Turno para la política fiscal

La agenda institucional vuelve a situarse en el punto de mira focalizando su atención en dos puntos clave: el compromiso de unión fiscal y el refuerzo de los mecanismos de estabilidad, ante los que Alemania se ha mostrado más contundente posicionándose a favor de una mayor celeridad en la entrada de capital en el ESM. En el frente de mercados, también asistimos a señales de estabilización en el ámbito soberano y financiero, con un BCE que mantiene su disposición a actuar para garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y limitar el impacto de la restricción crediticia sobre el crecimiento del conjunto del área euro, sobre la que siguen latentes riesgos a la baja de cara a 2012.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

[iStockphoto/Thinkstock.

Zoonar/Thinkstock.

Contexto económico

La agenda institucional recobra protagonismo. El encuentro del día 9 de enero entre Merkel y Sarkozy y el Consejo europeo del día 30 se saldan con un mensaje de compromiso con la unión fiscal, cuyas bases legales deberán aprobarse antes del 1 de marzo (acuerdo intergubernamental).

El refuerzo de los mecanismos de estabilidad ha sido otro de los puntos tratados en la reunión a dos bandas. Merkel se ha mostrado favorable a acelerar la entrada de capital en el ESM, lo que estaría encaminado a cumplir con un doble objetivo: (i) «proteger» la calidad crediticia del ESM (que entra en vigor en julio) ante la probable pérdida de la triple A por parte de algún soberano del euro en el primer trimestre y (ii) estimular la entrada de agentes no europeos en las herramientas de estabilidad, reticentes hasta ahora a participar en la estabilización financiera del euro sin un compromiso más contundente por parte de Alemania.

Mientras tanto, en el frente de mercados, asistimos a señales de estabilización en el ámbito soberano y financiero, con un BCE que mantiene su disposición a actuar para garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y limitar el impacto de la restricción crediticia sobre el crecimiento del conjunto del área euro. Éste ha sido, de hecho, el eje central del mensaje

del último Consejo de Gobierno, tras un balance de la situación económica en la que Draghi ha dado cuenta de las divergencias entre los Estados miembros (tanto en términos de posición cíclica como de deterioro de sus condiciones de financiación) y ha calificado de «estabilización en niveles reducidos» el estado actual del fondo macro.

Las alusiones reiteradas a los riesgos a la baja *(high uncertainty and substantial downside risks)* -que siguen existiendo para las perspectivas de crecimiento del área euro en este ejercicio (previsión Afi: 0%)-, el reconocimiento explícito de la delicada situación por la que atraviesan algunas economías (periféricas) y el hecho de que haya condicionado las decisiones en materia de tipos de interés (bajadas adicionales) al momento económico dejan la puerta abierta a nuevos recortes en el *repo*.

Las alusiones reiteradas a los riesgos a la baja que siguen existiendo para las perspectivas de crecimiento del área euro dejan la puerta abierta a nuevos recortes en el *repo*

El mercado todavía no tiene puesto en precio una bajada efectiva del tipo de intervención: la relajación en la curva de OIS desde principios de diciembre ha respondido, fundamentalmente, al refuerzo de la operativa de liquidez y ha justificado la corrección de casi 15 pb en la curva Euribor desde entonces. Si se confirma el escenario recesivo que estamos contemplando para las principales economías periféricas con motivo de la intensificación del ajuste fiscal y no se restaura, aunque sea de forma incipiente, el canal de transmisión interbancaria, el BCE podría optar en primavera por nuevos recortes del *repo*. Hasta entonces, tres termómetros de seguimiento (mencionados por el propio Draghi): (i) dimensión de la reapertura del mercado *unsecured* para emisores bancarios, (ii) evolución del crédito bancario en economías clave y (iii) disfunciones en los niveles de apelación a las facilidades de crédito y depósito del BCE.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a 2012	
	YTD	2011
RV emergentes Europa del Este	16,9	8,1
RV emergentes Latinoamérica	14,7	0,6
RV emergentes global	12,2	4,0
RV Asia y Oceanía	12,1	2,9
RV emergentes MENA	9,5	-4,9
RV Europa	8,3	4,0
RV Euro	8,1	1,1
RV sectores crecimiento	7,9	-0,6
RV sectores defensivos	7,9	3,0
RV global	7,2	3,0
RV EEUU	7,0	0,0
RF convertibles	5,6	-10,9
Materias primas	5,1	-4,6
RF *high yields*	4,7	-2,2
RV Japón	4,7	-18,8
RV mixta internacional	4,7	-5,2
RV España	3,9	-11,9
RF emergentes	3,8	-2,2
RV mixta euro	3,8	-18,9
Gestión global	3,5	-2,1
RF largo euro	2,8	1,3
FIL	2,5	-6,4
RF mixta internacional	2,4	-9,3
RF mixta euro	2,2	-5,0
Garantizado RF	1,7	-2,0
RF internacional	1,6	-12,3
Garantizado a vencimiento	1,6	-19,2
Gestión alternativa	1,3	-8,2
RF corto euro	1,2	-0,7
Ret. absoluto conservador	0,8	1,2
Garantizado parcial	0,5	-13,9
Monetarios euro	0,3	-6,0
FI inmobiliaria	-0,4	-20,8
RF CP dólar	-0,6	-4,7
RF LP dólar	-0,7	-8,5
Monetarios dólar	-1,5	-26,8

Fuente: elaboración propia.

