

Sin señales

de recuperación

Ante la confirmación de la pérdida de pulso del ciclo económico en el mes de septiembre y la lenta implementación de nuevas medidas desde el frente institucional en el área euro, las principales Bolsas reaccionan corrigiendo de manera intensa, la deuda pública *core* vuelve a ejercer de activo refugio y el dólar reafirma su senda apreciadora en términos generales.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

[Stockbyte/Thinkstock]

CONTEXTO ECONÓMICO

El mes de septiembre se salda sin grandes novedades sobre la gestión de la crisis soberana del área euro y con nuevas caídas en los indicadores adelantados del ciclo económico, lo que anticipa una agudización de la desaceleración económica a nivel global.

Bajo este contexto, los activos de riesgo han corregido de forma generalizada con caídas medias de los índices bursátiles del orden del 5% y con las Bolsas emergentes liderando las correcciones. La deuda pública de países *core* ha vuelto a ejercer de refugio destacando los nuevos mínimos históricos alcanzados en la curva alemana (el tipo a dos años cede en el mes 12 pb, hasta el 0,48%, y el tipo a 10 años cae 28 pb, hasta el 1,89%) y en la curva de EEUU (el tipo a 10 años cede 26 pb, hasta el 1,92%). Por último, la aversión al riesgo ha propiciado la apreciación del dólar a nivel global y, en particular, contra el euro (6,5%, hasta 1,3503). Factores específicos también explican la intensa depreciación de algunas divisas emergentes, al tiempo que la aparición de tensiones en los mercados de financiación en dólar podrían estar detrás del intenso castigo sufrido por algunas divisas.

En línea con lo que se había especulado, la Fed recurrirá a la «operación Twist» para reducir el «riesgo duración» de los tramos largos de la curva dólar y reinvertirá los vencimientos de deuda de agencias y MBS (*mortgage back securities*) que tenga en cartera en títulos de la segunda tipología. Las medidas buscan estimular la economía mediante la extensión del carácter laxo de las condiciones monetarias a segmentos de mercado claves como el hipotecario (los tipos hipotecarios están vinculados a las referencias del Tesoro a 15 y 30 años). Para ello, comprará 400.000 millones de dólares de deuda Tesoro con vencimiento entre seis y 30 años y

venderá una cantidad equivalente en títulos con vencimiento inferior o igual a tres años de aquí a junio de 2012.

La decisión podría tener un impacto limitado sobre la actividad hipotecaria en la medida en que incide sobre la accesibilidad (los índices de esfuerzo para la compra de vivienda ya han mejorado bastante con la caída acumulada en el precio de la vivienda y la relajación de los tipos hipotecarios) y no sobre el núcleo del problema: mercado laboral y ejecución hipotecaria.

La Fed recurrirá a la «operación Twist» para reducir el «riesgo duración» de los tramos largos de la curva dólar y actuar sobre segmentos de mercado clave como el hipotecario

Mientras no contemos con mejoras sustanciales en el mercado laboral y en la confianza de los agentes, el elevado número de viviendas vacantes y el inventario de casas en proceso de ejecución seguirán presionando los precios inmobiliarios a la baja. Vemos mayor capacidad de estímulo en el nuevo «plan fiscal Obama», el cual busca promover la creación de empleo mediante beneficios fiscales y la construcción-rehabilitación de infraestructura pública.

Desde el frente institucional del euro, aunque, en las últimas semanas, se han dado pasos en la dirección correcta (pretensión de incrementar la participación del sector privado en el rescate griego, aprobación de las nuevas funcionalidades del EFSF por parte de los Parlamentos europeos y alternativas para reforzar la base de capital bancario), todavía estamos lejos de asistir a la definición de una hoja de ruta sin escollos que devuelva la confianza plena a los mercados mayoristas. El refuerzo de las medidas de inyección de

liquidez al sistema por parte del BCE constituye, sin duda, un acicate para mitigar el impacto que las restricciones de financiación están teniendo sobre la transmisión de la política monetaria convencional. En este sentido, el BCE ha anunciado nuevas medidas «no estándar», dentro de las que se engloban la reinstauración de subastas a 12 meses por parte de la autoridad monetaria, así como la segunda ronda de compra de *covered bonds* por un importe de 40.000 millones de euros de aquí a junio de 2012.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Con este panorama económico como telón de fondo, la volatilidad y la acumulación de minusvalías en los mercados bursátiles ha continuado en septiembre, aunque pierde intensidad con respecto a los registros de agosto. Desde el punto de vista geográfico, observamos menor dispersión geográfica en el *performance* de los índices en comparación con agosto, cuando los índices asiáticos registraron un mejor comportamiento relativo.

