Cambio de estrategia

La confrontación de discursos monetarios entre la Reserva Federal y BCE, con una extensión del programa de política monetaria no convencional del primero y un planteamiento de un esquema de «estrategia de salida» por parte del segundo, ha dejado un nuevo panorama en la evolución de los mercados financieros: movimientos destacados en el mercado de divisas, ganancias en las Bolsas, divergencias en las curvas de tipos de interés soberanas, etc.

Luis Hernánz

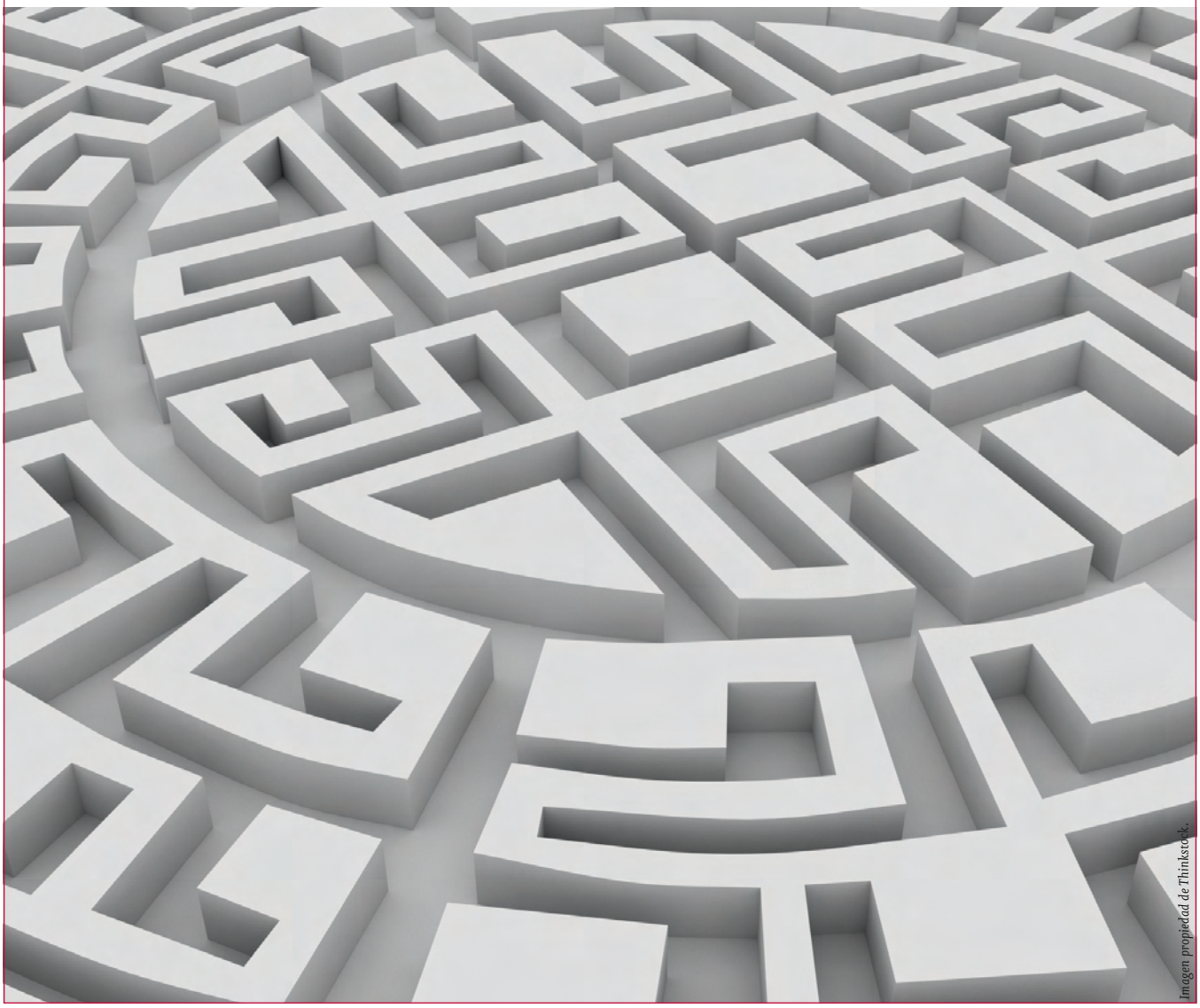


Imagen propiedad de Thinkstock

Panorama actual

Los intensos movimientos en el mercado de divisas y en las curvas de tipos de interés resumen los aspectos más destacados del comportamiento de los mercados financieros en las últimas semanas.

