

El desplome de las Bolsas la semana pasada ha puesto de manifiesto que la normalización monetaria puede ir más rápida de lo que pensábamos a finales de 2017, según Marián Fernández. En su opinión este episodio puede ser un “aviso a navegantes” y en 2018 es posible que toque gestionar en entornos de más volatilidad. Eso implica tener las carteras

preparadas para ello, dice la responsable Macro de Andbank, donde apuestan por carteras de renta variable de corte defensivo, con menor beta que el mercado, menos cíclicas, menos globales y conformadas por valores muy predecibles en estimaciones. También priorizan valores con bajo apalancamiento financiero y poco expuestas a subidas de tipos de interés.

Marián Fernández, responsable Macroeconomía de Andbank España

“El desplome de las Bolsas es un aviso a navegantes de un entorno volátil”

■ Maite Nieva

— **¿Cuál es la lección que pueden sacar los inversores del desplome de las Bolsas de los últimos días tras un comienzo de año tan optimista? ¿Qué están valorando los mercados?**

— Para nosotros la primera sorpresa ha sido el arranque tan intenso que tuvimos durante el mes de enero. En pocas sesiones habíamos hecho unos retornos que no eran sostenibles en el tiempo. No podíamos seguir mes tras mes avanzando sobre esas valoraciones.

La principal novedad se ha venido produciendo en la renta fija. Los Bancos Centrales, poco a poco, cada uno a su ritmo y con su intensidad, van normalizando la política monetaria. Junto al crecimiento, conocido y esperado, está la inflación que va llegando poco a poco. Vemos claras señales desde los precios de producción industrial a los salarios. Y en los mercados, a través de expectativas de inflación y en el desplazamiento de la curva de tipos.

Al igual que en la renta variable, los movimientos de la renta fija se han producido con mucha intensidad. En la primera semana de febrero la TIR del bono a 10 años americano había subido casi 20 puntos básicos y eso es una barbaridad. Supone una pérdida en la semana para el bono americano de un 1,6% aproximadamente. Y eso, en un activo libre de riesgo por definición, es una señal que alerta de que la música de fondo parece estar cambiando. La velocidad y los niveles de rentabilidades que se alcanzan, ponen de manifiesto la percepción de que la normalización monetaria puede ir más rápida de lo que pensábamos a finales de 2017. La macro y los resultados empresariales acompañan y los Bancos Centrales podrían ir dando más pasos en menos tiempo. Comenzamos el año pensando en dos o tres subidas de la Fed y ahora no se descarta que sean cuatro. También en relación con el BCE se han adelantado las expectativas de subidas de tipos de interés para el año que viene.

Junto al sentimiento optimista, no podemos olvidar el posicionamiento de mercado, con unos inversores ya en niveles altos de exposición a riesgo, pero que siguieron incrementándolo en enero.

— **¿Espera un aumento significativo de la volatilidad en los próximos meses?**

— Creemos que podemos sacar lecciones de lo vivido en febrero, con el fuerte repunte de la volatilidad, particularmente en la renta variable americana. A la fecha, el episodio parece tener origen en los productos vinculados a la volatilidad, y no hemos visto contagio importante en otros mercados (renta fija, divisas...). Por ello no daríamos “volantazos” de estrategia, ya que no hay motivos fundamentales para hacerlo. Dicho esto, sí creemos que este



EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

Marián Fernández es responsable de Macroeconomía de Andbank España y Analista Macro desde hace tres años. Igualmente es miembro de los Comités Globales de Inversión y de Renta fija del grupo, además de colaborar con el Departamento de Inversiones

Alternativas de Andbank España. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF y opositora al Cuerpo de Inspectores de Hacienda, en 1997 se incorpora como analista de renta variable y gestora de fondos de inversión y

pensiones en SAFEI. Posteriormente, desde Inversis Banco trabajó como gestora de SICAVs y responsable de Estrategia. Es profesora de Valoración de Empresas en el Colegio de Economistas y en cursos de posgrado de CUNEF.

episodio puede ser un “aviso a navegantes” en el sentido de que en 2018 toque gestionar en entornos de más volatilidad y eso implica tener las carteras preparadas para ello.

— **¿El BCE adelantará la subida**

de tipos antes de lo previsto?

— El esquema temporal que tenemos dibujado es que en marzo podría empezar a producirse un cambio en el lenguaje del BCE en relación con las medidas que se van a tomar y en junio se decidiría qué se va a hacer con las compras de

deuda: si se interrumpen en septiembre o se recortan a partir de septiembre hasta llegar a cero a final de año. En caso de que se opte por esta última medida, *tapering* clásico hasta diciembre, que es la opción que va ganando más adeptos, en la primera mitad de año siguiente podrían subir los tipos de interés.

