

El riesgo Europa impacta en los mercados

La inestabilidad observada en el área euro, con la petición de ayuda de Irlanda y las discusiones en torno a cambios estructurales para la resolución de la crisis soberana, incide de forma implacable sobre las variables financieras: tensionamientos en las curvas de tipos de interés, cesiones importantes en Bolsa y posicionamiento prodólar.

Luis Hernanz



[iStockphoto]/Thinkstock.

PANORAMA ACTUAL

La petición de ayuda financiera por parte de Irlanda, con su consecuente presentación del plan de ajuste fiscal, ha pesado de forma muy relevante sobre la evolución de las variables financieras en las últimas semanas. Pero, más allá de este aspecto concreto, el mercado ha desplazado igualmente la atención hacia los cambios estructurales que se están gestando en el seno del área euro. En este punto, merece la pena destacar algunos detalles que también se han publicado respecto al ESM (*European stability mechanism*) y que han pesado sobre la evolución de variables financieras, como es el hecho de que se haga referencia abiertamente a los términos «reestructuración» e «insostenibilidad».

Por otro lado, en la esfera macroeconómica, la publicación de los PIB del tercer trimestre de 2010 vuelve a confirmar las divergencias de crecimiento en el seno del área euro. Con un avance del 0,4% T, el PIB del área euro acumula cinco trimestres de registros positivos, sumando un 2,4% desde el suelo del ciclo, aunque todavía lejos del nivel precrisis (el PIB llegó a caer desde el techo un 5,4%). En el

análisis detallado por países, se confirman las divergencias de crecimiento entre los mismos. Mientras Alemania (0,7% T) y, en menor medida, Francia (0,4% T) consolidan su posición como motores de la zona, otros como España (0,0% T), Italia (0,2% T) y Holanda (-0,1% T) se mantienen débiles. Las claves de esta favorable evolución de la economía alemana reside en la importancia del sector exterior, si bien, no hay que menospreciar el hecho de que el consumo privado acumule tres trimestres consecutivos de expansión (0,4% T en el tercer trimestre de 2010) y haya recuperado todo el terreno perdido con la crisis económica.

Buen comportamiento de los activos denominados en dólares ante la vulnerabilidad que ha mostrado el euro como consecuencia de la segunda oleada de crisis de deuda periférica

Por su parte, en EEUU, el balance de datos vuelve a ser negativo, destacando una vez más la débil situación del mercado inmobiliario. El desplome de la venta de viviendas nuevas y la corrección también de la venta de viviendas de segunda mano son factores, que unido al repunte del *stock* de viviendas, seguirán presionando el precio a la baja con implicaciones en términos de morosidad y embargos. La falta de empuje de la economía, ha llevado a la Reserva Federal a recortar sus previsiones de crecimiento para los próximos años.

¿Cómo ha reaccionado el mercado ante estos acontecimientos? En Europa, de forma negativa, con tensionamientos muy significativos de las curvas de tipos de interés de la periferia y repuntes de diferenciales respecto a Alemania hasta máximos históricos. En las Bolsas, a nivel regional, destaca el Ibex-35 sobre el resto, al ceder en un 14,3% en noviembre, situándose en torno a los 9.250 puntos, un nivel razonable mientras la deuda española se mantenga por encima de los 200 pb de diferencial frente Alemania en todos los plazos. En el lado positivo, cabe destacar el DAX, que cerró noviembre con una revalorización del 1,3%. En este caso, la diferente posición cíclica de la economía alemana (con el IFO en máximos), junto con el poco peso del sector financiero en la composición del índice, está facilitando esta descorrelación de la renta variable alemana (+12% en el año).

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

En la industria de fondos, noviembre se ha caracterizado por el buen comportamiento de las inversiones denominadas en dólares como consecuencia de la vulnerabilidad que ha mostrado el euro a raíz de la reapertura de la crisis de deuda periférica. Además de la RV emergente y materias primas, junto con la renta variable japonesa, como viene siendo habitual en estos últimos meses, se desmarcan en positivo y la renta variable europea es la que se queda en terreno negativo. El peor comportamiento del mes lo ha li-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Variaciones desde	
	31-oct-10	31-dic-09
RV Japón	8,4	12,2
Monetarios dólar	6,4	10,4
RF LP dólar	5,9	16,4
RF CP dólar	5,7	11,7
RV EEUU	5,6	14,8
RV Asia y Oceanía	4,6	23,8
RV emergentes Latinoamérica	4,3	19,3
Monetarios internacional	4,2	11,4
Materias primas	3,8	8,1
RV sectores crecimiento	3,7	14,2
RV emergentes global	3,7	19,5
RV sectores defensivos	3,2	13,4
RV emergentes MENA	2,2	28,7
RF emergentes	2,0	17,4
RV emergentes Europa del Este	1,9	22,6
RV global	1,8	10,6
RF internacional	1,2	10,0
Gestión alternativa	0,3	1,4
RV mixta internacional	0,1	5,5
RF convertibles	0,1	5,6
Monetarios euro	-0,1	0,2
Ret. absoluto conservador	-0,1	1,0
RF mixta internacional	-0,4	1,6
RF corto euro	-0,6	0,0
FI inmobiliaria	-0,7	-3,5
RF high yields	-0,9	13,3
Garantizado RF	-1,3	-0,3
RF largo euro	-1,8	1,3
Gestión global	-1,9	-0,1
RV Europa	-2,1	6,7
RF mixta euro	-2,1	-1,9
Garantizado a vencimiento	-2,2	-2,1
FIL	-2,4	-0,9
Garantizado parcial	-2,9	-2,9
RV mixta euro	-3,6	-3,9
RV euro	-4,8	-3,2
RV España	-11,8	-17,9

Fuente: Afinet Global EAFI.

derado la renta variable España, sufriendo los envites del mercado de deuda y el fuerte incremento de la prima de riesgo cotizada para nuestro país.

