

Vuelta de la volatilidad ante un entorno político inestable e incierto

Los mercados financieros vuelven a estar marcados por altos niveles de volatilidad en el mes de octubre al hilo de un contexto político e institucional incierto que sigue sin dar respuestas definidas y contundentes a la crisis de deuda soberana de la zona euro. No obstante, y a pesar de la caída del apetito por el riesgo, las Bolsas europeas saldan el mes con ganancias significativas, si bien no se espera continuidad del rebote en el mes de noviembre en tanto en cuanto el frente político griego e italiano ha elevado los niveles de volatilidad a máximos para las variables financieras en las últimas semanas reforzando el carácter sistémico de la crisis.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

Octubre da continuidad al entorno de elevada volatilidad en los mercados con la crisis política de Grecia e Italia como telón de fondo, aunque el mes ha cerrado con un resultado positivo para los activos de riesgo al hilo de los avances gestados en torno a la crisis soberana en la Cumbre del Euro del día 26. Las Bolsas registran ganancias significativas (Eurostoxx, 9,4%; Dow Jones, 11,5%), el tipo a 10 años de Alemania repunta 20 puntos básicos hasta el 2,08% y el euro se aprecia de forma generalizada (3,7% @ 1,40 dólar/euro). Las primeras semanas de noviembre apuntan, sin embargo, a un nuevo

[Stockphoto]/Thinkstock.

giro del sentimiento de mercado que ha vuelto a favorecer los movimientos «refugio» en las principales áreas de mercado.

La Cumbre del Euro de finales de octubre terminó sin concreción en aspectos operativos clave, aunque con acuerdos sobre la estrategia que seguir de ahora en adelante en términos de gestión de la crisis griega, recapitalización del sector bancario y nuevas funcionalidades y tamaño del EFSF, si bien los pasos dados todavía son insuficientes para generar una reversión sustancial en la actual dinámica de mercado. Principales novedades:

1. Apalancamiento y nuevas funcionalidades de la facilidad de estabilidad financiera (EFSF) sin nuevas garantías por parte de los Estados miembro. Dos opciones barajadas y posiblemente simultáneas: (1) esquema de garantías del EFSF a la deuda nueva emitida por los Estados miembro y (2) creación de uno o varios vehículos creados *ad hoc* (SPV) que den entrada a los recursos provenientes de entidades financieras e inversores públicos y privados para comprar deuda en primario y en secundario.

Las primeras semanas de noviembre apuntan a un nuevo giro del sentimiento de mercado que vuelve a favorecer los movimientos «refugio» en las principales áreas de mercado

2. Participación de inversores privados (PSI) en el rescate a Grecia: (1) intercambio voluntario de bonos y obligaciones con una quita nominal del 50% para las tenencias de deuda griega en manos de bancos; (2) contribución oficial de 130.000 millones de euros a través de fondos oficiales (UE-FMI) de aquí a 2014. Las fechas límites serán, para la materialización del PSI, principios de 2012; para el segundo programa de rescate, finales de 2011.

3. Recapitalización del sector bancario. La EBA cifra, con carácter preliminar, las necesidades de capital para la banca europea en 106.500 millones de euros. En las últimas semanas, el foco de inestabilidad

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

	Rentabilidades a 2011	
	Octubre	YTD
RRV global	10,9	-5,5
RV emergentes Latinoamérica	9,3	-19,4
RV euro	8,6	-9,6
RV sectores defensivos	8,1	-11,6
RV emergentes Europa del Este	7,6	-21,3
RV Europa	7,5	-9,9
RV España	7,4	-4,2
RV EEUU	7,1	-4,3
RV emergentes global	6,5	-18,8
RV Asia y Oceanía	6,2	-17,7
RV sectores crecimiento	4,8	-7,3
RV mixta euro	4,5	-4,6
RV mixta internacional	3,8	-5,6
RF <i>high yields</i>	3,5	-2,0
RV emergentes MENA	3,2	-20,8
Gestión global	2,4	-4,6
RF convertibles	2,2	-7,0
RF mixta euro	1,8	-1,4
RF mixta internacional	1,2	-2,5
RF emergentes	1,1	-1,1
Materias primas	0,8	-8,1
Garantizado parcial	0,6	-2,3
Gestión alternativa	0,6	-2,8
RF largo euro	0,4	0,7
Ret. absoluto conservador	0,3	-0,8
RF corto euro	0,1	1,0
Monetarios euro	0,1	0,9
Garantizado a vencimiento	0,0	-0,4
FIL	0,0	-5,2
Garantizado RF	-0,1	2,3
RF internacional	-0,2	0,2
FI inmobiliaria	-0,4	-3,0
RV Japón	-1,6	-11,4
RF CP dólar	-2,3	-3,4
Monetarios dólar	-2,9	-5,2
RF LP dólar	-2,9	-1,1

Fuente: elaboración propia.

abierto en el frente político griego e italiano ha elevado los niveles de volatilidad a máximos para las variables financieras y ha reforzado el carácter sistémico de la crisis. Con un BCE reticente a ampliar de manera significativa sus compras de deuda en el mercado secundario, urge poner en marcha cuanto antes los mecanismos de estabilidad del euro (EFSF), así como agilizar la toma de decisiones en los soberanos, que han generado más

