

Balance de 2010 y oportunidades en 2011

La renta variable emergente y, en menor medida, la renta fija, tanto por la revalorización en precio como por su positivo efecto divisa al apreciarse contra el euro, lideran las ganancias por categorías de fondos en 2010. Para el ejercicio que empieza, nuestro escenario central para el Ibex-35 apunta hacia los 9.200 puntos en diciembre de 2011.

Luis Hernanz

Recuperación del apetito por el riesgo para cerrar 2010: estrechamiento de diferenciales en deuda soberana del área euro, *rally* en Bolsas y precio de las materias primas. El mes se salda con correcciones de las curvas de tipos de interés de emisores soberanos del área euro, aunque concentradas en los tramos más cortos, que han oscilado entre los 40 y 60 pb, según el emisor. El movimiento a la baja de las curvas periféricas, unido al repunte de la curva alemana, ha provocado también la reducción de los diferenciales. En este entorno, las bolsas se recuperan tras las duras correcciones que tuvieron lugar en el mes de noviembre, apoyadas por la relajación de las tensiones en la periferia del área euro y en las señales positivas de la economía mundial. Eurostoxx, Ibex y CAC lideran las ganancias del mes de diciembre con revalorizaciones que superan el 7%, mientras que, en EEUU, el Dow Jones, que ha registrado un mejor comportamiento relativo en el cómputo anual, registra un avance superior al 5%.

Recuperación de activos de riesgo para finalizar el 2010 y buen tono a medida que avanza el primer mes de 2011

Otro aspecto destacado del comportamiento de los mercados en el mes ha sido el intenso repunte en el precio de las materias primas, tanto agrícolas como

metales o, incluso, el petróleo, en consonancia con las señales de fortaleza de la economía mundial y por el empuje de la demanda de los países emergentes. El precio del petróleo acumula un repunte del 20% en el año en dólares (solo un 10% ha sido en el mes de diciembre) y del 32% en dólares (condicionado por la depreciación de la divisa europea) y que está comenzando a impactar sobre las tasas de inflación de forma global, no sólo en economías emergentes, donde los bancos centrales están subiendo tipos, sino también en economías avanzadas.

En este último frente, destacar el primer Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo de 2011. Y es que, aunque la fortaleza de la economía alemana no es una novedad (el PIB ha crecido un 3,6% en 2010; 0,7% en el cuarto trimestre de 2010), el hecho de que haya vuelto a batir las previsiones del mercado (FMI, CE y OCDE contemplaban una previsión inferior) ha contribuido a dar recorrido a las expectativas acerca del ciclo económico y la inflación, reorientando el foco de atención de los inversores hacia un posible cambio de discurso de la autoridad monetaria. Y si bien en el comunicado del BCE en su primer Consejo de Gobierno no se aprecia un tono excesivamente tensionador, en rueda de prensa dejó claro que el BCE subirá los tipos de interés en caso de que los riesgos para la estabilidad de precios (materias primas y demanda interna en recuperación) se materialicen: *«We are permanently alert. We are never precommitted not to move interest rates. I remind you that in July 2008 we increased rates»*.

El ejercicio 2010 ha venido caracterizado por el buen comportamiento en los activos emergentes

El balance de 2010 en los mercados es que la renta variable emergente y, en menor medida, la renta fija, tanto por la revalorización en precio como por su positivo efecto divisa al apreciarse contra el euro, lideran el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Por su parte, la tendencia apreciadora del dólar y del yen trae como consecuencia que la renta variable denominada en dichas monedas destaquen adicionalmente 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 mejora de la prima de riesgo descontada por el mercado y disminución de la aversión en crédito, como son los bonos convertibles y la renta fija internacional de alto riesgo *-high yield-*. En terreno negativo, la RV española, los fondos inmobiliarios, fondos mixtos y garantizados, afectados principalmente por la depreciación de activos españoles en este mal año para España.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Dic-2010	YTD
RRV global	5,1	17,0
RV EEUU	5,1	20,7
RV emergentes MENA	5,0	35,0
RV sectores crecimiento	4,6	19,4
RV mixta euro	3,8	-0,3
RV emergentes global	3,1	23,3
FIL	2,9	1,5
RV mixta internacional	2,9	8,5
RV emergentes Latinoamérica	2,7	22,6
Gestión global	2,4	3,3
RV Asia y Oceanía	2,2	26,6
RF convertibles	2,2	7,9
RF mixta euro	1,3	-0,7
RF mixta internacional	1,1	2,7
Garantizado parcial	0,8	-2,1
RF <i>high yields</i>	0,8	15,6
Garantizado a vencimiento	0,7	-1,4
Gestión alternativa	0,6	2,0
Garantizado RF	0,2	-0,1
Ret. absoluto conservador	0,1	1,1
RF corto euro	0,1	0,1
Monetarios internacional	0,1	11,5
Monetarios euro	0,1	0,2
FI inmobiliaria	0,0	-3,5
RF largo euro	-0,1	1,1
RF emergentes	-0,7	16,6
RF internacional	-0,8	9,6
RF CP dólar	-1,7	9,8
Monetarios dólar	-2,0	8,2
RF LP dólar	-2,9	13,1

