Una cartera para superar la tormenta

Volatilidad e incertidumbre definen a la perfección lo acontecido en los mercados financieros en las últimas semanas. Y es que la tensión en el mercado de deuda pública del área euro y su traslado a las bolsas de Europa y del resto del mundo, con un panorama de depreciación para la divisa comunitaria frente a la mayoría de sus cruces, han calado de pleno en las rentabilidades de nuestras finanzas personales.

Luis Hernanz

Evolución índices Afi fondos de inversión

Durante el mes de mayo, la elevada sobreventa en todos los activos financieros (excepto en la renta fija pública de emisores UME núcleo) se ha saldado con registros negativos en la práctica totalidad de las vocaciones de fondos de inversión. Tan sólo los fondos que se han beneficiado de la fuerte apreciación del dólar frente al euro (un 7,5%), sin obviar la depreciación del euro frente a la libra (un 2,5%) o el yen (un 10,5%), han conseguido revalorizaciones en mayo. En este sentido, han sido los fondos de RF y monetarios dólar los que encabezan el *performance* con plusvalías por encima del 8%. Principalmente, el drenaje del euro frente al dólar se produjo en la primera semana del mes, cuando los mercados cotizaban un *default* de Grecia, ya que, desde entonces, las ganancias de invertir en dólares han sido del 3,6% aproximadamente.

Por el contrario, los fondos de RV euro (-5,8%), RV Europa del Este (-6,2%) y RV España (-9,2%) han liderado las pérdidas mensuales. El castigo diferencial a las Bolsas de los países periféricos del área euro (encabezadas por el Ibex-35) justifican estas caídas, mientras la depreciación de las divisas de Europa del Este se sumó al drenaje bursátil del área emergente europeo.

Únicamente las IIC de RF emergente (además de la denominada en dólares) salva en mayo los dígitos positivos en la vertiente de la renta fija, sustentados por la apreciación del dólar frente al euro y no por el buen comportamiento de los bonos de países emergentes. Los denominados en *local currency* han sufrido además por la depreciación de éstas frente al dólar.

Desde el 7 de mayo, jornada en la que el mercado «recordaba» el *default* de Lehman Brothers, la recuperación de los fondos ha sido generalizada, excepto en *high yield,* convertibles y materias primas, pero sin lograr recuperar el *draw down* de la primera semana. Tras los drenajes de entonces, las vocaciones de fondos que invierten en Bolsa (a nivel global) encabezan los registros de la industria, además de asistir a una recuperación en los fondos de retorno absoluto (+30 pb en media).

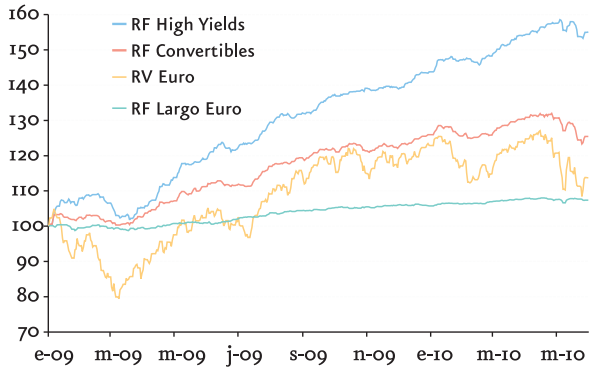
Por su parte, los fondos de RF convertible se han enfrentado en mayo (-4%) a la combinación de dos ingredientes que aderezan un *worst case* para este tipo de activos: (i) caídas en renta variable y (ii) ampliación de *spreads* en renta fija. Este recorrido al alza en los diferenciales crediticios (tanto en *investment grade* como en *high yield)* también ha erosionado el *performance* de los fondos de renta fija privada.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Variaciones desde	
	31-abr-10	31-dic-09
Monetarios dólar	8,5	17,0
RF CP dólar	8,4	17,6
RF LP dólar	8,3	19,0
RF internacional	3,2	9,6
Monetarios internacional	3,2	7,8
RF emergentes	3,0	14,3
Monetarios euro	0,0	0,0
RF largo euro	-0,2	1,6
Retorno absoluto VaR>3	-0,2	1,8
Retorno absoluto VaR<3	-0,3	0,6
RF corto euro	-0,3	0,1
Garantizado RF	-0,4	0,2
Garantizado parcial	-0,5	-2,0
Garantizado a vto.	-0,5	-0,8
RF mixta internacional	-0,7	1,0
RF *high yields*	-1,6	7,9
RF mixta euro	-1,8	-2,1
RV mixta internacional	-1,9	2,2
RV Asia y Oceanía	-1,9	9,3
RV Japón	-2,2	13,4
Gestión global	-2,4	-1,1
FIL	-2,4	-1,8
RV EEUU	-2,6	10,5
RV sectores crecimiento	-2,9	7,6
RV emergentes global	-3,2	7,0
RV global	-3,3	4,8
RV emergentes Latinoamérica	-3,3	5,0
RV sectores defensivos	-3,7	4,7
RV mixta euro	-3,7	-5,3
Materias primas	-4,0	-2,2
RF convertibles	-4,0	-0,4
RV emergentes MENA	-4,3	14,8
RV Europa	-5,2	-0,4
RV euro	-5,8	-7,5
RV emergentes Europa del Este	-6,2	11,1
RV España	-9,2	-18,4

Fuente: *Afinet Global EAFI.*

Índices AFI Fondos de inversión



Nuestro *asset allocation* recomendado

Y, en este escenario especialmente complejo, es crucial llevar a cabo una gestión activa y, en parte, conservadora de nuestras finanzas personales. En este sentido, pasamos a describir cuál es, desde nuestro punto de vista, la mejor asignación de activos para hacer frente a los acontecimientos que se puedan suceder.