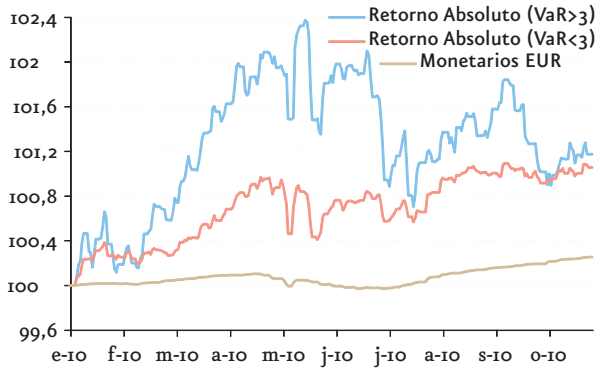
En primer lugar, el movimiento de depreciación a nivel global del dólar, que comenzó a finales de agosto, se ha consolidado con el índice DXY del dólar alcanza un 6% de depreciación acumulada desde el 25 de agosto, mientras que el cruce dólar/euro cotiza por encima de 1,40.

El factor clave que explica este movimiento del dólar ha sido la confrontación entre los discursos monetarios de la Reserva Federal y del BCE. Mientras que la Reserva Federal nos deja una expansión adicional en su balance de 600.000 millones de dólares en su cartera de activos (vía deuda pública de EEUU), el segundo se está desmarcando con la necesidad de acelerar el esquema de «estrategia de salida», abogando por un menor protagonismo de programas extraordinarios *(full allotment,* esquema de colaterales) en la gestión de liquidez que está haciendo el sistema bancario.

La divergencia entre los discursos y la acción en materia de política monetaria de la Reserva Federal y del BCE son las claves en los movimientos de los activos financieros

Esta divergencia entre ambos bancos centrales es explicativa también del movimiento observado de las curvas de tipos de interés, donde la curva monetaria euro se ha tensionado y se ha producido cierto acercamiento en TIR 10 años de la curva euro. Si bien las divergencias en la evolución de las curvas de tipos en euro y dólar reflejan esta confrontación de expectativas monetarias, también hay que destacar el balance positivo en términos de indicadores de actividad que sigue

Índices Afi fondos de inversión



Fuente: elaboración propia.

acumulando el área euro (destacando Alemania) frente a EEUU.

En este sentido, los últimos datos conocidos han arrojado nuevas evidencias de consolidación de la recuperación económica en Alemania. Confianza empresarial, producción industrial y mercado laboral avalan un escenario de consolidación de la economía alemana que ha llevado recientemente al Gobierno a revisar sus previsiones de crecimiento (3,4% en 2010 y 1,8% en 2011). El mercado laboral ya ha recuperado todo el empleo destruido con la crisis, con una tasa de paro que se ha establecido en el 7,5%, en mínimos desde 1992.

La situación de Alemania contrasta con la debilidad del resto de economías del área euro, en las que el todavía débil crecimiento no ha tenido implicaciones positivas sobre el empleo. En este caso, las señales de pérdida de pulso están siendo evidentes. La recaída del empleo y del mercado inmobiliario son factores que han llevado a la Reserva Federal a realizar una segunda ronda de *quantitative eaasing.* El Banco de Japón (BoJ) ha sido el primer banco central en anunciar la ampliación del estímulo monetario.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta a una situación complicada. La fortaleza de la economía alemana contrasta con la debilidad del resto de economías de la zona y de bloques de referencia, una situación que la autoridad monetaria deberá gestionar de forma adecuada por las implicaciones que tendría sobre las variables financieras (tipos de interés y de cambio), y su potencial impacto sobre la actividad real, de un endurecimiento prematuro del discurso en clave de política monetaria que dejase entrever intenciones de subidas de tipos o de retirada de facilidades de liquidez.

Evolución índices Afi fondos de inversión

Con este entorno, el mes de octubre para los mercados financieros se ha saldado con un balance positivo, destacando la renta variable, especialmente en la eurozona. En este contexto, han resultado decisivos los movimientos producidos en el balance de la Reserva Federal (que ya ha venido descontando el mercado semanas atrás), que han resultado determinantes por dos factores: expansión de balance para dotar de liquidez al sistema y formación de precios, dado el giro producido orientado a la compra de deuda del Tesoro de aquel país, factor éste que afecta a la decisión de invertir entre las diferentes alternativas de inversión.

Por el contrario, el fuerte castigo a las curvas de deuda periféricas del área euro, sobre todo en Irlanda, Grecia y Portugal, ha propiciado un mal mes para los fondos de renta fija europea. El repunte en las curvas de tipos en estas y otras economías, como la japonesa, han llevado a abandonar los mínimos anuales en TIR y corregir parte

