

Perspectivas y Recomendaciones Julio 2013

Un repaso al primer semestre

Primer semestre complicado en los mercados internacionales. Aunque la bolsa mundial (MSCI World) avanzaba un 8,6% en el periodo en euros –un 10,3% en moneda local– la mayoría de activos financieros perdían terreno. La fortaleza del mercado americano (+14,1% en euros) explica casi toda la subida, aunque también hay que destacar la buena evolución de la bolsa japonesa (+17,1% en euros).

En el lado negativo hay que situar a los activos de mercados emergentes, tanto acciones como bonos, y a las materias primas, con pérdidas generalizadas próximas o superiores al 10%. Europa evolucionaba sin grandes alardes, cerrando semestre con una ganancia del 1,4%. Destacaban negativamente, sin embargo, Italia (-9,8%) y España (-6,6%).

Hemos asistido a dos mercados muy distintos en estos seis meses. Uno muy alcista hasta mediados de mayo (la bolsa mundial ha llegado a ofrecer una rentabilidad superior al 16% en el año) y otro de marcada corrección después, que reducía dicha ganancia a la mitad.

A nivel sectorial también se apreciaban grandes divergencias con algunos sectores mostrando revalorizaciones superiores al 17%, como farmacia o consumo cíclico, y otros sufriendo importantes pérdidas, como materias primas, próximas al 12%.

Los activos de renta fija, que en otras ocasiones han servido de soporte en los momentos de caídas bursátiles, sufrían fuertes pérdidas, destacando negativamente la deuda de países emergentes y los bonos soberanos estadounidenses.

	MES EN CURSO 31/05/2013			AÑO EN CURSO 31/12/2012		EN 2012 30/12/2011		EN 2011 31/12/2010		DESDE 31/12/2007	
	Mid Price 28-06-13	Moneda local	Euros	Moneda local	Euros	Moneda local	Euros	Moneda local	Euros	Moneda local	Euros
		28/06/2013	28/06/2013	28/06/2013	28/06/2013	31/12/2012	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2011	28/06/2013	28/06/2013
MSCI World	336,94	-2,56	-2,90	10,33	8,63	13,07	11,44	-7,56	-4,52	-8,54	1,49
MSCI World Growth	317,03	-2,72	-3,02	9,72	7,99	14,14	12,46	-6,91	-3,84	-2,31	9,06
MSCI World Value	349,09	-2,41	-2,78	10,95	9,26	11,98	10,41	-8,25	-5,25	-14,72	-5,97
MSCI Europe	1.191,39	-5,23	-5,31	3,85	1,43	11,76	13,38	-12,16	-10,93	-22,80	-23,34
Spain IBEX 35	7.762,70	-6,71	-6,71	-4,96	-4,96	-4,66	-4,66	-13,11	-13,11	-48,87	-48,87
Euro Stoxx 50	2.602,59	-6,03	-6,03	-1,26	-1,26	13,79	13,79	-17,05	-17,05	-40,85	-40,85
MSCI USA	1.532,12	-1,50	-1,80	12,50	14,10	13,52	11,78	-0,11	3,23	10,15	23,90
S&P 500	1.606,28	-1,50	-1,80	12,63	14,23	13,41	11,66	0,00	3,34	9,39	23,04
Dow Jones Industrial Average	14.909,60	-1,36	-0,90	13,78	16,29	7,26	5,61	5,53	9,06	12,40	27,40
NASDAQ Composite	3.403,25	-1,52	-1,82	12,71	14,31	15,91	14,12	-1,80	1,49	28,31	44,32
MSCI Japan	704,27	0,01	1,35	32,59	17,05	18,85	4,13	-20,52	-13,41	-25,21	-5,39
Japan Nikkei 225	13.677,32	-0,71	0,63	31,57	16,16	22,94	7,72	-17,34	-9,95	-10,65	13,02
MSCI Pacific ex Japan	1.252,12	-3,28	-6,37	1,81	-5,17	17,38	17,56	-16,35	-13,45	-20,31	-6,07
MSCI EMF (Emerging Markets Free)	43.797,75	-5,53	-7,07	-6,28	-9,62	13,94	13,38	-14,86	-17,75	-15,01	-15,09
JP Morgan EMU 3-5 Years	281,27	-1,305	-1,305	-0,30	-0,30	8,67	8,67	1,54	1,54	28,12	28,12
JP Morgan EMU	309,61	-2,00	-2,00	-0,32	-0,32	11,56	11,56	1,72	1,72	30,49	30,49
Euro/Dólar	1,3012		-0,10		1,39		-1,76		3,26		12,13
Euro/Yen	127,17		2,73		-9,99		-12,93		8,84		28,17
Euro/Libra	0,8497		0,65		-4,45		2,65		2,88		-13,50
MSCI World Energy	233,44	-3,2	-3,8	4,3	3,2	-1,8	-2,1	-1,2	1,4	-13,4	-8,8
MSCI World Materials	180,56	-7,5	-8,2	-8,7	-11,7	8,1	7,3	-20,7	-18,6	-29,1	-22,1
MSCI World Industrials	156,17	-2,9	-3,0	11,2	9,0	14,5	11,8	-10,4	-7,0	-9,0	3,5
MSCI World Utilities	100,94	-1,5	-1,7	6,3	5,3	-2,0	-3,4	-6,9	-3,7	-34,5	-28,7
MSCI World Consumer Discretionary	140,59	-0,7	-0,8	19,3	17,3	23,6	20,4	-6,8	-3,1	25,9	43,8
MSCI World Consumer Staples	165,69	-1,7	-1,9	12,2	10,7	10,0	9,0	6,3	9,5	28,1	41,4
MSCI World Healthcare	141,85	-1,4	-1,5	18,3	17,6	14,7	13,3	7,6	10,8	29,7	44,9
MSCI World Financials	81,94	-3,0	-3,6	11,9	9,2	25,1	23,7	-20,6	-18,1	-36,7	-30,0
MSCI World Information Technology	97,00	-3,5	-3,7	6,8	6,8	12,8	10,3	-3,8	-0,2	2,4	17,8
MSCI World Telecommunication Serv.	58,85	0,4	0,1	11,6	9,3	1,2	0,1	-3,8	-0,9	-17,6	-13,0

