Nuevos pasos, bienvenidos y ¿suficientes?

Noviembre ha transcurrido en medio de un entorno internacional de máxima desconfianza en los mercados financieros, particularmente en los del área euro, donde la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos ha ido ganando enteros. No obstante, el mes se salda con avances positivos desde la esfera institucional, que restan carga sistémica a las cotizaciones de los principales activos, aunque aún es necesario minimizar los riesgos de entrar en una espiral cíclica recesiva o de crecimiento muy reducido para ver un cambio sustancial en el fondo de mercado.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

Hemera/Thinkstock.

Contexto económico

Noviembre se salda con un comportamiento negativo de los activos de riesgo a pesar de que, a finales de mes, los avances en torno a la crisis soberana han provocado cierta recuperación en los mercados. Así, las Bolsas desarrolladas registran pérdidas mensuales de en torno al 2% (Eurostoxx 50 -2,3%; S&P 500 -2,2%), mientras que las emergentes registran un peor comportamiento relativo. En términos de curvas de tipos de interés, el fuerte tensionamiento a todos los plazos en Italia y España ha venido acompañado del repunte en otros emisores soberanos con una calificación crediticia de AAA, que, hasta el momento, no habían sufrido (Francia, Austria, Holanda). La recuperación de los activos de riesgo a finales del mes, y que ha tenido continuidad durante los primeros días de diciembre, encuentra explicación en la acción coordinada de los bancos centrales para suministrar liquidez al sistema bancario y a la mayor predisposición mostrada por la autoridades europeas a la hora de tomar medidas contundentes para hacer frente a la crisis soberana.

En efecto, en primer lugar, cabe destacar el refuerzo de los bancos centrales a la liquidez del sistema bancario. Así, las principales autoridades monetarias del bloque avanzado (BCE, Fed, BoE, SNB, BoJ y BoC) han anunciado

acciones coordinadas para mejorar el suministro de liquidez al sistema bancario con el objetivo de aliviar las tensiones en los mercados de financiación y mitigar sus efectos sobre la economía.

La acción de los bancos centrales responde a las tensiones que se han observado en las últimas semanas para obtener financiación en dólares, como han puesto de manifiesto los nuevos máximos en el coste de financiación en esta divisa que recogen los *basis swap* euro/dólar. Estas tensiones también se reflejan en el mercado interbancario del euro, donde se impone la gestión de la liquidez a corto plazo, manifestada en (i) el contraste entre los máximos registrados en la subasta de liquidez semanal del BCE (265.500 millones de euros), con la reducida apelación de la subasta a tres meses de ayer (38.000 millones de euros), y (ii) las dificultades del BCE para «esterilizar» las compras de deuda pública que están teniendo lugar bajo el SMP (el BCE captó 194.196 millones de euros en la subasta de depósitos, frente a los 203.500 millones acumulados en compras de deuda pública).

Los principales bancos centrales anuncian acciones coordinadas para mejorar el suministro de liquidez al sistema bancario

En segundo lugar, la cercanía de un escenario de mayor compromiso con la gestión de la crisis desde la esfera institucional ha contribuido a impulsar la recuperación de los mercados. En este sentido, sin duda, lo que más ha sorprendido al mercado y lo que, en nuestra opinión, puede contribuir en mayor medida a romper la circularidad instalada entre riesgo soberano y financiero es la decisión del BCE de limitar al máximo las tensiones de financiación para el sector bancario, al garantizar el suministro ilimitado de liquidez, al menos, hasta 2015 y flexibilizar las condiciones de colateral elegible para préstamos bancarios, un elemento clave para entidades/sistemas con restricciones serias de colateral disponible. Por otra parte, el pacto fiscal acordado en el último Consejo Europeo no hace sino intensificar los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento del área euro.