En lo que respecta a renta variable, nuestras herramientas de *timing* recomendaron en abril estar infraponderados, dado que, aunque las cesiones habían «limpiado» algunas señales de complacencia que alertaban de excesivas relajaciones en prima de riesgo, las valoraciones no habían alcanzado todavía el atractivo suficiente como para plantearnos asumir riesgo de mercado. No obstante, en mayo, nuestros modelos a corto plazo se han girado tras las caídas de mayo y ahora recomiendan subir el peso de RV. A pesar de ello, a medio y largo plazo mantenemos inalterado nuestro escenario para la renta variable desarrollada con objetivo un 10% por debajo de las cotizaciones actuales en S&P 500 y EuroStoxx. Así, optamos por una estrategia *barbell* para encajar la oportunidad alcista a corto plazo y el riesgo bajista a medio plazo (la subida hasta el 10% en la posición de liquidez es el movimiento de cartera que completa la *barbell).*

Por su parte, en deuda pública, los niveles de dispersión se han acentuado en emisores soberanos del área euro, con las curvas *core* en zona de mínimos históricos en todos los plazos (tipos de interés). Con este panorama, reducimos tres pp el peso en RF euro. En RF dólar mantenemos sin cambios la exposición del 2%, buscando nuevas apreciaciones del dólar, mientras que, en el bloque emergente, con un peso del 6% en la cartera, mantenemos nuestras recomendaciones en emisiones dólar de Malasia, Indonesia, Chile, Brasil y Perú.

En lo referente a la renta fija privada, reducimos el peso en los cuatro frentes (convertibles, *investment grade* -corto y largo plazo- y *high yield)* para equilibrar el riesgo absoluto de la cartera después del desplazamiento de este mes hacia RV. Con todo, el mercado de crédito continúa siendo un área de mercado que sobreponderamos.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-may-10	30-abr-10	31-mar-10	BMK	AFI vs BMK
RV euro	11	8	10	17	-6
RV EEUU	4	3	3	6	-2
RV emergentes Asia	1	1	2	1	0
RV emergentes Latinoamérica	2	1	2	1	1
RV Europa del Este	1	0	0	1	0
RV Japón	1	1	1	4	-3
Renta variable	20	14	18	30	-10
RF largo euro	0	0	0	15	-15
RF corto euro	4	7	9	33	-29
RF dólar	2	2	3	0	2
RF emergente	6	6	0	0	6
RF convertibles	5	8	6	0	5
RF IG CP	20	25	27	8	12
RF IG LP	2	3	4	0	2
RF *high yield*	5	7	7	2	3
Renta fija	44	58	56	58	-14
Retorno absoluto (VAR<3%)	0	0	0	7	-7
Retorno absoluto (VAR>3%)	18	18	16	0	18
Gestión alternativa	18	18	16	7	11
Monetarios dólar	8	6	6	0	8
Monetarios libra	0	0	0	0	0
Liquidez	10	4	4	5	5
Mercado monetario	18	10	10	5	13

Fuente: *Afinet Global EAFI.*

En nuestra cartera recomendada de acciones, con el Ibex-35 que ya ha alcanzado nuestro rango objetivo (8.900-9.200) y esperando que muestre un peor comportamiento relativo frente al resto de índices europeos, optamos por mantener la estrategia de anteriores meses: seleccionar valores con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior, un nivel de apalancamiento inferior y alta y estable rentabilidad dividendo.

Así, de cara a afrontar los próximos meses, reducimos la exposición en Iberdrola para incrementarlo en Repsol. El mejor comportamiento de la petrolera en el año (-11,5% frente a -21,6% del Ibex), su perfil defensivo, su rentabilidad por dividendo y la diversificación geográfica de su negocio avalan el cambio. Además, incluimos Inditex al superar los filtros de selección de bajos niveles de apalancamiento, capacidad para defender márgenes, sostenibilidad en política de dividendos y calidad en composición de ROE (rentabilidad financiera). Indra, Grifols y Enagas también superan los filtros. Con todo, nuestra selección la completan Telefónica, ACS, Santander y Red Eléctrica.

Los fondos en divisas distintas al euro han aprovechado un escenario de debilidad de la moneda comunitaria frente al grueso de los principales cruces

En divisas, nuestro escenario para los próximos seis meses contempla apreciaciones del dólar hacia la cota de 1,1850 dólar/euro. Así, mantenemos la apuesta divisa concentrada en el dólar y continuamos sin exposición a libra.

El entorno de volatilidad continúa al alza, alineado con nuestro escenario central de mercados financieros, por lo que, en el área de retorno absoluto, mantenemos el 18% de la cartera en áreas de gestión con mayor presupuesto de VaR.

Por último, en liquidez, en la *proxy* de estrategia *barbell* que proponemos para la subida de peso de RV (activo de larga duración), es necesario un mayor protagonismo de activos con poca duración (liquidez), con lo que subimos seis pp hasta el 10% ::