Previsiones y recomendaciones Julio 2013

El semestre que acabamos de cerrar ha sido asombroso. Una inversión en bolsa japonesa (cubierta la divisa) nos habría generado ganancias superiores al 30%. Una apuesta por la bolsa peruana o por el oro habría deparado pérdidas próximas al 30%.

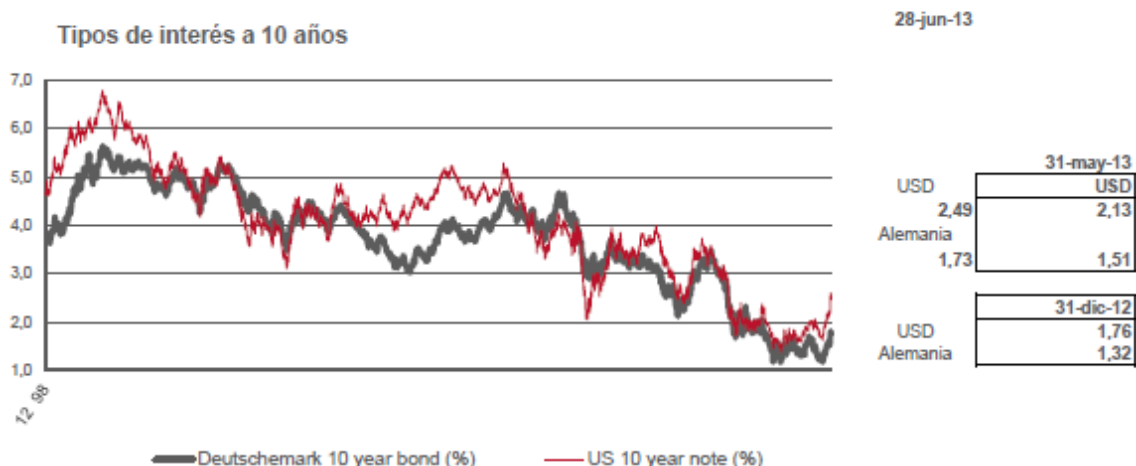
Las actuaciones y mensajes de los bancos centrales están siendo los principales protagonistas en el devenir de los mercados financieros. Hemos asistido a una espectacular expansión monetaria del Banco de Japón y estamos empezando a digerir el anuncio de lo que podría ser el principio del fin del estímulo monetario estadounidense (suena un poco confuso, pero el mensaje de Bernanke en el último Comité de la Fed también lo ha sido).

