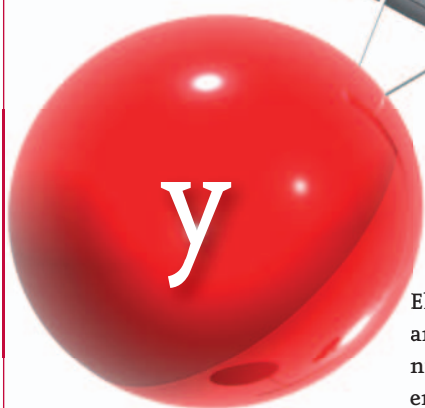


Acción



El recrudecimiento de la crisis soberana, unido las señales de desaceleración que anticipaban los indicadores adelantados del ciclo económico, han traído consigo un nuevo panorama en la evolución de los mercados financieros: fuertes correcciones en las bolsa, debilitamiento del euro y consiguiente desplazamiento hacia la calidad en los mercados

Cristina Colomo y Luis Hernanz

reacción



[Hemera/Thinkstock]

CONTEXTO ECONÓMICO

El mes de mayo se ha caracterizado por la huida a la calidad en los mercados financieros, motivado por el recrudecimiento de la crisis soberana y por las señales de desaceleración que anticipan los indicadores adelantados del ciclo económico. En este sentido, los mercados bursátiles cierran el mes con fuertes pérdidas, las curvas refugio se relajan de forma significativa y el EUR se deprecia contra todos los cruces.

En este sentido, uno de los elementos más destacados del mes de mayo, y que ha jugado un papel clave en la evolución de los mercados financieros, ha

sido el cambio de discurso del BCE a principios de mes, suavizando el mensaje tensionador y restando velocidad a la senda de subidas de tipos esperada para 2011. Con ello, la curva monetaria, el EUR y las materias primas, han sido las variables que capitalizaron en mayor medida la moderación del discurso del BCE. Y es que, detrás de la caída del precio de las materias primas y, en particular, del petróleo en mayo (-7,4% el Brent hasta los 116,85 dpb), podría encontrarse el cierre de posiciones especulativas ante la fuerte apreciación del USD (divisa base para financiar posiciones largas en petróleo).

La moderación de las expectativas acerca del ciclo económico que ha causado la corrección de los indicadores de confianza empresarial, reflejo del impacto de la contracción de Japón sobre la actividad industrial, también ha sido un factor clave a la hora de explicar la corrección de los activos de riesgo y la mayor demanda por la calidad.

Respecto a la situación en el Área euro, una vez confirmado el plan de ayuda financiera a Portugal por un importe de 78 mil millones de EUR, la atención del mercado vuelve a girar en torno a Grecia y a la posible reestructuración de la deuda. Por el momento, un grupo formado por miembros del FMI, CE y BCE se encuentran en el país heleno examinando la situación y negociando la implementación de nuevas medidas para reconducir las cuentas públicas.

Aunque seguimos sin contar con novedades oficiales al respecto, las últimas filtraciones apuntan a que las autoridades europeas parecen apostar por reconducir la situación de las finanzas públicas de Grecia a través de la aprobación de un nuevo paquete de asistencia financiera (60-70 mil millones EUR). El plan de ayuda tendría como objetivo cubrir las necesidades de financiación del gobierno heleno en el más corto plazo, dada la incapacidad mostrada por el Tesoro griego para financiarse en los mercados de capitales más allá del corto plazo (Letras) y a un coste razonable. La aprobación de estas ayudas iría acompañada, como es habitual, de un plan de ajuste fiscal ambicioso. Si bien, en esta ocasión podríamos asistir a una participación más activa de las instituciones europeas en la gestión de los programas de reducción del déficit público.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

La reacción de los mercados a estos acontecimientos no se ha hecho esperar, con caídas generalizadas en los mercados bursátiles. En el Área euro las pérdidas medias de los principales índices rondan el 4% (IBEX -3,7%), registrando un peor comportamiento relativo frente a la bolsa de EEUU (-1,4% en el mes de mayo). En