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

	Rentabilidades a 2011	
	Noviembre	YTD
Monetarios dólar	5,3	-0,2
RF LP dólar	5,1	4,3
RF CP dólar	4,4	0,8
RF internacional	0,7	1,1
RF emergentes	0,5	0,2
Materias primas	0,1	-7,5
Monetarios euro	-0,1	0,8
FI inmobiliaria	-0,4	-3,4
Ret. absoluto conservador	-0,5	-1,2
Gestión alternativa	-0,6	-3,3
RF corto euro	-1,0	0,0
RV Japón	-1,2	-13,8
RF mixta internacional	-1,8	-4,2
RF High Yields	-1,8	-3,2
Garantizado RF	-1,9	0,2
RV EEUU	-1,9	-6,1
RV sectores crecimiento	-2,3	-9,4
Garantizado a vencimiento	-2,4	-2,9
RF mixta euro	-2,4	-4,0
RV emergentes MENA	-2,7	-22,9
RV mixta internacional	-2,8	-8,4
Gestión global	-2,9	-7,2
Garantizado parcial	-3,0	-5,1
RF largo euro	-3,2	-2,4
FIL	-3,2	-7,3
RF convertibles	-3,4	-9,4
RV global	-3,6	-9,0
RV mixta euro	-3,9	-9,2
RV Asia y Oceanía	-4,2	-20,7
RV emergentes global	-4,2	-21,4
RV sectores defensivos	-4,5	-15,8
RV emergentes Europa del Este	-4,6	-25,4
RV Europa	-5,8	-15,9
RV emergentes Latinoamérica	-6,2	-23,2
RV euro	-6,9	-17,1
RV España	-7,9	-13,3

Fuente: elaboración propia.

Reacción de los mercados

Con tal panorama institucional como telón de fondo, y tras el rebote de liquidez observado en el mes de octubre, la tendencia bajista ha regresado en noviembre a los principales mercados bursátiles, si bien, a finales del

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

		Ratios valoración				Ccto BPA (%)			*Market cap* (mill. €)
	Peso actual (%)	PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	23	8,6	2,7	11,3	32,0	-4,2	-2,3	4,1	63.805
Repsol	11	12,5	1,1	5,1	8,7	9,0	21,6	12,5	27.341
Iberdrola	11	9,8	0,9	6,7	9,1	2,0	5,0	3,8	29.160
Santander	10	6,5	0,6	10,7	9,9	-7,4	5,3	9,2	47.968
Indra	10	8,9	1,6	6,5	18,1	-11,5	1,3	4,2	1.714
Técnicas Reunidas	10	11,0	3,8	5,0	34,6	34,4	2,4	2,8	1.503
ACS	9	8,5	1,6	8,5	18,5	-5,0	8,1	8,6	7.560
Arcelor Mittal	6	9,0	0,5	3,9	5,2	9,0	16,6	35,7	22.781
Ferrovial	5	37,1	1,3	4,6	3,5	15,2	-50,1	88,2	6.736
CAF	5	9,8	2,0	2,8	20,9	8,0	8,2	9,1	1.361
Cartera recomendada	10,7	1,8	7,5	18,8	3,0	2,9	12,1		
Ibex-35		9,6	1,0	6,8	10,5	-4,8	5,8	11,8	

Fuente: *elaboración propia a partir de Bloomberg.*

mes, los avances en torno a la crisis soberana han provocado cierta recuperación en los mercados. En lo que va de año, los índices de economías desarrolladas rondan ya el 15% de pérdida. El retroceso bursátil en Europa ha vuelto a tener a los bancos como principales protagonistas, aunque también se observan fuertes correcciones en los sectores cíclicos. De nuevo, son los sectores defensivos los que registran un mejor comportamiento relativo.

Asset allocation recomendado

Renta variable (30%). Reducimos la sobreponderación en Bolsa hasta igualar su peso en cartera al del *benchmark* (30%). El debilitamiento del ciclo económico, especialmente en Europa, se erige como potencial lastre para la evolución bursátil de los índices de renta variable. Las previsiones de contracción del PIB en el área euro para los dos próximos trimestres (-0,3% T en el cuarto trimestre de 2011 y -0,1% T en el primero de 2012) favorecen la adopción de un posicionamiento en renta variable poco apalancado a ciclo ante un escenario claramente correctivo. Esperamos un Ibex tocando suelo en el primer trimestre de 2012, que podría llegar a situarse en los 6.500 puntos.