Reacción de los mercados

En renta variable, se observan avances generalizados en las Bolsas mundiales. Los índices españoles (IGBM, Ibex-35), sin embargo, se sitúan entre las excepciones del inicio de ejercicio alcista. En contraposición, el bloque emergente lidera el primer rebote de 2012: Argentina, Turquía, Hungría, India y Brasil avanzan más de un 10% en el mes.

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

		Ratios valoración				Ccto BPA (%)			
	Peso actual (%)	PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	*Market cap* (mill. €)
Telefónica	19	8,5	2,6	12,0	31,1	-7,9	-0,6	4,3	60.245
Repsol	11	12,0	1,1	5,3	8,8	8,3	21,5	12,1	26.731
Abertis	11	14,0	2,7	8,5	19,4	5,4	9,6	6,1	9.890
Santander	10	7,1	0,7	9,8	9,8	-6,8	2,0	8,6	54.434
Indra	10	9,2	1,6	6,4	17,5	-12,6	0,0	5,2	1.738
Técnicas Reunidas	10	11,3	3,9	4,8	34,3	32,8	3,2	4,5	1.565
Inditex	10	8,4	1,5	9,0	17,8	-9,5	15,3	0,3	7.200
ACS	9	10,5	0,5	3,5	5,2	7,5	9,1	42,2	26.782
Grifols	5	24,0	1,3	4,6	5,3	79,7	-50,4	25,6	6.646
CAF	5	9,7	2,0	2,7	20,7	7,8	12,4	8,0	1.363
Cartera recomendada	10,7	1,9	7,5	18,7	5,4	4,3	10,2		
Ibex-35		10,5	1,1	6,5	10,0	-11,2	5,8	12,6	

Fuente: *elaboración propia a partir de Bloomberg.*

En términos sectoriales, tan sólo tres tres de ellos cierran el mes de febrero en negativo (telecomuniaciones, alimentación y *utilities),* destacando, en el lado opuesto, las ganancias superiores al 10% de autos, seguros, recursos natuales y viajes y ocio.

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 lastre potencial para la evolución bursátil de los índices de renta variable. Así pues, 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. En este contexto, esperamos un Ibex tocando suelo en el primer trimestre de 2012, que podría llegar a situarse en los 6.500 puntos.

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

El debilitamiento del ciclo económico, especialmente en Europa, se erige como lastre potencial para la evolución bursátil de los índices de renta variable

Los sectores favoritos siguen siendo los de menor beta, lo que nos lleva a reducir 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. La exposición a este *asset class* cobra especial protagonismo en los perfiles más defensivos que busquen reducir su correlación con los mercados financieros.

Renta fija (33%): en relación con la deuda pública (6%), el deterioro de las cotizaciones de deuda pública periférica llevan a las referencias de ITA y ESP a cotizar con niveles de volatilidad equiparables a las de activos *high yield.* En consecuencia, reducimos peso en esta categoría y, en particular, en las referencias de estos emisores con mayor riesgo duración; para reducir volatilidad, incrementamos el peso de deuda AAA.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-dic-11	29-feb-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	6	7	17	-10
RV EEUU	8	6	6	0
RV emergente Asia	1	1	1	0
RV emergente Latinoamérica	0	0	1	-1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	6	4	2
Renta variable	**21**	**20**	**30**	**-10**
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	14	14	0	14
Gestión alternativa	**14**	**14**	**7**	**7**
RF convertibles	4	6	0	6
RF *high yield*	8	8	2	6
RF emergente	6	6	0	6
RF IG CP	8	6	8	-2
RF IG LP	3	5	0	5
RF largo euro	2	4	15	-11
RF corto euro	10	8	33	-25
RF dólar	0	0	0	0
Renta fija	**41**	**43**	**58**	**-15**
Monetarios dólar	10	10	0	10
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	14	13	5	8
Mercado monetario	**24**	**23**	**5**	**18**

Fuente: elaboración propia.

En 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 HY. Aun así, seguimos por encima de *benchmark.*

Mantenemos una visión positiva en corporates IG. En lo que respecta a financieros, apostamos por deuda *secured* frente a *unsecured* y seguimos totalmente al margen de deuda subordinada.

Monetario (25%): incrementamos fuertemente la exposición a dólar ante un escenario correctivo para el euro, impulsado por el repunte de las primas de riesgo tanto en renta variable como 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. Con ella, buscamos minimizar los riesgos que actualmente están presentes en otros activos financieros euro: político, de mercado, cíclico y de liquidez ::