A nivel macroeconómico, Estados Unidos sigue siendo el mejor alumno de la clase dentro de unas tasas de crecimiento a las que les cuesta superar el 2%. Europa continúa en recesión aunque empiezan a publicarse datos algo más alentadores (¡también en España!). China preocupa, no solo por la evidente desaceleración económica como por las últimas medidas tendentes a enfriar el boom crediticio de los últimos años.

En general, las empresas siguen aguantando bastante bien en este entorno en el que el capital se encuentra disfrutando de márgenes altos gracias al exceso de oferta laboral y a la caída del precio de las materias primas.

Las valoraciones de la renta variable siguen siendo razonablemente atractivas. No resulta tan claro en Estados Unidos, donde apreciamos poco valor, pero sí en el resto de áreas geográficas, sobre todo en Europa y en los mercados emergentes, donde las últimas caídas han incrementado su atractivo relativo.

En renta fija es donde menos oportunidades de inversión encontramos, a pesar del ajuste sufrido en muchos de los activos. La renta fija ha encadenado sus dos peores meses de caídas (mayo + junio) desde el año 1996.



Este primer semestre nos ha vuelto a recordar que los mejores momentos para recoger beneficios son aquellos en los que mayor complacencia muestran los inversores (volatilidades bajas); y a la inversa, cuando el sentimiento es muy negativo suele ser un buen punto de entrada en los activos con riesgo.

Otra de las cosas que ha puesto de manifiesto estos seis últimos meses es que al igual que a veces suben de precio todos los activos financieros (no ha sido raro verlo estos últimos años de fuertes expansiones monetarias) hay momentos en los que también pueden bajar todos al unísono. En esos momentos, mantener liquidez en las carteras es el único refugio.

Empezamos semestre con un tono más constructivo. Aunque hay activos que han cedido poco (bolsas americana y japonesa fundamentalmente), el resto ha corregido mucho, perdiendo lo acumulado en el año y en algunos casos bastante más. La caída en precio de las acciones ha incrementado su atractivo en términos de valoración, aportando mayor margen de seguridad en las inversiones.

A finales de septiembre se resolverán las elecciones alemanas. No deberíamos tener grandes sobresaltos hasta entonces en Europa, aunque portugueses y griegos parezcan empeñados en retornar a las portadas de los periódicos de vez en cuando. Septiembre también parece el mes en el que los americanos pueden empezar a reducir su ritmo actual de compras de activos (QE). Con un poco de suerte acumulamos otro verano de relativa tranquilidad.

Volvemos a la neutralidad en renta variable (+5%) al situarnos en una recomendación de inversión del 50%. En renta fija no cambiamos nuestro peso actual, 30%, que nos mantiene **claramente infraponderados**. La liquidez se reduce, por tanto, un 5%, hasta niveles del 20%.