En términos sectoriales, aquellos sectores de mayor beta continúan un mes más siendo los que peor comportamiento presentan, de tal modo que se registran pérdidas generalizadas en todos los sectores excepto *utilities*. Se atenúa el castigo al sector financiero, mientras los autos y recursos naturales continúan siendo los de mayor *underperformance*.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (40%). Subimos +9pp la exposición de nuestra cartera recomendada a renta variable, el mayor peso de 2011 y una sobreponderación de +10pp respecto al *benchmark* (30%). El *sell off* de agosto y septiembre ha mejorado las valoraciones relativas de los mercados de acciones, una recuperación en términos de rentabilidad esperada-riesgo asumido que están recogiendo nuestros monitores de timing, sugiriendo un escenario de rebote como el más probable en los próximos uno-tres meses.

Calificamos el potencial rebote que se pueda formar a corto plazo como el primer *bear market rally* del mercado bajista que ha arrancado en los máximos de los índices esta-

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

	Rentabilidades a 2011	
	Octubre	YTD
RV España	2,1	-8,9
RV emergentes Latinoamérica	1,8	-25,0
Monetarios dólar	1,6	-0,8
RV sectores defensivos	1,4	-17,1
RV euro	1,3	-15,7
RF LP dólar	1,2	3,1
RF CP dólar	1,2	0,0
RV EEUU	1,2	-9,5
RV sectores crecimiento	1,0	-10,7
RV mixta euro	0,9	-7,9
RF emergentes	0,9	-1,3
RV global	0,6	-14,3
RF internacional	0,6	1,0
RV mixta internacional	0,5	-8,6
RV Europa	0,5	-15,8
Gestión alternativa	0,4	-3,0
Garantizado parcial	0,3	-2,5
RF mixta euro	0,3	-2,8
RF mixta internacional	0,2	-3,6
Garantizado a vencimiento	0,1	-0,4
Gestión global	0,1	-6,7
Garantizado RF	0,0	2,4
Ret. absoluto conservador	0,0	-1,0
Monetarios euro	0,0	0,8
RF corto euro	0,0	0,9
RF largo euro	-0,1	0,2
FIL	-0,1	-5,3
RV Asia y Oceanía	-0,3	-22,8
FI inmobiliaria	-0,3	-3,0
RV emergentes global	-0,4	-24,1
RV emergentes MENA	-0,8	-23,8
Materias primas	-1,0	-9,7
RF convertibles	-1,3	-10,2
RV Japón	-1,4	-11,3
RF <i>high yields</i>	-1,5	-6,7
RV emergentes Europa del Este	-2,4	-28,6

Fuente: elaboración propia.

blecidos en 2011. Según nuestras previsiones, el ciclo de beneficios se desacelerará más intensamente de lo que descuenta el mercado y los múltiplos de valoración ajustados por ciclo tenderán a la baja mientras el proceso de desapalancamiento sigue su curso. EEUU y Asia emergente siguen siendo las áreas más sobreponderadas, mientras que en renta variable euro subimos +6pp el peso, disminuyendo la infraponderación respecto a *benchmark*.

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

	Peso actual (%)	Ratios valoración				ROE (%)	Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
		PER	P/B	RPD (%)	2011		2012	2013		
Telefónica	23	9,1	2,9	10,2	31,6	-0,4	0,8	5,6	69.829	
Repsol	11	11,9	1,1	5,1	9,1	14,5	27,3	4,1	26.798	
Iberdrola	11	10,7	1,0	6,2	9,1	1,0	8,6	4,3	31.448	
Banco Santander	10	7,1	0,7	9,4	10,4	-4,6	5,8	9,1	54.144	
ACS	9	9,4	1,9	7,4	19,9	-1,6	3,9	8,0	8.711	
Técnicas Reunidas	9	10,7	3,7	5,2	34,1	37,1	8,2	-0,7	1.441	
Caixa Bank	8	9,0	0,6	6,5	7,1	-26,5	12,7	22,0	13.446	
BBVA	8	7,0	0,8	6,2	11,9	-19,2	13,3	10,3	32.933	
Indra	6	9,5	1,8	5,8	18,9	-9,5	2,5	6,6	1.898	
CAF	5	9,4	2,0	3,0	21,3	8,0	9,0	11,9	1.301	
Cartera recomendada	9,4	1,8	7,2	18,9	0,5	8,5	7,4			
Ibex-35		9,6	1,0	6,5	10,9	-1,9	10,4	11,7		

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Renta fija (41%). En relación con la deuda pública (6%), seguimos fuera de las curvas de deuda soberanas core (Alemania, EEUU, Gran Bretaña), que cotizan con rentabilidades nominales en mínimos históricos, y con tipos reales negativos que faciliten una reactivación de ciclo. La política monetaria seguirá siendo expansiva, tanto la convencional (esperamos -50 pb en repo BCE hasta el 1%) como la cuantitativa (Banco de Inglaterra y Reserva Federal apuntan en esa dirección), y podrá facilitar un anclaje en las diferentes curvas core. Con todo, en la valoración relativa frente al resto de activos, no encontramos valor más allá de la huida a la calidad.