La percepción que tenemos por lo que vemos en las actas del BCE y en los datos macro es que el riesgo está del lado de que los cambios pueden producirse antes de lo esperado. Si nos equivocamos en estimaciones macro, porque nos quedamos cortos en previsiones de cre-

— **“Vemos claras señales de que la política monetaria se va normalizando. Nuestro escenario base para el BCE sería el de una primera subida acercándonos a mitad de 2019”**

— **“Los riesgos no son de fin de ciclo, sino de mercados con valoraciones exigentes en los índices principales”**

— **“BBVA, Caixa, Repsol y REE son las principales apuestas de nuestra cartera para el primer semestre”**

cimiento y de inflación, lo normal es que los Bancos Centrales, incluido el BCE, aceleren los movimientos. El mercado, hoy por hoy, tiene descontado un comienzo de movimientos de tipos en el primer trimestre del año que viene. Nuestro escenario base sería el de una primera subida acercándonos a mitad de 2019.

— **¿Qué tipo de carteras son recomendables en un escenario así?**

— Estamos ante un mundo en el que la selección de valores puede ser más importante que sectores o mercados. Los riesgos no son de fin de ciclo, sino de mercados con valoraciones exigentes en los índices principales. Pensamos en carteras de renta variable de corte más defensivo, con menor beta que el mercado, menos cíclicas, menos globales y conformadas por valores que sean muy predecibles en estimaciones (con baja volatilidad en las estimaciones de los analistas). También buscaremos valores con bajo apalancamiento financiero, menos expuestas a subidas de los tipos de interés, y valoraciones actuales que estén por debajo o en línea con las de los últimos años.

— **¿Cuáles son las previsiones para la Bolsa española con vial al primer semestre del año?**

— En España esperamos un crecimiento por encima de la media europea, entre el 2,4 y 2,7%. Esperamos

que las empresas españolas crezcan en ventas de manera cómoda. Además, creemos que hay potencial de mejora desde los márgenes porque todavía no hay una presión desde el punto de vista de los salarios significativa y los costes financieros se mantienen bajo. Esto hace que las mejoras de la cuenta de resultados se vayan filtrando desde la primera a la última línea de beneficios y nos da un nivel objetivo para el Ibex que marcaríamos en 11.150 puntos.

— **¿En qué sectores lo puede hacer mejor el Ibex?**

— Por ejemplo el sector financiero que puede aprovecharse de mayores volúmenes y márgenes ligeramente a mejor por la evolución de los tipos. Determinados bancos como BBVA o Caixa son nuestros favoritos. También hay recorrido en el sector energético nacional de la mano de Repsol. Nos parece que la mejora de la evolución del crudo durante el año pasado no se ha trasladado a una revisión al alza de las cotizaciones de manera significativa en el sector.

Desde finales del año pasado hemos ido haciendo una cartera diversificada sectorialmente, con cierto corte defensivo. Esto nos da pie para introducir otro tipo de valores que no están en esos sectores financieros o energéticos como Red Eléctrica o Ferrovial. Nuestra cartera de renta variable está conformada desde la selección de valores y no tanto a través de una apuesta sectorial.

— **¿Cuáles son las previsiones para la renta fija española?**

— La renta fija española la vemos en precio. Creemos que ha descontado lo bueno de la mejora del *rating* que, aunque era merecida desde el punto de vista de métricas de crédito del país, no sabíamos si se iba a producir por la incertidumbre acerca del impacto que podría tener la inestabilidad política en la evolución del crecimiento económico español. Fitch se ha lanzado y nos parece que el bono español, en el entorno de 70 puntos básicos de diferencial frente al bono alemán, está suficientemente bien valorado. Y si pensamos que el bono alemán tiene que ir hacia rentabilidades más elevadas en el año, lo normal sería también que el bono español lo acompañara manteniendo ese diferencial, por lo que fijamos la TIR objetivo para finales de año en el 1,6%.

Aunque el entorno macro ha sido benigno para el crédito (crecimiento, con baja inflación y gradualidad de los bancos centrales...) en estos niveles, estaríamos atentos a los bajos niveles de diferenciales y a la falta de discriminación sectorial. Pensamos que la deuda corporativa europea está bien valorada y recomendamos reducir posiciones tanto en grado de inversión como en *high yield*. Nos parece que en los bonos por debajo de grado de inversión el binomio rentabilidad-riesgo ya no es tan interesante.

En renta fija de grandes gobiernos, EE.UU y Alemania, tendríamos posiciones cortas. De hecho venimos desde el año pasado con ellas y las mantendríamos por lo menos hasta niveles de un 3% en el bono a diez años americano y en torno al 0,9-1% para el bono alemán.

Dentro de los mercados periféricos, el año pasado tuvimos mucha exposición a Portugal y creemos que es momento de recortarla. Portugal ha cosechado mucho de lo bueno: reestructuración financiera, mejora fiscal y de *rating*, y con ella inclusión de la deuda portuguesa en los índices de renta fija global.

Dentro de la renta fija, para evitar riesgo de tipos al alza, nos parece más aconsejable tener bonos flotantes.