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

	Peso actual (%)	Ratios valoración				Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
		PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	23	8,9	2,9	10,5	32,6	-1,4	-0,6	5,8	67.798
Repsol	11	11,4	1,0	5,5	8,9	11,4	19,3	13,7	25.296
Iberdrola	11	10,0	0,9	6,6	9,0	1,0	7,1	6,4	29.248
Banco Santander	10	6,6	0,7	10,2	10,3	-4,5	4,3	11,2	50.675
ACS	9	9,3	1,8	7,8	18,9	-5,2	7,2	10,6	8.307
Técnicas Reunidas	9	11,3	3,9	4,9	34,2	36,3	6,9	2,4	1.532
Caixa Bank	8	8,7	0,6	6,9	6,9	-26,6	7,2	11,9	12.795
BBVA	8	6,8	0,8	6,6	11,5	-22,0	8,5	12,5	30.890
Indra	6	9,8	1,8	5,6	18,7	-9,5	1,2	8,8	1.948
CAF	5	9,3	2,0	3,0	21,1	8,0	9,3	4,5	1.285
Cartera recomendada	9,2	1,8	7,5	18,9	-0,7	6,3	8,6		
Ibex-35		10,2	1,1	6,2	10,8	-2,8	7,5	12,3	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

incertidumbre política. Mientras tanto, no descartamos que la volatilidad continúe a c/p y que el contagio a los mercados de deuda se extienda a otros segmentos de mercado. El castigo a la banca de EEUU y Gran Bretaña es sintomático de las implicaciones a nivel global de la actual crisis financiera.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

La reducción de las primas de riesgo observada durante el mes de octubre permite una recuperación de las Bolsas mundiales. Los índices europeos capturan el rebote de octubre con revalorizaciones del orden del 4-6%, si bien el saldo acumulado en el año sigue siendo negativo.

La demanda de beta provoca que los sectores más ligados al ciclo sean quienes lideren el rebote: autos y recursos naturales ganan un 16% en el mes de octubre. Sin embargo, el sector financiero se revaloriza tan solo un 2,3%. La reestructuración de la deuda griega, con sus consecuentes necesidades de recapitalización en el sector bancario, son el principal catalizador de este peor comportamiento relativo.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (32%). Reducimos en ocho pp la exposición a RV tomando beneficios en RV en las carteras con un menor presupuesto de riesgo (defensivas). Compramos el rebote de la liquidez, no el de la recuperación de ciclo de beneficios. Nuestro análisis para subir el peso largo en los últimos meses descansaba sobre la argumentación de una relajación en la prima de riesgo que soporta actualmente el mercado y que podría encontrar una válvula de escape en la respuesta de los bancos centrales y, en menor medida, del frente político europeo (si bien se ha deteriorado intensamente en las últimas sesiones).

Asimismo, aprovechamos la demanda de beta del mercado para reducir peso en los sectores más vulnerables a un escenario de decepción en ciclo de beneficios. Una combinación peligrosa es (i) un ratio de revisiones bajo y (ii) un peso elevado en la valoración actual de las expectativas de beneficios. En el cuadrante opuesto, encontramos las oportunidades a medio plazo: telecomunicaciones, salud, *oil & gas*, media, *utilities* y alimentación.

Dentro de renta variable, RV EEUU y Asia emergente son las áreas sobreponderadas, mientras que en RV euro permanecemos infraponderados.

Renta fija (33%). En relación con la deuda pública (6%), salen ESP oct.13, ITA abr.14 y FRA abr.18. En los dos primeros casos, para hacer cartera en plazos más largos en las curvas de los mismos emisores con mayor devengo de TIR (ESP jul.14, ITA jul.16).

En cuanto a la renta fija privada (27%), el valor sigue sesgado hacia el ámbito del *high yield* (HY) con diferenciales en niveles elevados. En investment grade (IG)

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-oct-11	31-dic-10	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	15	10	17	-2
RV EEUU	10	8	6	4
RV emergente Asia	3	3	1	2
RV emergente Latinoamérica	2	5	1	1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	2	4	4
Renta variable	38	28	30	8
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	5	6	33	-28
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	3	10	0	3
RF convertibles	6	2	0	6
RF IG CP	7	15	8	-1
RF IG LP	4	0	0	4
RF <i>high yield</i>	10	12	2	8
Renta fija	35	45	58	-23
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	19	18	0	19
Gestión alternativa	19	18	7	12
Monetarios dólar	8	3	0	8
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	7	6	5	2
Mercado monetario	15	9	5	10

Fuente: elaboración propia.

cobra relevancia el *credit picking* en un contexto en el que sigue habiendo agentes privados que se financian por debajo de emisores soberanos con mejor rating. En nuestra opinión, las referencias de esos emisores corporativos no remuneran lo suficiente su perfil de riesgo de crédito.

Aprovechamos la demanda de beta del mercado para reducir peso en los sectores más vulnerables a un escenario de decepción en ciclo de beneficios

Las medidas destinadas a fomentar la liquidez en mercados podrían favorecer el estrechamiento de diferenciales corporativos frente a *swap* en el corto plazo.

Monetarios (23%). Escenario apreciador para el dólar buscando la parte baja de nuestro rango previsto (1,35). El reajuste de las expectativas del mercado sobre el tipo de intervención del BCE («inesperada» bajada de tipos en el último consejo de Gobierno) y el fuerte deterioro en la agenda institucional europea se establecen como principales apoyos para el dólar en las próximas semanas. Mantenemos un 3% la exposición de la cartera recomendada a dólar.

Mantenemos activa la táctica *barbell* con un 20% de la cartera en liquidez, al mismo tiempo que sobreponderamos los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (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 (a) escenario de rebote -nuestro central hasta la última semana de octubre- o (b) escenario bajista -nuestro alternativo que pesa mucho más que el alcista ::