Haciendo balance de lo que llevamos de año 2010, la renta fija y la renta variable emergente lideran el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Por su parte, la tendencia apreciadora del dólar en el mes trae como consecuencia que las inversiones denominadas en esta moneda recuperen mucho terreno en el año y se coloquen cerca de la cabeza. Al buen comportamiento de las Bolsas emergentes, secundado por la fortaleza de sus economías, les siguen otros activos de riesgo que se benefician de la mejoría de la prima de riesgo descontada por el mercado y la disminución de la aversión en crédito, como son los bonos convertibles y la renta fija de alto riesgo *-high yield-*. En el terreno negativo, destacan la RV española, los fondos inmobiliarios y los fondos mixtos de renta variable europea.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Tras estas semanas negativas, revisamos nuestra asignación de activos de cara a afrontar los próximos meses. En este sentido, con el objetivo de plantear la estrategia para los activos de renta variable, en el mes de diciembre, debemos gestionar, por un lado, la estacionalidad positiva y, por otro, las alertas de cubrir exposición a renta variable que nos están dando nuestros modelos de *timing* para Europa. En este sentido, optamos por reducir su exposición global (bajamos un 4% la exposición, hasta el 26%) y desplazamos pesos desde Europa y emergentes hacia Japón.

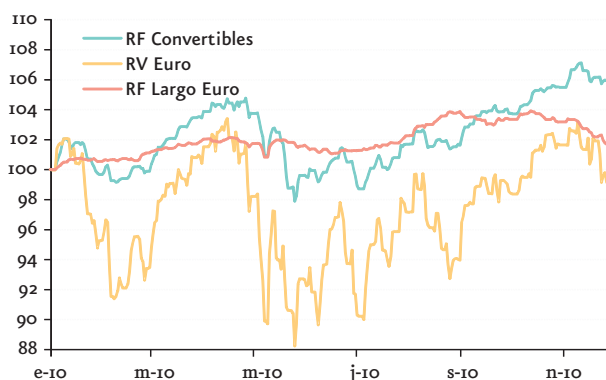
En renta variable, hay que gestionar la estacionalidad positiva y las alertas que nos están dando nuestros modelos de *timing* para cubrir exposición a renta variable Europa

En los activos de renta fija (el 47% de nuestra cartera), en deuda pública, aprovechamos la ampliación de diferenciales del último mes para subir un 2% la exposición en deuda a corto plazo (hasta el 4%), mientras que, en deuda euro a largo plazo y deuda dólar, continuamos sin exposición. El peso en cartera de RF emergente sube hasta el 14% (+2 pp).

Por su parte, en renta fija privada, rebajamos la sobreponderación en *investment grade* (15% de la cartera) y mantenemos sin cambios el resto de exposición a renta fija privada. En *high yield* mantenemos un 12% de la cartera.

Retomamos la exposición a riesgo divisa con un 3% en dólar. El recorrido adicional en la apreciación de la divisa estadounidense podría ser limitado atendiendo al posicionamiento del mercado prodólar (las posiciones especulativas, indicador contrario) y los niveles de tensión en las cotizaciones del *basis swap* euro/dólar 12 meses. Con todo, consideramos que existe un riesgo asimétrico, acotado

Índices Afi fondos de inversión



Fuente: elaboración propia.

para una eventual apreciación del euro, mientras el foco de atención se reorienta hacia el plano político del área euro.

En el área de gestión alternativa, concentramos el 18% de exposición en la gestión con mayor presupuesto de riesgo (sin exposición al retorno absoluto conservador). En liquidez, subimos un 2%, hasta el 6% de la cartera.

En nuestra cartera recomendada de acciones españolas, mantenemos nuestra estrategia en la selección de valores con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior y un nivel de apalancamiento inferior. Así, nuestro posicionamiento pasa por cubrir el riesgo direccional (beta) y comprar el principal apoyo de la renta variable a largo plazo (dividendos). Los cambios propuestos en la cartera son los siguientes: incluimos Indra en detrimento de ACS y rebajamos la exposición en Inditex a favor de Santander.

En lo referente a Indra, esperamos un mejor comportamiento relativo como consecuencia de su diversificación por producto (consultoría estratégica y tecnológica, proyectos de integración de sistemas, *outsourcing*, sistemas de gestión de tráfico aéreo, de tique de los metros, de recuento de voto, etc.) y el origen diverso de sus ingresos, que han permitido entender la resistencia de su BPA durante la crisis (no ha caído en ningún año, aunque, en 2010, apenas crecerá un 1% si se cumple la reactivación en el cuarto trimestre de 2010). Ahora bien, a pesar de los esfuerzos, en los últimos meses, está mostrando cierta incapacidad para reducir el peso de España en su facturación (todavía es de un 62%). La ausencia de endeudamiento (apenas un 0,5 deuda/EBITDA) es otro de los aspectos positivos del valor, así como un núcleo duro de accionistas que controlan un 40% y que parece estable, al menos tras la venta de Unión Fenosa a CF Alba de un 10%. Con todo, consideramos que la actual corrección es una oportunidad de compra, dado que implica cotizar con un PER < 11 veces y una rentabilidad por dividendo cercana al 5%, en claro contraste con lo observado en años anteriores, en los que el PER era 20 veces y la rentabilidad de apenas el 2% ::