

# A la espera de una agenda institucional exigente



Aumentan los temores sobre la posible desaceleración económica a nivel global, traducidos en fuertes caídas en las principales Bolsas mundiales y repunte de los diferenciales de crédito de la deuda corporativa. El ámbito institucional se configura como principal catalizador para un posible giro del mercado en septiembre.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

## CONTEXTO ECONÓMICO

Las señales de pérdida de dinamismo de las economías desarrolladas y la incertidumbre en torno a la crisis soberana del área euro son factores que han presionado a los mercados financieros globales. El mes de agosto se ha caracterizado por una intensa corrección de los índices bursátiles (amplificadas por la ejecución de *stop loss*) y de repunte significativo de *spreads* en el sector corporativo. La caída de las cotizaciones sólo ha encontrado soporte en el frente regulatorio, con la prohibición de posiciones cortas sobre algunos sectores (financieros) en la mayoría de los mercados europeos. Aun cuando no disponemos de gran variedad de indicadores de actividad real correspondientes al tercer trimestre, la corrección de los indicadores adelantados del ciclo económico en julio y agosto (confianza empresarial y del consumidor) y la desaceleración significativa que muestran los indicadores adelantados de la OCDE anticipan debilidad en las cifras de actividad durante el segundo semestre. La dilución progresiva de los tres

factores que han contribuido al estancamiento de las economías avanzadas y a la desaceleración de emergentes en el segundo trimestre (máximos en el precio del petróleo, efectos del terremoto en Japón sobre la cadena de producción de economías exportadoras e intensificación de las medidas de ajuste fiscal) limita los riesgos de recaída a corto plazo.

En cualquier caso, estamos ante un escenario peor de lo esperado hace unos meses en términos de crecimiento, algo que empiezan a contemplar los bancos centrales y que ha reabierto el debate acerca de la idoneidad de implementar nuevas medidas de estímulo monetario. En concreto, las actas del último FOMC de la Reserva Federal de Estados Unidos reflejan el temor de la autoridad monetaria a una recaída de la economía y ha llevado a sus miembros a tomar la decisión de mantener el nivel objetivo de los fondos federales en cotas históricamente reducidas al menos hasta 2013. El hecho de que se haya, incluso, debatido sobre la idoneidad de implementar nuevas medidas cuantitativas, ya sea reactivi-

vando el programa de compra de activos o alargando el vencimiento de los ya existentes en balance (reemplazando bonos a corto plazo por *treasuries* a largo para acentuar el aplanamiento de pendiente de la curva dólar), ilustra hasta qué punto se han deteriorado las perspectivas económicas de la autoridad monetaria, elevando las probabilidades de que, en septiembre, se tomen medidas concretas en línea con la intervención de Bernanke en Jackson Hole.

Cuestionada la eficacia del *quantitative easing* en su versión tradicional, la exploración de nuevas fórmulas orientadas a la fijación de expectativas para el nivel de precios y tipos de referencia puede lograr reactivar las bases de crecimiento a medio plazo, pero, probablemente, no deriven en un movimiento de mercado como el observado tras el QE1 y, en menor medida, el QE2.

En cualquier caso, en nuestro escenario central de previsiones, seguimos sin contemplar una contracción del PIB en próximos trimestres para las principales economías del mundo, aunque entendemos que el endurecimiento de las condiciones fiscales y la potencial intensificación de la restricción crediticia son factores susceptibles de generar debilidad y volatilidad en las cifras de crecimiento en los próximos meses.

Desde un punto de vista estratégico, seguimos pensando que estamos ante un mercado bajista en activos de riesgo. Ahora bien, los niveles de valoración relativa alcanzados por los activos de riesgo tras la purga del mes de agosto hacen pensar que la recuperación reciente puede tener continuidad en el más corto plazo en sus cruces contra euro y dólar.

## REACCIÓN DE LOS MERCADOS

En este contexto, en renta variable, el mes se salda con una intensa corrección de los mercados bursátiles a nivel global, destacando el peor comportamiento relativo de las áreas emergentes con mayor vinculación al ciclo económico (Rusia y Corea, por ejemplo). En mercados desarrollados, destaca el *underperformance* de la renta variable europea. En agosto, el perfil defensivo de los