Resultados y posicionamiento de los fondos

Cerrado el primer semestre del año, apreciamos comportamiento dispar entre los fondos que componen nuestras dos gamas. La **gama beta continúa comportándose mejor que la gama beta+alfa** apoyada principalmente en su mayor exposición a la renta variable. A diferencia del año 2012, la renta fija prácticamente no ha aportado rentabilidad y en la parte final del semestre ha sufrido mucha volatilidad, que hemos sido capaces de evitar en gran medida al mantener infraponderado este activo en nuestras carteras. **Nuestra decisión de sobreponderar la liquidez ha resultado clave en ciertos momentos del semestre**, en especial en los meses de mayo y junio.

La **gama beta**, algo más conservadora a lo largo de estos meses, cerró en junio en línea con sus índices de referencia. En nuestra cartera central, Abante Selección FI, la exposición media a bolsa ha sido del 40% frente al 50% que pesa en su índice.

Los fondos de renta variable seleccionados para Abante Valor, Abante Selección y Abante Bolsa están consiguiendo aportar rentabilidad a las carteras por encima de sus respectivos *benchmarks*, compensando así nuestro nivel de infraponderación del activo.

Entre los fondos de **renta variable americana** destaca el buen comportamiento del fondo ***Heptagon Yatchman US Equity***, fondo concentrado de grandes compañías norteamericanas, que consiguió cerrar en positivo en junio y amplía en más de un 3% su ventaja sobre el índice de bolsa americana.

Entre los fondos de **renta variable europea**, el mejor en la caída ha sido el que mejor lo estaba haciendo en la subida. ***Alken European Opportunities*** cierra el mes con un saldo negativo del 2% frente a caídas superiores al 5% en los índices. En

el año, el fondo acumula una rentabilidad del 15,64%. La cartera del fondo continúa centrada en compañías cuyos beneficios y perspectivas de rentabilidad dependan de un posicionamiento nicho que a su vez les haga tener control sobre precios. *Invesco Pan European Equity Fund*, con un resultado del 9% en los seis primeros meses de 2013, sigue siendo uno de los grandes contribuidores dentro del grupo seleccionado de gestores europeos. En su cartera han favorecido ciertas compañías financieras, valores cíclicos y acciones de la periferia europea, que cotizan con descuentos atractivos frente a sus estándares históricos y que se han visto penalizados al ser percibidos por los inversores como de alto riesgo.

Nuestra inversión fuera de Estados Unidos, Europa y Japón se centra en la **región Asia exJapón** a través del fondo *Old Mutual Pacific Equity*, de enfoque conservador aun tratándose de un fondo puro de renta variable, lo que nos está beneficiando en un año en el que los mercados emergentes lo están haciendo mucho peor en términos de rentabilidad que los desarrollados. El fondo acumula en el año una caída del 6,44%.

Continuamos infraponderados en renta fija en todas nuestras carteras. Los precios actuales de los bonos nos han llevado a ser muy cautos con el nivel de exposición a este activo. Mantenemos en la actualidad un enfoque de muy poca direccionalidad y baja duración a través de dos tipos de fondos. Por un lado, gestores muy flexibles y, por otro lado, gestores con mandatos de retorno absoluto. Movimientos como el que hemos visto en el mes de junio, con caídas importantes en el precio de los bonos, era un escenario al que otorgábamos cierta probabilidad.

No obstante, el comportamiento de los fondos seleccionados ha resultado dispar.

Por el lado negativo, destacamos el *PIMCO Unconstrained Bond Fund*. Se trata de un fondo con un enfoque de renta fija flexible que trata de obtener rentabilidades positivas en cualquier entorno de mercado. El proceso de inversión del fondo viene

muy determinado por la visión macro y es lo que ha provocado que en el mes de junio el fondo haya tenido un comportamiento peor de lo esperado por nosotros. Desde PIMCO han apostado por la compra de Treasurys americanos con duración larga mientras mantenían posiciones cortas en Europa y Japón. El fuerte repunte que hemos visto en los tipos de la deuda americana y el progresivo aumento en duración han sido las claves del mal comportamiento. A esto hay que añadir su visión optimista en mercados emergentes que tampoco ha funcionado durante estos meses.