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a 2011	
	Mayo	Ene.-may.
RF LP USD	4,5	-4,7
Monetarios USD	3,7	-7,0
RF CP USD	3,6	-5,4
RF Emergentes	2,9	-1,7
Monetarios Internacional	2,9	-0,8
RF Internacional	2,2	-0,9
RV Japón	1,4	-10,5
RF High Yields	1,3	2,5
RV EEUU	0,9	0,4
RV Sectores Crecimiento	0,9	0,0
RV Asia y Oceanía	0,8	-6,4
RV Emergentes Latam.	0,7	-9,3
RF Largo Euro	0,6	1,2
RF Mixta Internacional	0,2	0,1
RF Corto Euro	0,2	0,9
RV Global	0,2	-0,6
RV Mixta Internacional	0,1	0,2
Monetarios Euro	0,1	0,5
Garantizado RF	0,1	1,3
Ret. Absoluto Conservador	0,0	0,5
FI Inmobiliaria	0,0	-0,4
Gestión Alternativa	-0,1	-1,0
RV Emergentes Global	-0,2	-6,5
RF Mixta Euro	-0,3	1,4
RV Europa	-0,3	2,3
RV Sectores Defensivos	-0,4	-1,7
Garantizado a vto	-0,4	0,6
Gestión Global	-0,4	0,9
Garantizado parcial	-0,5	0,0
RF Convertibles	-0,8	1,0
FIL	-0,8	2,9
RV Mixta Euro	-0,9	2,6
RV España	-2,2	8,3
RV Emergentes MENA	-2,3	-10,3
RV Euro	-2,3	4,2
Materias primas	-2,5	-0,5
RV Emergentes Eur. Este	-3,7	-4,3

Fuente: elaboración propia.

el bloque emergente la evolución ha sido muy heterogénea, destacando las pérdidas de Turquía (-9,5%) y Rusia (-6,8%), arrastrado este último por la corrección del precio del crudo.

En la evolución de los principales sectores en renta variable europea detectamos un nuevo rebalanceo hacia los perfiles más defensivos (Salud, Retail, Alimenta-

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

	Peso actual (%)	Ratios valoración				Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
		RPD (%)	PER	ROE (%)	P/B	2011	2012	2013	
Telefónica	27	10,0	9,1	32,5	2,9	6,3	4,2	5,1	75.808
ArcelorMittal	5	2,6	9,7	7,7	0,7	35,9	36,5	16,5	37.389
Repsol	9	5,2	10,0	10,7	1,1	26,7	19,8	5,1	27.872
CAF	9	3,2	9,1	20,5	1,9	9,3	10,7	0,4	1.349
Iberdrola	8	5,6	11,6	9,3	1,1	2,4	8,9	4,3	35.381
Santander	8	7,7	7,2	12,0	0,9	10,7	15,4	8,3	67.058
Indra	7	4,8	11,8	17,9	2,1	-7,7	3,7	7,1	2.386
Ferrovial	9	4,9	54,9	2,4	1,3	-33,6	21,5	77,1	6.314
Técnicas Reunidas	9	3,7	13,4	35,3	4,7	49,5	10,1	8,5	2.170
ACS	9	6,3	11,2	19,0	2,1	-3,4	0,8	7,3	10.225
Cartera recomendada		6,3	14,1	20,0	2,1	8,4	10,8	12,6	
IBEX 35		5,3	11,2	11,6	1,3	5,7	14,0	10,3	

Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

ción) desde las áreas de mercado más expuestas a ciclo económico y financieros. Y es que la pérdida de *momentum* en los indicadores adelantados de ciclo a lo largo de las últimas semanas ha sido una de las variables que ha arrastrado a los mercados bursátiles en el mes. También, la nueva reprecitación de riesgo soberano en el Área euro, con nuevos máximos en diferencias de Grecia o Portugal, ha sido el otro foco de presión para los activos de riesgo.

La pérdida de *momentum* en los indicadores adelantados de ciclo en mayo nos llevan de nuevo a revalancear el peso hacia perfiles más defensivos

La categoría de fondos de inversión vinculados al USD aglutina las principales revalorizaciones en el mapa mensual de evoluciones en mayo. En este sentido, ha sido la apreciación que ha experimentado el dólar en su cruce contra el euro, desde niveles de 1,50 hasta los 1,44 en los que ha cerrado mayo la divisa, la que explica el comportamiento positivo de este tipo de fondos.