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

|                               | Rentabilidades a 2011 |           |
|-------------------------------|-----------------------|-----------|
|                               | Septiembre            | Ene.-sep. |
| RRF LP dólar                  | 4,5                   | 0,6       |
| Monetarios dólar              | 2,6                   | -4,2      |
| RF CP dólar                   | 2,5                   | -2,5      |
| RF internacional              | 1,5                   | 1,5       |
| RF emergentes                 | 1,5                   | 1,8       |
| Garantizado RF                | 1,4                   | 2,3       |
| Materias primas               | 0,6                   | -1,1      |
| RF largo euro                 | 0,6                   | 1,2       |
| RF corto euro                 | 0,3                   | 1,0       |
| Monetarios euro               | 0,2                   | 0,8       |
| Garantizado a vencimiento     | 0,0                   | -0,8      |
| FI inmobiliaria               | -0,3                  | -2,6      |
| Ret. absoluto conservador     | -0,9                  | -0,8      |
| Gestión alternativa           | -1,1                  | -2,9      |
| Garantizado parcial           | -1,3                  | -3,3      |
| RF mixta internacional        | -2,5                  | -3,3      |
| RF mixta euro                 | -3,3                  | -3,5      |
| RF <i>high yields</i>         | -4,7                  | -2,9      |
| RF convertibles               | -4,8                  | -6,1      |
| FIL                           | -5,1                  | -4,7      |
| Gestión global                | -5,4                  | -6,5      |
| RV emergentes Latinoamérica   | -5,8                  | -18,1     |
| RV mixta internacional        | -6,5                  | -8,2      |
| RV emergentes MENA            | -7,4                  | -19,3     |
| RV EEUU                       | -7,5                  | -10,3     |
| RV sectores crecimiento       | -7,9                  | -11,4     |
| RV Japón                      | -8,3                  | -13,0     |
| RV sectores defensivos        | -8,5                  | -12,6     |
| RV emergentes global          | -9,1                  | -16,3     |
| RV Asia y Oceanía             | -9,1                  | -14,9     |
| RV mixta euro                 | -9,2                  | -10,0     |
| RV global                     | -9,6                  | -13,3     |
| RV Europa                     | -13,4                 | -16,3     |
| RV emergentes Europa del Este | -15,1                 | -19,9     |
| RV España                     | -15,6                 | -15,0     |
| RV euro                       | -17,9                 | -19,5     |

Fuente: elaboración propia.

mercados bursátiles ha prevalecido. Replicando el comportamiento del mes anterior, los principales índices de renta variable desarrollados experimentaron caídas superiores al 5% con una dispersión elevada en el *performance* regional.

A nivel sectorial, el negativo fondo de mercado observado durante el mes tiene traslado al mapa sectorial de un EuroStoxx 50 en el que la totalidad de los sectores

## 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              | 7,6               | 2,4 | 12,9    | 31,8    | 0,0          | 3,0   | 4,0  | 60.176               |
| Repsol              | 11              | 8,4               | 0,9 | 6,4     | 10,7    | 15,1         | 27,7  | 3,5  | 23.441               |
| Amadeus             | 4               | 11,2              | 3,9 | 3,0     | 35,3    | 16,2         | 12,2  | 15,9 | 6.016                |
| CAF                 | 10              | 8,0               | 1,6 | 3,3     | 20,2    | 8,6          | 11,5  | 9,5  | 1.220                |
| Iberdrola           | 11              | 8,5               | 0,8 | 7,5     | 9,6     | 3,0          | 7,8   | 3,6  | 26.954               |
| Banco Santander     | 6               | 5,4               | 0,6 | 10,9    | 11,5    | 0,0          | 13,8  | 7,5  | 46.616               |
| Indra               | 7               | 9,6               | 1,7 | 5,8     | 17,8    | -8,7         | 4,2   | 5,6  | 1.955                |
| Ferrovial           | 10              | 66,3              | 1,2 | 5,2     | 1,8     | -30,9        | -26,7 | 63,6 | 5.949                |
| Técnicas Reunidas   | 9               | 9,3               | 3,0 | 5,5     | 32,3    | 37,1         | 8,4   | 1,1  | 1.403                |
| ACS                 | 9               | 9,0               | 1,6 | 7,9     | 17,9    | -7,9         | 4,3   | 12,4 | 8.169                |
| Cartera recomendada | 14,1            | 1,8               | 7,7 | 19,6    | 2,9     | 8,8          | 10,1  |      |                      |
| Ibex-35             |                 | 8,5               | 1,0 | 7,3     | 11,4    | 0,8          | 14,3  | 11,3 |                      |

Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

ofrecen retornos negativos. Destacan fundamentalmente las caídas de aquellos sectores con mayor beta y el área financiera.

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (31%). Nuestros modelos de *timing* y de aversión al riesgo reflejan un acercamiento a los niveles de pánico, lo que históricamente ha constituido una señal de rebote en renta variable. Pero, de momento, sólo mantenemos una ligera sobreponderación frente a *benchmark* (31 frente a 30%). EEUU, Asia emergente y Japón son las áreas sobreponderadas. Infraponderamos área euro y Europa del Este y mantenemos una posición neutral en Latinoamérica. Desde un punto de vista sectorial, las previsiones de beneficios continúan reflejando debilidad, lo que nos lleva a encontrar un mayor valor en los segmentos más defensivos y a infraponderar aquellos más ligados al ciclo económico.

Renta fija (41%). En relación con la deuda pública (6%), eliminamos la ponderación en RF corto euro (0%), donde ya no vemos valor debido al *rally* del último mes que ha llevado a los tipos de interés de economías *core* a zona de mínimos históricos (en el caso del euro -Alemania-, a situarse muy por debajo del tipo *repo* del BCE). Elevamos el peso en renta fija emergente (+1 pp @ 6%), con el fin de aprovechar la ampliación de *spreads* que ha tenido lugar en agosto. Una ampliación de diferenciales que ha venido motivado por el incremento de la aversión al riesgo de forma global y no por un deterioro de los fundamentos estructurales de los países emergentes. Recomendamos concentrar la exposición en deuda de países con fundamentos sólidos, con buenas perspectivas de crecimiento, reducido nivel de endeudamiento y con potencial apreciación de sus divisas (apostamos por emisiones en moneda local).