Mantenemos la sobreponderación en EEUU y Japón (10 y 8% de la cartera, respectivamente) y reducimos ligeramente el peso de los índices emergentes (Asia: -1pp, Latinoamérica: -1pp). La mejor situación cíclica de EEUU y Japón y la potencial depreciación del euro, unido a la indefinición política respecto a la crisis soberana, son los principales justificantes.

Los sectores favoritos siguen siendo los de menor beta, por lo que reducimos el peso de ciclo, y financieros en un contexto de posibles cesiones bursátiles. La circularidad negativa entre riesgo soberano y financiero, en un entorno en el que las señales de estrés en los mercados de deuda soberana son máximas, unido al deterioro en el ciclo económico previsto para próximos trimestres, avalan esta táctica defensiva.

Gestión alternativa (12%). Mantenemos tanto el peso en gestión alternativa como su orientación VaR en presupuesto. Continuamos sin exposición a gestión alternativa en la cartera agresiva, mientras que, en los otros tres perfiles, lo hacemos a través de Amundi Funds Vol y AC VaR 3%.

Renta fija (33%). En relación con la deuda pública (6%), el deterioro de las cotizaciones de la periférica llevan a las referencias de Italia y España a cotizar con niveles de volatilidad equiparables a las de activos *high yield*. En consecuencia, reducimos peso en este asset class y, en particular, en las referencias de estos emisores con mayor riesgo duración. Para reducir volatilidad, incrementamos el peso de deuda AAA.

En cuanto a la renta fija privada (27%), el deterioro en el ciclo económico al que apuntan los indicadores adelantados de sentimiento y las fuertes necesidades de financiación del *high yield*, nos hacen revisar ligeramente a la baja nuestra recomendación sobre compañías *high yield*. Aun así, seguimos por encima de *benchmark*.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-oct-11	31-dic-10	BMK	Afi vs BMK
RV EUR	8	10	17	-9
RV EEUU	10	8	6	4
RV emergentes Asia	3	3	1	2
RV emergentes Latinoamérica	1	5	1	0
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	2	4	4
Renta variable	**30**	**28**	**30**	**0**
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	0	6	33	-33
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	6	10	0	6
RF convertibles	4	2	0	4
RF IG CP	11	15	8	3
RF IG LP	4	0	0	4
RF *high yield*	8	12	2	6
Renta fija	**33**	**45**	**58**	**-25**
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	12	18	0	12
Gestión alternativa	**12**	**18**	**7**	**5**
Monetarios dólar	9	3	0	9
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	16	6	5	11
Mercado monetario	**25**	**9**	**5**	**20**

Fuente: elaboración propia.

Planteamos un escenario correctivo para el euro impulsado por el incremento de las primas de riesgo tanto en renta variable como deuda pública

Mantenemos una visión positiva en *corporates* IG. En lo que respecta a financieros, mejor deuda *secured* que *unsecured*, al mismo tiempo que nos mantenemos totalmente al margen de deuda subordinada.

Monetario (25%). Fuerte incremento de la exposición a dólar, apoyado en un escenario correctivo para el euro impulsado por el incremento de las primas de riesgo tanto en renta variable como en deuda pública (cada vez más extendido también a emisores AAA, aunque con niveles de volatilidad mucho más bajos que los observados en la periferia) y la consecuente salida de flujos hacia divisas con mejores fundamentos y menor riesgo institucional, fundamentalmente el dólar. Este escenario nos lleva a incrementar nuestra sobreponderación en el tramo monetario del dólar en 6pp, hasta el 9%, frente al 0% del *benchmark*.

El otro vértice sobre el que descansa la recomendación en monetarios es la liquidez (principal *asset class* en nuestra cartera recomendada con un peso del 16% sobre el total). El planteamiento defensivo propuesto para diciembre queda también patente en esta recomendación, ya que, con ella, buscamos minimizar los riesgos que actualmente están presentes en otros activos financieros euro: político, de mercado, cíclico y de liquidez ::