El ***M&G Optimal Income*** es otro de los productos que no ha tenido un buen comportamiento durante este último mes aunque sigue con rentabilidades positivas en el año. Su exposición a bonos de gobierno, crédito *Investment Grade*, *High Yield* y acciones ha provocado que el fondo haya caído un 3% en el mes. El gestor ha aprovechado para aumentar la exposición a renta variable y a deuda *High Yield*, que había ido disminuyendo progresivamente a lo largo del año debido al buen comportamiento que iba teniendo.

Por el lado positivo, destacamos el buen comportamiento de ***Ignis Absolut Return Government Bond Fund***. Este fondo lleva a cabo distintas estrategias a través de bonos de gobiernos de los principales países desarrollados. Tiene un enfoque de retorno absoluto y tras un inicio de año complicado ha tenido un buen mes de Junio con una subida del 1,13%. Su apuesta por un crecimiento americano mejor de lo esperado y la depreciación del Yen les ha funcionado muy bien.

Los fondos de la **gama beta+alpha** (Abante Rentabilidad Absoluta, Abante Bolsa Absoluta y Abante Patrimonio Global) han registrado en el mes un comportamiento más discreto. La vuelta de los mercados en el mes de junio ha cogido a contrapié a muchos gestores, provocando así cierta destrucción de *alpha* en el mes.

No obstante, **nuestros tres fondos mantienen el signo positivo en la primera mitad de año.**

Quisiéramos dedicar unas líneas al fondo **Abante Rentabilidad Absoluta**, ya que a principios de mes decidimos realizar cambios en la cartera con el objetivo de dotar al fondo de un enfoque *market neutral*, descorrelacionado con los activos tradicionales. El fondo ha tenido un muy buen comportamiento ante el estrés test del mes de junio, con una caída del 0,59%. Las tres nuevas incorporaciones al fondo han aportado valor y resultados positivos.

El fondo de Blackrock, **BSF European Absolute Return Fund**, es completamente flexible, con un enfoque de retorno absoluto e invierte en compañías del MSCI Europe combinando estrategias a largo, a corto, pares de valores y liquidez. La exposición neta a mercado oscila entre un +20% y un -10%. El fondo ha tenido un comportamiento fuerte en junio, con una rentabilidad de +1.4%, en un contexto en el que el mercado ha caído un -5%. La parte corta del fondo, ha contribuido positivamente, especialmente en sectores como el financiero, energía o consumo discrecional así como las posiciones cortas con un enfoque a mercados emergentes.

Otra de las incorporaciones ha sido el fondo **BNY Mellon Absolute Return Equity Fund**. Se trata de un fondo *market neutral* con enfoque de retorno absoluto, que emplea como subyacente la renta variable europea, a través de estrategias *long/short* de pares de valores. En junio el fondo ha registrado un alza del 1,02%, apoyado en la correcta selección de valores y el aumento de coberturas que les ha aislado del ruido del mercado.

Por último, el fondo **Morgan Stanley Diversified Alpha Plus (DAP)**, con enfoque *top-down* global macro y cartera multiactivo, ha cerrado el mes con un resultado del 1,35%, cumpliendo a la perfección su objetivo de generar retorno absoluto protegiendo

el capital en mercados bajistas a través de una distribución de activos flexible y táctica y el uso de coberturas.

Centrándonos en el grupo de gestores de **Bolsa Flexible**, el mes ha dejado diferentes sensaciones. El mejor fondo de la cartera, y el único que ha eludido las pérdidas en junio, ha sido **Schroder GAIA Egerton**. En 2013 sube más de un 12%. Entre los que mejor han “capeado el temporal” se encuentran **GAM Global Selector** y **Ethna Aktiv**, con recortes en el entorno del 2%.

El mayor detractor en nuestras carteras ha sido el fondo **Carmignac Emerging Patrimoine**. Al resultado mensual del -8,49% ha contribuido su exposición tanto a renta variable como a renta fija de países emergentes, los segmentos de mercado más castigados en ambas clases de activos.