Los fondos de renta fija corporativa también han registrado un comportamiento positivo en el mes, y en especial los fondos pertenecientes a la categoría de *investment grade*. Por su parte, la renta fija *high yield* ha perdido la fuerza de los primeros meses del año, aunque continúa aportando rendimientos positivos. Los fondos de renta fija convertible saldan el mes con ligeras correcciones al hilo de las caídas en renta variable.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

En renta variable (35%), el principal cambio en nuestro Asset Allocation recomendado para junio es subir la ponderación en RV EUR, con el fin de aprovechar las señales de compra que han surgido con la corrección de mayo, aunque sin ser muy agresivos (seguimos infraponderados) teniendo en cuenta que la crisis periférica continúa latente. Con el movimiento mantenemos la sobreponderación en RV por segundo mes consecutivo (35% vs 30%), siendo EEUU (12%), Japón (6%) y ASIA emergente (4%), las áreas a las que tenemos más exposición relativa.

En nuestra cartera recomendada de acciones españolas, devolvemos el peso a CAF tras la rebaja del mes pasado. La presencia de CAF en los mercados internacionales, la continua inversión en otras divisiones y la favorable evolución en su cartera de pedidos avalan esta decisión. También, damos a la cartera un perfil más cíclico con el incremento del peso en Ferrrovial (PO: 10,33 EUR/acción) y ACS (PO: 40,30 EUR/acción) y la inclusión en la cartera de Arcelor Mittal (27,25 EUR/acción). En el caso de Arcelor Mittal, los principales puntos de apoyo para los próximos meses los encontramos en unos resultados por encima

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-may-11	31-ene-11	BMK	Afi vs BMK
RV EUR	12	14	17	-5
RV EEUU	12	12	6	6
RV Emer. Asia	4	0	1	3
RV Emerg. Latam	1	2	1	0
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	2	4	2
Renta variable	35	30	30	5
RF Largo EUR	0	0	15	-15
RF Corto EUR	2	8	33	-31
RF USD	0	0	0	0
RF Emergente	5	4	0	5
RF Convertibles	6	4	0	6
RF IG CP	8	15	8	0
RF IG LP	0	0	0	0
RF high yields	12	15	2	10
Renta fija	33	46	58	-25
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	18	18	0	18
Gestión alternativa	18	18	7	11
Monetarios USD	6	0	0	6
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	8	6	5	3
Mdo. Monetario	14	6	5	9

Fuente: elaboración propia.

de lo esperado por el consenso de mercado, los sólidos objetivos estimados por la compañía para el 2T11 y las buenas perspectivas de demanda. Inditex sale de la cartera tras cumplir con un nuestro objetivo (PO: 63,48 EUR/acción).

Mantenemos sobreponderada la Renta Fija emergente, apostando por la entrada de flujos a esta categoría, teniendo en cuenta la potencial apreciación de las divisas, especialmente las asiáticas

En renta fija (33%), recortamos RF IG CP (neutrales por primera vez desde agosto de 2007), en donde vemos poco valor en los niveles actuales de *spread*, mientras mantenemos la sobreponderación en *high yield* (12%) y emergentes (5%). A pesar de que en los últimos meses la RF high yield ha perdido fuerza, continuamos viendo recorrido en las valoraciones actuales. Por último, seguimos apostando por la entrada de flujos en RF emergente, una categoría que ha vuelto a aportar valor en mayo, y que podría beneficiarse de la potencial apreciación de las divisas (especialmente las asiáticas) y de la relajación de las expectativas de inflación que ha motivado la reciente corrección de las materias primas (esperamos máximos de inflación emergente en 3T11).

Por último, en materia de divisas, mantenemos la sobreponderación en monetarios USD (6%), ante el riesgo de un recrudecimiento de la situación en los mercados de deuda del Área euro, y la expectativa de que el BCE no introduzca cambios en el discurso en el Consejo de Gobierno de junio ::