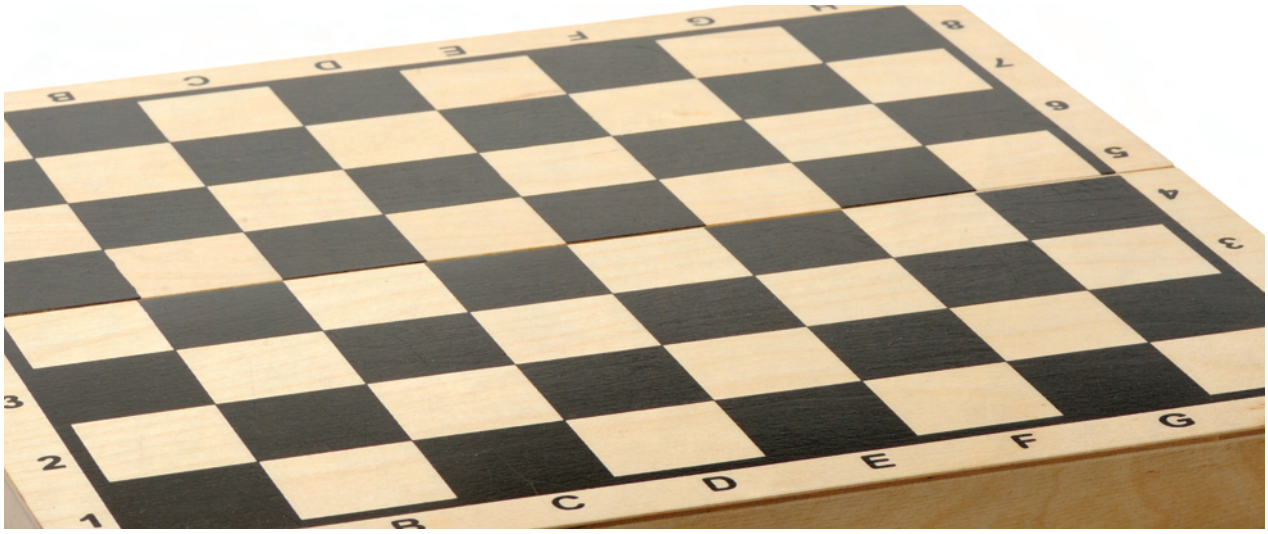


Imagen propiedad de Thinkstock.

de las jugosas rentabilidades acumuladas en el año, amplificando la caída cuanto más riesgo de duración asuma.

Octubre también se ha caracterizado por el mal comportamiento de las inversiones denominadas en dólares. La fuerte depreciación anteriormente mencionada de la divisa estadounidense frente a la mayoría de sus principales cruces viene justificada por un fondo macro que sigue mostrando señales de deterioro, además del efecto dilución que sobre la divisa tiene una expansión del balance de la Reserva Federal. El peor comportamiento del mes se ha dado entre los fondos monetarios, renta fija a corto plazo y renta fija a largo plazo denominados en esta moneda.

Haciendo balance de lo que llevamos de año 2010, la renta fija y la renta variable emergente lideran el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Por su parte, la tendencia depreciadora del dólar trae como consecuencia que las inversiones denominadas en dólares cedan terreno en el YTD. Al buen comportamiento de aquellas Bolsas, secundado por la fortaleza de sus economías, les siguen otros activos de riesgo que se benefician de la mejoría de la prima de riesgo descontada por el mercado y disminución de la aversión, como son los bonos convertibles y la renta fija de alto riesgo -*high yield*-. En terreno negativo continua todavía la renta variable europea, con un alto componente de Bolsa española por composición de las carteras y número de fondos, que continua en números rojos.

Asset allocation recomendado

Con este escenario de fondo, nuestras recomendaciones estratégicas en la asignación de activos, se compone de la siguiente forma:

- Renta variable. Subimos 10 pp el peso de RV con respecto a octubre hasta el 30% de la cartera recomendada, neutral frente a *benchmark*. El nuevo programa de compra de activos de la Reserva Federal (ampliación de su balance en 600.000 millones de dólares) y el impacto que esperamos sobre el precio relativo de los activos financieros es el principal punto de apoyo para este rebalanceo de la cartera hacia activos de riesgo. La asignación de primas de riesgo en función del ciclo continuará distorsionada por la presencia de los bancos centrales en mercados secundarios y podría mantener la presión alcista sobre las cotizaciones bursátiles. En este entorno, esperamos un mejor comportamiento relativo del bloque emergente, área que sobreponderamos para Asia y Latinoamérica.

La renta fija y la renta variable emergente han resultado ser los activos con mejor comportamiento relativo en 2010

- Renta fija. 48% de la cartera. Deuda pública: reducimos la exposición a deuda pública euro corto plazo y nos mantenemos fuera del largo plazo euro y deuda pública dólar. En RF emergente continuamos con el 12% de la cartera. Renta fija privada: rebalanceo hacia niveles de riesgo superior. El *yield* en los segmentos *investment grade* (IG) está muy comprimido, apenas aporta *spread* frente a la alternativa de la deuda pública. Llevamos dos pp desde IG (20% de la cartera) a *high yield* (subimos hasta el 12%).
- Divisas. Sin exposición a dólar y libra esterlina. Las políticas monetarias «de expansión de balance» de la Reserva Federal, sin descartar medidas de este corte para el Banco de Inglaterra, tienen implicaciones depreciadoras para el tipo de cambio que soporta esa política monetaria. Esperamos un euro apreciándose frente a dólar y libra.
- Gestión alternativa. Concentramos el 18% de exposición en la gestión alternativa con mayor presupuesto de riesgo. Sin exposición al retorno absoluto conservador.
- Liquidez. Reducimos cuatro puntos, hasta el 4% ::