

# Los primeros compases de 2012, al son del BCE

En la última reunión del BCE y del Consejo Europeo de diciembre, encontramos trazas de una hoja de ruta que, en nuestra opinión, sigue adoleciendo de concreción y simplificación, dos condiciones necesarias para facilitar una recuperación sostenida de la confianza en los mercados. En los primeros compases de 2012, la ampliación de la liquidez del BCE tendrá un papel protagonista en la evolución de las principales variables financieras.

*Guillermo Fernández Dono*

## CONTEXTO ECONÓMICO

Los dos hechos relevantes en la agenda de este mes, la reunión del BCE y la del Consejo Europeo, se saldan con un balance, que, aun pudiendo ser más ambicioso en el segundo caso, merece ser valorado positivamente. Respecto a la actuación del BCE, por el extraordinario apoyo a la financiación bancaria que suponen las medidas de flexibilización de la política de colateral y la ampliación del vencimiento de las subastas a largo plazo (hasta 36 meses) adoptada, un alivio para el sector en un momento de máximo estrés en los mercados de financiación.

En lo que concierne a la reunión del Consejo Europeo, por el avance de la postura franco-alemana para sentar las bases de una unión fiscal en el área euro. Destacar (i) la introducción de una «regla de oro» en las constituciones nacionales para garantizar el equilibrio

presupuestario; (ii) la capacidad de supervisión e, incluso, de veto de los presupuestos nacionales por parte de la Comisión Europea, y (iii) el establecimiento de sanciones automáticas para países en déficit excesivo.

El rediseño de los mecanismos de estabilidad financiera ha sido otro de los puntos resaltados de las últimas reuniones institucionales. En concreto, se buscará (i) dotar al EFSF (European Financial Stability Facility) de capacidad para apalancar sus recursos según las opciones barajadas en la cumbre de octubre (garantía de un primer tramo en la nueva emisión de los Tesoros con dificultades para acudir a mercado y/o establecimiento de vehículos de inversión que den entrada a inversores privados y no necesariamente pertenecientes al área euro) y (ii) adelantar la puesta en marcha del ESM (European Stability Mechanism) a julio de 2012. La capacidad com-

binada de ambos instrumentos ascenderá, en principio, a 500.000 millones de euros (importe pendiente de revisión durante el primer trimestre de 2012).

Está previsto que la UE dote al FMI con 200.000 millones de euros a través de préstamos bilaterales para solventar problemas de financiación de soberanos del euro. En este punto, cobra fuerza la posibilidad de una participación de los bancos centrales nacionales en la aportación de recursos, un modo de salvar la prohibición que impide la financiación de déficit públicos por parte del Eurosistema y con mayor capacidad para estabilizar la dinámica de mercados en los últimos meses. A corto plazo, seguimos pensando que el potencial del EFSF y del ESM para ejercer de «cortafuegos» creíbles por sí solos es reducido.

**Consideramos que es necesario contar con una mayor visibilidad sobre la implementación de los mecanismos de estabilidad financiera y minimizar los riesgos de entrar en una espiral recesiva**

Aun cuando los acuerdos alcanzados restan carga sistémica a las cotizaciones de los principales activos, consideramos que es necesario contar con una mayor visibilidad sobre la implementación de los mecanismos de estabilidad financiera y minimizar los riesgos de entrar en una espiral cíclica recesiva o de crecimiento muy reducido para alterar nuestro posicionamiento en mercados.

A día de hoy, creemos que la concreción del primer punto puede seguir introduciendo volatilidad; respecto al segundo, el pacto fiscal acordado en el Consejo Europeo no hace sino intensificar los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento del área euro.

#### REACCIÓN DE LOS MERCADOS

En los mercados financieros, el mes de diciembre arranca de forma positiva para los principales índices de renta variable. La reducción de las primas de riesgo en los mercados europeos fue clave para explicar el movimiento a

#### ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (EVOLUCIÓN EN DICIEMBRE Y EN 2011, %)

|                               | Rentabilidades a 2011 |       |
|-------------------------------|-----------------------|-------|
|                               | Diciembre             | YTD   |
| RF LP dólar                   | 4,5                   | 8,1   |
| RV EEUU                       | 4,0                   | 0,6   |
| RF CP dólar                   | 3,6                   | 4,0   |
| Monetarios dólar              | 3,6                   | 2,9   |
| RV sectores crecimiento       | 2,9                   | -4,9  |
| RF internacional              | 2,9                   | 4,0   |
| RF largo euro                 | 2,8                   | 1,1   |
| RF <i>high yields</i>         | 2,8                   | -0,6  |
| RF emergentes                 | 2,6                   | 3,0   |
| Garantizado RF                | 2,6                   | 3,0   |
| Garantizado a vencimiento     | 2,5                   | 0,0   |
| RV Japón                      | 2,4                   | -10,9 |
| RV global                     | 2,2                   | -4,6  |
| Garantizado parcial           | 2,1                   | -2,2  |
| RV emergentes Latinoamérica   | 2,1                   | -18,8 |
| RV mixta internacional        | 1,9                   | -5,2  |
| RV Europa                     | 1,7                   | -11,9 |
| RF mixta internacional        | 1,4                   | -2,2  |
| RV Asia y Oceanía             | 1,3                   | -18,9 |
| RF mixta euro                 | 1,2                   | -2,1  |
| RF corto euro                 | 1,1                   | 1,3   |
| RV mixta euro                 | 1,1                   | -6,4  |
| RV España                     | 1,1                   | -9,3  |
| Gestión global                | 1,0                   | -5,0  |
| Gestión alternativa           | 1,0                   | -2,0  |
| RV sectores defensivos        | 0,9                   | -12,3 |
| RV emergentes global          | 0,8                   | -19,2 |
| RF convertibles               | 0,7                   | -8,2  |
| Ret. absoluto conservador     | 0,5                   | -0,7  |
| Monetarios euro               | 0,4                   | 1,2   |
| RV euro                       | 0,2                   | -13,9 |
| FIL                           | 0,2                   | -6,0  |
| RV emergentes MENA            | -0,2                  | -20,8 |
| FI inmobiliaria               | -0,9                  | -4,7  |
| Materias primas               | -2,1                  | -8,5  |
| RV emergentes Europa del Este | -5,2                  | -26,8 |

Fuente: elaboración propia.

nivel global. Sin embargo, el tono positivo de los mercados en las primeras semanas de diciembre se diluyó, en parte, en la recta final del año. Así pues, el saldo mensual de algunos índices, sobre todo los europeos, volvió a situarse en terreno negativo, siendo los sectores más ligados al ciclo económico los que volvieron a protagonizar las mayores caídas. Esta vez, sin embargo, el sector bancario ha conseguido aislarse y mantener una evolución

#### 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          | 19              | 8,5               | 2,6 | 12,1    | 30,9    | -7,9         | 0,0   | 5,2  | 60.268               |
| Repsol              | 11              | 13,1              | 1,1 | 4,9     | 8,6     | 8,3          | 22,4  | 12,7 | 28.690               |
| Iberdrola           | 11              | 9,6               | 0,9 | 6,9     | 9,0     | 1,0          | 6,0   | 3,6  | 28.207               |
| Santander           | 10              | 6,8               | 0,7 | 10,3    | 9,7     | -7,4         | 3,2   | 9,9  | 49.699               |
| Indra               | 10              | 8,5               | 1,5 | 6,9     | 17,6    | -12,2        | 1,3   | 4,3  | 1.614                |
| Técnicas Reunidas   | 10              | 11,1              | 3,9 | 4,9     | 34,7    | 33,3         | 2,5   | 5,4  | 1.542                |
| Inditex             | 10              | 8,1               | 1,5 | 9,0     | 18,2    | -5,5         | 10,4  | 1,6  | 7.187                |
| ACS                 | 9               | 8,9               | 0,5 | 4,0     | 5,3     | 9,1          | 9,2   | 44,7 | 22.863               |
| Grifols             | 5               | 38,9              | 1,3 | 4,5     | 3,4     | 10,6         | -45,8 | 85,6 | 6.847                |
| CAF                 | 5               | 9,3               | 1,9 | 2,9     | 20,8    | 8,0          | 8,2   | 12,7 | 1.303                |
| Cartera recomendada | 10,8            | 1,7               | 7,4 | 17,5    | 2,1     | 3,8          | 13,8  |      |                      |
| Ibex-35             |                 | 9,6               | 1,0 | 6,9     | 10,4    | -5,4         | 5,0   | 12,7 |                      |

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

prácticamente plana en el mes. A pesar de ello, cierra 2011 con una pérdida próxima al 40%.

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (21%). Infraponderamos la exposición a RV, por primera vez desde diciembre de 2010. RV EEUU y RV Japón son las dos únicas áreas en las que estamos ligeramente sobreponderados (2 puntos porcentuales, pp). En Asia emergente, seguimos neutrales y mantenemos la infraponderación en RV EUR. El análisis del ciclo de manufacturas (los índices de confianza empresarial continúan en zona de contracción en el área euro) y nuestras herramientas de *timing* en RV alertan de la apertura de una ventana con horizonte tres-seis meses, en la que los índices bursátiles podrían experimentar caídas intensas. En entornos recesivos, la renta variable, en general, y el DAX, en particular, encuentran suelo cuando alcanzan caídas interanuales del 40%. Si el escenario recesivo que parece estar formándose para el cuarto trimestre de 2011 gana fuerza, cabría esperar que, entre marzo y abril de 2012, el DAX estuviera un 40% por debajo de los niveles de cotización de marzo de 2011, lo cual supondría un DAX en el entorno de los 4.500 puntos (un 23% por debajo del umbral actual).

