional del área euro, destacan también los movimientos en política monetaria. El cuadro macro de las últimas semanas y el mensaje más moderado en términos de crecimiento de la Fed, confirmado por la desaceleración del PIB en el primer trimestre de 2011, han sido interpretados por el mercado en clave de que la retirada del estímulo monetario en EEUU será muy gradual, sin previsiones a corto plazo de una subida de los tipos de interés. Esta política se contrapone con la llevada a cabo por el BCE, que ya

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

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

Fuente: elaboración propia.

ha iniciado un ciclo de subidas de tipos, lo que contribuye a fortalecer el euro frente al dólar a pesar de las tensiones financieras en una parte de la eurozona. Esta apreciación, unida a unos tipos de interés más altos, podría contribuir a endurecer las condiciones monetarias en la zona euro.

Sin embargo, no hay que olvidar que existen factores que podrían mermar la capacidad de fortaleza del

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

	Ratios valoración				P/B	Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
	Peso actual (%)	RPD (%)	PER	ROE (%)		2011	2012	2013	
Telefónica	27,0	9,1	9,7	32,5	3,2	9	4	5	82.837
Inditex	10,0	3,0	20,0	25,6	5,1	6	12	12	37.736
Repsol	9,0	4,8	10,7	10,6	1,1	27	20	4	29.435
CAF	6,0	3,1	9,5	20,9	2,0	10	13	6	1.411
Iberdrola	10,0	5,4	12,0	9,3	1,1	2	8	4	36.505
Santander	8,0	7,0	7,8	12,1	0,9	9	15	10	72.772
Indra	7,0	4,4	12,6	17,6	2,2	-9	6	4	2.515
Ferrovial	7,0	4,5	63,6	2,2	1,4	-48	26	59	6.831
Técnicas Reunidas	9,0	3,5	14,3	36,1	5,1	25	12	8	2.369
ACS	7,0	6,0	11,8	18,3	2,2	5	0	7	10.688
Cartera recomendada	5,8	15,4	21,4	2,6	5	10	10		
Ibex-35	5,0	11,8	11,6	1,4	7	15	9		

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

euro. El primero, un recrudecimiento de la situación de estrés soberano como consecuencia de los riesgos derivados de la potencial reestructuración de la deuda de Grecia y, el segundo, las implicaciones que pueda tener en términos de política monetaria del BCE el impacto de la fortaleza del euro sobre las exportaciones de la eurozona.

Desde el frente macro, se han conocido los primeros datos de crecimiento del PIB en el primer trimestre del año correspondientes a Reino Unido y EEUU: destaca la debilidad de la economía del primero y la desaceleración del PIB del segundo. Estas referencias, unidas a la convicción del BoE y la Fed del carácter transitorio del repunte en inflación, son los factores que están limitando un cambio de discurso monetario por parte de ambos bancos centrales. No sucede así en el área euro, donde el repunte de la inflación de abril hasta el 2,8% y los nuevos máximos anuales alcanzados por el barril de Brent en las últimas semanas pueden seguir siendo un nuevo foco de preocupación para el BCE ante la posible aparición de efectos de segunda ronda.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Bajo este panorama, los fondos de RV enfocados en la región europea han sido los principales protagonistas en abril liderando unas revalorizaciones cercanas al 3%. También EEUU y las regiones emergentes muestran un comportamiento favorable, pero no así la tipología de fondos de RV Asia y Oceanía (-0,7%). Aquellos fondos con vinculación directa al dólar han visto un mes más mermada su rentabilidad. Y es que la intensa depreciación de la divisa estadounidense, que ha pasado desde niveles de 1,40 hasta casi 1,50, ha provocado pérdidas superiores al 4%. En lo que respecta a la evolución de la categoría de renta fija, el tensionamiento de las curvas soberanas *investment grade* del área euro, que ha motivado el repunte de las expectativas de inflación y de subida de tipos por parte del BCE, ha impactado de forma moderadamente negativa sobre esta tipología. Al hilo del buen comportamiento de los índices bursátiles y del entorno de recuperación económica favorable para los beneficios empresariales, el mes se salda con un buen comportamiento de la renta fija corporativa con reducciones de *spreads* en *investment grade* y *high yield*.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

En nuestra cartera recomendada de activos para el próximo mes, en renta variable (33%), incrementamos la exposición por encima de *benchmark* por primera vez desde 2008. La laxitud monetaria de la Fed podría dar soporte a los activos bursátiles. El incremento del peso en este *asset class* no se ha producido por una mayor exposición a renta variable euro o renta variable dólar (donde mantenemos la misma ponderación en cartera que el mes anterior), sino por el mayor peso otorgado a

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-abr-11	31-dic-10	BMK	Afi vs BMK
RV euro	10	10	17	-7
RV EEUU	12	8	6	6
RV emergentes Asia	4	3	1	3
RV emergentes Latinoamérica	1	5	1	0
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	2	4	2
Renta variable	33	28	30	3
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	2	6	33	-31
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	5	10	0	5
RF convertibles	6	2	0	6
RF IG CP	10	15	8	2
RF IG LP	0	0	0	0
RF <i>high yield</i>	12	12	2	10
Renta fija	35	45	58	-23
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	18	18	0	18
Gestión alternativa	18	18	7	11
Monetarios dólar	6	3	0	6
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	8	6	5	3
Mercado monetario	14	9	5	9

Fuente: elaboración propia.

renta variable emergente Asia (+4% desde el 2%) y a renta variable Latinoamérica (+1%).

En concreto, nuestra cartera recomendada de acciones Ibex-35 continúa sobreponderando perfiles defensivos frente a ciclo. Acorde a este mapa sectorial, incrementamos de nuevo el peso en Inditex y Repsol, disminuimos peso en CAF para recoger beneficio y rotamos dentro de *oil&gas* de Gas Natural a Técnicas Reunidas. En lo que va de año, la cartera logra ganancias del 13,2% frente al 10,3% del Ibex-35.

La curva española ofrece un *carry* elevado y un nivel de «riesgo de crédito» asumible

En renta fija (35%, concentrada en el sector privado), reducimos exposición a renta fija corto euro (tan sólo 2%) por el riesgo de repuntes asociado al tensionamiento de las condiciones monetarias del BCE. Sólo una excepción a esta recomendación en curvas periféricas que, como la española, ofrecen un *carry* elevado y un nivel de «riesgo de crédito» asumible. Con el objetivo de no incrementar el nivel de riesgo de la cartera recomendada y con la perspectiva de que la deuda emergente pueda comportarse mejor que la deuda *high yield* corporativa en las próximas semanas, rebalanceamos pesos: +3pp en renta fija emergente (hasta el 5%) y -3pp en *high yield* (hasta el 12%).

En divisas, mantenemos el peso de la cartera en monetarios dólar (6%). El nivel actual del dólar/euro y el hecho de que pueda ejercer de cobertura ante un eventual deterioro de la situación en la periferia del área euro nos lleva a mantener sin cambios el posicionamiento en dólar ::