En cuanto a la renta fija privada (35%), el repunte de *spreads* en el segmento corporativo incrementa el atractivo de este tipo de activo. Asumiendo un escenario de crecimiento moderado de las economías avanzadas, pero en ningún caso de *double dip*, vemos valor en los niveles actuales de *spreads*, lo que nos lleva a aumentar la sobreponderación frente a *benchmark* (10%). Incrementamos el peso en RF *high yield* (+3 pp @ 15%) y en RF IG (+4 pp @ 14%), tanto a corto como a largo plazo.

Asimismo, aumentamos 1 pp la exposición en gestión alternativa (17%), ya que la elevada volatilidad que presentamos actualmente en los mercados nos lleva a incrementar nuestro peso en la categoría más agresiva. El aumento de volatilidad implícita, la caída de las cotizaciones y el aumento de diferenciales en renta fija de emisores financieros (ya no sólo españoles, sino europeos) aumenta el atractivo de los estructurados. Para un perfil de riesgo «medio» recomendamos estructurados tipo «Phoenix clásico» con vencimiento tres-cinco años vinculados a índices

### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría                  | 31-ago-11 | 31-abr-11 | BMK       | Afi vs BMK |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RV euro                    | 10        | 10        | 17        | -7         |
| RV EEUU                    | 8         | 12        | 6         | 2          |
| RV emergente Asia          | 4         | 4         | 1         | 3          |
| RV emergente Latinoamérica | 1         | 1         | 1         | 0          |
| RV Europa del Este         | 0         | 0         | 1         | -1         |
| RV Japón                   | 8         | 6         | 4         | 4          |
| <b>Renta variable</b>      | <b>31</b> | <b>33</b> | <b>30</b> | <b>1</b>   |
| RF largo euro              | 0         | 0         | 15        | -15        |
| RF corto euro              | 4         | 2         | 33        | -33        |
| RF dólar                   | 0         | 0         | 0         | 0          |
| RF emergente               | 6         | 5         | 0         | 6          |
| RF convertibles            | 6         | 6         | 0         | 6          |
| RF IG CP                   | 10        | 10        | 8         | 2          |
| RF IG LP                   | 4         | 0         | 0         | 4          |
| RF high yields             | 15        | 12        | 2         | 13         |
| <b>Renta fija</b>          | <b>41</b> | <b>35</b> | <b>58</b> | <b>-17</b> |
| Ret. abs. conservador      | 0         | 0         | 7         | -7         |
| Gestión alternativa        | 17        | 18        | 0         | 17         |
| <b>Gestión alternativa</b> | <b>17</b> | <b>18</b> | <b>7</b>  | <b>10</b>  |
| Monetarios dólar           | 4         | 6         | 0         | 4          |
| Monetarios libra           | 0         | 0         | 0         | 0          |
| Liquidez                   | 7         | 8         | 5         | 2          |
| <b>Mercado monetario</b>   | <b>11</b> | <b>14</b> | <b>5</b>  | <b>6</b>   |

Fuente: elaboración propia.

bursátiles (especialmente Eurostoxx 50) del tipo autocancelables con observación anual. Este tipo de estructurados puede remunerar con cupones por encima del 10%, aun cayendo el índice entre un 20 y un 40%, si bien el inversor asume riesgo de principal a vencimiento. Importante señalar que los estructurados de este tipo contratados hace un año están venciendo (a pesar de que el Eurostoxx 50 pierde un 15%) pagando cupones de entre el 6 y el 8%.

No recomendamos incorporar «efecto memoria» y el cupón puede mejorarse (así lo recomendamos) incluyendo cláusula *worst off* con otro subyacente como S&P 500 (lo que puede aumentar el cupón hasta en un 1% anual). No recomendamos incorporar Ibex-35 como subyacente, aunque pueda suponer hasta un 3 y un 5% más de cupón (ante su mayor volatilidad).

Monetario (11%). Aun cuando mantenemos en nuestro escenario de previsiones un cruce dólar/euro cotizando en un rango de 1,40-1,45, entendemos que la posibilidad de nuevos estímulos monetarios por parte de la Fed en septiembre podría impulsar la depreciación del dólar. Recordamos el peso en monetarios dólar (-2 pp @ 4%), aunque mantenemos una posición sobreponderada frente a *benchmark* en dólar debido a que puede ejercer de protección para el *performance* de la cartera en caso de rebrote de riesgo sistémico en el área euro.

Reducimos la liquidez en 3 pp hasta el 7%. La incertidumbre en torno a los frentes de riesgo abiertos (crisis soberana del euro y desaceleración económica) nos lleva a mantener un peso importante de la cartera en liquidez, buscando la descorrelación que sólo facilita este activo ante un entorno de mercados con un riesgo sistémico creciente y que dificulta las estrategias de cobertura más allá de la liquidez ::