En nuestra opinión, las valoraciones actuales del mercado tampoco están recogiendo el escenario recesivo en beneficios empresariales que se presenta para el primer semestre de 2012. En un escenario adverso, en el que se confirmaría la entrada en recesión de los principales bloques económicos, el objetivo de Ibex-35 lo situamos en los 6.250 puntos.

#### La táctica de gestión en renta variable continúa en clave defensiva a la espera de señales de giro que nos permitan sobreponderar perfiles cíclicos y financieros

A nivel sectorial, se producen pocos cambios en la dinámica de los vértices, que alertan de (i) estancamiento/contracción del PIB en el cuarto trimestre de 2011 y primero de 2012 y (2) caída de beneficios empresariales en 2012. Con este escenario, la táctica de gestión sigue en clave defensiva, a la espera de señales de giro que nos permitan sobreponderar perfiles cíclicos y financieros. En la cartera sectorial, sobreponderamos química, *oil & gas*, alimentación, salud, *retail*, telecomunicaciones y *utilities*.

Gestión alternativa (14%). Incrementamos 2 pp el peso de gestión alternativa en la cartera. La subida que prevemos en el entorno de volatilidad en los próximos meses podría ser bien capitalizada por este asset class.

Renta fija (41%). En relación con la deuda pública (12%), compramos deuda ESP: un 10% en la zona corta de la curva y un 2% en duraciones altas. Dos argumentos para concentrar las compras en el tramo corto: (1) el ni-

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría                  | 31-dic-11 | 30-nov-11 | BMK       | AFI vs BMK |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RRV EUR                    | 6         | 8         | 17        | -11        |
| RV EEUU                    | 8         | 10        | 6         | 2          |
| RV emergente Asia          | 1         | 3         | 1         | 0          |
| RV emergente Latinoamérica | 0         | 1         | 1         | -1         |
| RV Europa del Este         | 0         | 0         | 1         | -1         |
| RV Japón                   | 6         | 8         | 4         | 2          |
| <b>Renta variable</b>      | <b>21</b> | <b>30</b> | <b>30</b> | <b>-9</b>  |
| Ret. abs. conservador      | 0         | 0         | 7         | -7         |
| Gestión alternativa        | 14        | 12        | 0         | 14         |
| <b>Gestión alternativa</b> | <b>14</b> | <b>12</b> | <b>7</b>  | <b>7</b>   |
| RF convertibles            | 4         | 4         | 0         | 4          |
| RF <i>high yield</i>       | 8         | 8         | 2         | 6          |
| RF emergente               | 6         | 6         | 0         | 6          |
| RF IG CP                   | 8         | 11        | 8         | 0          |
| RF IG LP                   | 3         | 4         | 0         | 3          |
| RF largo euro              | 2         | 0         | 15        | -13        |
| RF corto euro              | 10        | 0         | 33        | -23        |
| RF dólar                   | 0         | 0         | 0         | 0          |
| <b>Renta fija</b>          | <b>41</b> | <b>33</b> | <b>58</b> | <b>-17</b> |
| Monetarios dólar           | 10        | 9         | 0         | 10         |
| Monetarios libra           | 0         | 0         | 0         | 0          |
| Liquidez                   | 14        | 16        | 5         | 9          |
| <b>Mercado monetario</b>   | <b>24</b> | <b>25</b> | <b>5</b>  | <b>19</b>  |

Fuente: elaboración propia.

vel de apuntamiento todavía no es suficiente para compensar el desplazamiento hacia duraciones más altas y (2) la decisión del BCE de extender a 36 meses las inyecciones de liquidez *full allotment* está canalizando demanda hacia instrumentos de deuda pública con ese mismo horizonte temporal.

En renta fija privada (29%), sin cambios en las áreas con mayor beta y diferencial: un 8% en *high yield* y un 6% en renta fija emergente. El devengo de TIR, en el primero, y las emisiones en *hard currency*, en el segundo, deberían amortiguar el riesgo de aumento en diferenciales por deterioro del ciclo económico.

En el área *investment grade*, ligero rebalanceo (-3 pp en el corto plazo; -1 pp en el largo plazo) para hacer hueco a la toma de posiciones en deuda pública en cartera.

Monetario (24%). Damos continuidad a la última subida en dólares: 1 pp hasta suponer el 10% de la cartera recomendada. La convergencia en el entorno de liquidez de bancos centrales (nuevas medidas del BCE) ha dejado al euro sin el argumento del diferencial de tipos de interés para una apreciación. La mejor posición en el ciclo de EEUU frente al área euro y el lento desarrollo de la agenda institucional europea para la gestión de la crisis del euro abren la puerta a nuevas apreciaciones del dólar a corto plazo.

En liquidez, recomendamos tener un 14% de la cartera. Un nivel elevado con un doble objetivo: (1) flexibilidad para adoptar posiciones de inversión más agresivas, una vez se ajusten las valoraciones de los activos de riesgo al entorno económico-financiero de nuestro escenario central, y (2) protección de principal, además de desconexión con el resto de áreas de inversión en cartera ::