Castigo en mercados: menos liquidez y dudas sobre la recuperación económica

Bernanke establece un calendario para la retirada del *quantitative easing*, que empezaría en la parte final de 2013 y acabaría a mediados de 2014. La condición principal es que la tasa de paro se sitúe en el 7% en 2014 (hoy, en el 7,6%). La reacción del mercado a la estrategia de retirada de la Fed ha sido contundente: corrección de activos cíclicos, repunte intenso de curvas "refugio" y apreciación del dólar.

Cristina Colomo

La Fed avanza en el desmantelamiento de los estímulos monetarios. La mejora de las condiciones económicas y del mercado de trabajo y la reducción de los riesgos a corto plazo sobre el ciclo económico se erigen como principales justificantes. La estrategia de retirada planteada por la propia Fed pasa por: (i) reducir el volumen de compra de activos en el último trimestre de 2013, (ii) acelerar dicha reducción a partir de 1T14 y (iii) finalizar el programa de compras a mediados de 2014 si la tasa de paro cae hasta niveles del 7%.

[iStockphoto]/Thinkstock.

Reacción de mercado

El mensaje más explícito de la Fed sobre su estrategia de salida y la definición de un calendario de actuación se han traducido en correcciones abultadas de los principales activos financieros. En el último mes, la renta variable desarrollada acumula pérdidas que oscilan entre el 2% (Renta Variable EEUU) y el -12% (el caso de Italia). Ha destacado especialmente el peor comportamiento relativo de los mercados emergentes frente a los desarrollados, tanto en renta fija como en renta variable y divisas. El entorno de menor liquidez que descuentan los mercados tras el anuncio de la Fed, el cierre de posiciones de *carry trade* y las dudas sobre el crecimiento global han sido los principales detonantes.

A corto plazo, las probabilidades de asistir a un escenario de volatilidad creciente y repunte de los tipos de la deuda son elevadas. Asimismo, es probable que el incremento de rentabilidades refugio se traslade, al menos, en la misma magnitud a las periféricas y, en concreto, a la curva española.

Ciclo económico

Una vez amortiguado el impacto inicial del nuevo entorno de liquidez planteado por la Fed (con ganancias en precio de los principales activos financieros aunque insuficientes para devolverlos a niveles pre-Bernanke) y concluido el Consejo Europeo (por lo que no se esperan novedades de calado hasta después de verano), la agenda de indicadores vuelve a un primer plano.

El reloj Afi de ciclo mundial para junio confirma hasta qué punto las divergencias en las expectativas de recuperación para el segundo semestre han empezado a ganar dimensión. Mientras que los PMI / ISM de manufacturas de EEUU, Reino Unido y Japón se consolidan en zona de expansión (por encima de 50 puntos), los de las principales economías emergentes, con China a la cabeza, se mantienen en fase de desaceleración. El traslado a los indicadores "termómetro" de ciclo está siendo relevante: mal comportamiento de las exportaciones de Corea del Sur en junio y corrección de los índices bursátiles más sensibles la coyuntura asiática.

La sorpresa positiva, tanto por el signo como por la tendencia de los últimos meses, la encontramos en las economías periféricas y, en particular, en España e Italia (peor comportamiento relativo de Portugal), en fase de recuperación desde los mínimos de finales de 2012.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	junio	2013
Monetarios Internacional	0,0	-3,3
Monetarios Euro	0,0	0,3
Monetarios USD	-0,3	1,2
Garantizado rendimiento fijo	-0,5	2,6
RV Japón	-0,5	16,9
RF Corto Euro	-0,5	1,1
Retorno Absoluto Conservador	-0,7	0,0
Garantizado rendimiento variable	-1,2	1,5
Gestión Alternativa	-1,2	0,2
RF Largo Euro	-1,7	0,2
RF Mixta Euro	-1,7	1,1
RF Mixta Internacional	-1,9	0,7
RV EEUU	-2,1	14,4
Fondos de Inversión Libre	-2,1	1,0
RF Largo Plazo USD	-2,3	-1,5
RF Convertibles	-2,3	3,5
RF Internacional	-2,4	-2,4
Gestión Global	-2,6	0,8
Garantizado parcial	-2,7	-0,5
RF High Yields	-2,9	0,9
RV Mixta Internacional	-2,9	3,1
RV Mixta Euro	-3,1	1,7
RV Sectores Crecimiento	-3,6	9,8
RV Internacional	-3,8	6,4
RV Europa	-4,2	5,6
Materias primas	-4,3	-12,2
RV Sectores Defensivos	-4,3	2,3
RV España	-4,5	0,9
RV Euro	-4,6	3,5
RF Emergentes	-4,8	-6,0
RF Emergentes Corporate	-4,9	-5,0
RV Emergentes MENA	-7,1	-2,2
RV Emergentes Europa del Este	-7,7	-8,4
RV Emergentes Asia y Oceanía	-7,8	-4,4
RV Emergentes Global	-8,7	-9,4
RV Emergentes Latinoamérica	-10,7	-14,2
RV Materias Primas	-13,9	-29,5