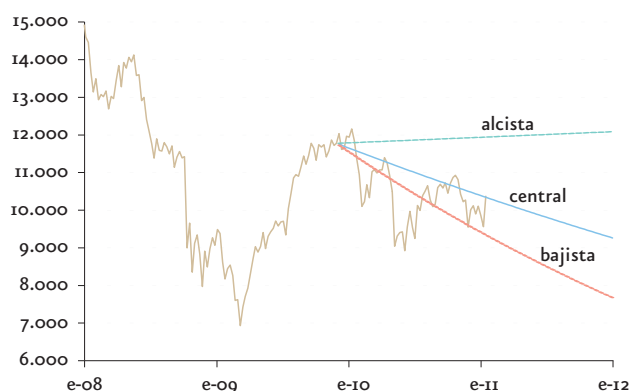
Fuente: elaboración propia.

Volatilidad en las primeras semanas de negociación del nuevo ejercicio. Después de un inicio de año bajista, intensa recuperación de los índices bursátiles en la segunda semana del ejercicio apoyados por un sector bancario que, a nivel europeo, se revaloriza más de un 8% en la semana y lidera las ganancias en 2011. El peso de este sector en el Ibex-35 ha facilitado un *outperformance* del índice en lo que llevamos de año frente al resto de índices europeos. A medida que las variables de ciclo económico y de beneficios tomen el relevo en el focus de los inversores, esperamos un mejor comportamiento relativo de los índices mejor posicionados desde un punto de vista cíclico (DAX, S&P 500).

Nuestro escenario central para el Ibex-35 apunta hacia los 9.200 puntos en diciembre de 2011

Máximos de enero, ¿máximos del año? En enero de 2010, con el Ibex rondando los 12.000 puntos, planteamos un ejercicio en el que apostábamos por unos máximos alcanzados en las primeras semanas de 2010. No descartamos un 2011 en esta misma línea descendente. Atendiendo a nuestro escenario central para el Ibex-35, los 10.400 puntos actuales se ajustarían a la senda prevista para el primer trimestre de 2011 (véase gráfico «Ibex-35 y escenarios Afi 2011»), sin descartar una extensión hacia la zona de 10.500-11.000 puntos a muy corto plazo, nuestro objetivo para el cierre de 2011 se sitúa en el rango 8.900-9.200 puntos. A más corto plazo, estamos detectando una extensión de la complacencia. Las encuestas de sentimiento entre inversores continúan en zona extremadamente alcista, compati-

Ibex-35 y escenarios Afi 2011



Fuente: elaboración propia.

ble con formaciones de techo de mercado, y el VIX (índice de volatilidad) por debajo del 17% confirma la complacencia que actualmente se está extendiendo por los mercados bursátiles y que podría adelantar una toma de beneficios de relativa intensidad en las próximas semanas.

Chequeo a las temáticas de inversión recomendadas para 2011. Nuestras carteras recomendadas para 2011 comienzan el ejercicio con revalorizaciones medias del 2,7%. La temática «probabilidad de recompra» y *equity carry* sobre las que nos hemos apoyado para la construcción de carteras están beneficiándose del buen inicio de ejercicio. Con todo, la nula exposición que tenemos al sector financiero está lastrando el *performance* relativo frente a EuroStoxx ::



[iStockphoto/Thinkstock.