Limitamos la exposición a deuda soberana al plano emergente, en el que mantenemos sin cambios el 6% en cartera. En la distribución regional, minimizamos la exposición a deuda de Europa del Este y central por contagio y exposición a deuda soberana del área euro y sobreponderamos Asia por ser la región que concentra las mejores perspectivas económicas.

En cuanto a la renta fija privada (27%), seguimos viendo en la reprecación de *spread* en las últimas semanas una oportunidad para sobreponderar esta área de mercado, una sobreponderación que mantenemos en cartera, pero reduciendo intensidad para (i) desplazar peso hacia otra área de riesgo (renta variable) y (ii) gestionar presupuestos de riesgo y niveles de beta de nuestra cartera. Lo más destacado, los -5pp en *high yield*, para dejar el peso en 10% (frente al 2% *benchmark*).

Ante un rango de escenarios inusualmente abierto para los mercados financieros, nos decantamos por sobreponderar los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (bolsa y liquidez)

Asimismo, a pesar de que el repunte de la volatilidad implícita es favorable para la gestión alternativa, las tensiones de liquidez en los mercados financieros, junto con el temor a reembolsos por partícipes por el mal comportamiento relativo reciente, nos lleva a reducir en 5% la gestión alternativa (12%).

Este mes, queremos destacar los *hedge funds*, que no están siendo ajenos a la corrección de los mercados financieros iniciada a mediados de mayo. En agosto, los índices global y de las principales categorías han cedido entre un 2 y 3%, por lo que se ha perdido ya toda la rentabilidad acumulada en el año, y que llegó a ser del 4% a finales de abril. El balance de esta tipología de activo, teniendo en cuenta el contexto en los mercados, es positivo, como también lo es que, hasta junio, los *hedge funds* hayan seguido atrayendo patrimonio, especialmente los fondos de mayor tamaño (> 500 millones de dólares) y en las categorías más «tradicionales» (*global macro*, *long-short equity* y arbitraje de renta fija). En agosto, hemos revivido situaciones como las del otoño de 2008 en lo que a tensiones de liquidez en los mercados se refiere, lo que ha podido acelerar las estrategias de aumento de liquidez por parte

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-sep-11	31-may-11	BMK	Afi vs BMK
RV euro	16	12	17	-1
RV EEUU	10	12%	6	4
RV emergentes Asia	4	4	1	3
RV emergentes Latinoamérica	2	1	1	1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	6	4	4
Renta variable	40	35	30	10
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	0	2	33	-33
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	6	5	0	6
RF convertibles	4	6	0	4
RF IG CP	9	8	8	1
RF IG LP	4	0	0	4
RF <i>high yield</i>	10	12	2	8
Renta fija	33	33	58	-25
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	12	18	0	12
Gestión alternativa	12	18	7	5
Monetarios dólar	3	6	0	3
Monetarios libra esterlina	0	0	0	0
Liquidez	12	8	5	7
Mercado monetario	15	14	5	10

Fuente: elaboración propia.

de los gestores (iniciadas en mayo) autoalimentando la corrección de los mercados. Aunque la situación actual no parece tan compleja como la de la quiebra de Lehmann, los gestores de *hedge funds* que han sobrevivido cuentan ya con experiencia sobre situaciones de fuerte estrés -posiblemente éstos han actuado de forma preventiva-, no contamos con evidencia sobre reembolso de patrimonio y los *hedge funds* han demostrado su capacidad de recuperación, conviene volver a poner una especial atención en este activo financiero.

Monetario (15%). la pérdida de soporte del 1,41 en dólar/euro abre las puertas a un escenario apreciador para el dólar, que encuentra catalizadores en las renovadas tensiones en la deuda soberana periférica del área euro y en la ausencia de avances desde el frente institucional para la construcción de «cortafuegos» ante el riesgo creciente en Grecia. Con todo, la ampliación de los esquemas de liquidez para el fondeo en dólares que han aprobado los principales bancos centrales y el mayor activismo de la Reserva Federal en el plano cuantitativo de la política monetaria -con implicaciones depreciadoras sobre el dólar-, equilibran las fuerzas para el dólar/euro, donde nos decantamos, a corto plazo, por un desplazamiento hacia la parte alta del rango de *trading* (objetivo 1,38). Rebajamos sensiblemente la exposición a dólar/euro (-1pp @ 3% en cartera).

Aumentamos la liquidez en 5pp hasta el 12%, movimiento agresivo con el que buscamos construir una táctica *barbell*, es decir, sobreponderar los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (sobreponderamos bolsa y liquidez). Nos decantamos por esta táctica para gestionar un rango de escenarios inusualmente abierto para los mercados financieros y que, en nuestra distribución de probabilidades, pasan por escenario de rebote (nuestro central) o un escenario bajista (nuestro alternativo que pesa mucho más que el alcista) ::