Fuente: *Afi*.

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

	Peso actual (%)	Ratios valoración				Ccto BPA (%)				*Market cap* (millEUR)
		PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	2014	
Gas Natural	11	10,8	1,1	5,9	10,1	3,0	7,6	-2,8	4,9	15.311
OHL	11	9,1	1,1	3,0	12,7	14,3	16,3	16,7	8,6	2.547
Técnicas Reunidas	11	14,1	4,3	4,1	28,2	29,6	1,2	7,0	10,0	1.986
Inditex	10	23,6	6,5	2,8	27,0	11,5	22,3	9,9	12,2	57.795
Viscofan	10	16,1	3,3	3,2	19,6	20,6	6,8	5,1	9,7	1.735
Santander	10	14,3	0,7	12,1	7,3	-29,0	-65,6	122,7	20,4	53.594
DIA	10	18,9	18,5	2,7	71,2	31,4	21,7	17,9	13,6	3.905
Telefónica	10	9,1	2,0	7,7	20,4	-14,4	-25,3	-0,5	3,2	44.600
Ebro Foods	8	14,4	1,3	4,0	9,1	-12,2	5,2	-1,2	8,6	2.296
ACS	9	8,9	2,2	5,7	22,3	-0,7	-23,4	-3,3	9,4	6.334
Cartera recomendada		**13,9**	**4,1**	**5,1**	**22,9**	**6,1**	**-2,9**	**17,4**	**10,0**	
IBEX 35		**14,6**	**1,3**	**3,6**	**9,0**	**-20,6**	**-5,6**	**23,5**	**15,3**	

Fuente: *Afi a partir de Bloomberg*.

El PMI de manufacturas de España se sitúa en cotas de 50 puntos (compatible con la estabilización de la actividad en la industria) por primera vez desde abril de 2011. La mejora observada también en Italia genera la mayor reducción del diferencial de expectativas de crecimiento entre la periferia y el núcleo de los últimos tres años. La distancia con Alemania es un buen indicador del menor ritmo contractivo que están registrando España e Italia durante el segundo trimestre.

Asset Allocation recomendado

En la gestión de carteras de julio, apostamos por liquidez, dólares y "alternativas". En este contexto, reducimos posiciones en renta variable hasta infraponderar (27%), especialmente en Asia emergente. En renta fija reducimos y desplazamos peso desde high yield y emergente hacia renta fija corto EUR (fondos con exposición a deuda española), aprovechando la recuperación de rentabilidad de las referencias españolas. Los 15 puntos que se liberan de renta variable y renta fija se distribuyen entre segmentos que aporten descorrelación y protección a entornos de volatilidad al alza. Gestión alternativa (+2pp), dólar (+5pp) y liquidez (+8pp) son los destinos ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-jun-13	31-may-13	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	18	20	17	1
RV EEUU	5	5	6	-1
RV Emer. Asia	1	5	1	0
RV Emerg. Latam	1	2	1	0
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	2	4	4	-2
Renta variable	**27**	**36**	**30**	**-3**
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	10	8	0	10
Gestión alternativa	**10**	**8**	**7**	**3**
RF Convertibles	10	10	0	10
RF High Yield	5	7	2	3
RF Emergente	5	9	0	5
RF IG CP	4	4	8	-4
RF IG LP	3	3	0	3
RF Largo EUR	5	8	15	-10
RF Corto EUR	3	0	33	-30
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	**35**	**41**	**58**	**-23**
Monetarios USD	15	10	0	15
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	13	5	5	8
Mdo. Monetario	**28**	**15**	**5**	**23**

Fuente: *Afi*.