

La directora de Análisis y Estrategia de Renta 4 propone poner en perspectiva las caídas de los mercados para entender las fuertes correcciones en la última semana. En su opinión, la cruda realidad es que partimos de una situación demasiado complaciente con subidas superiores al 10% en dos meses en la Bolsa y obviando una serie de riesgos abiertos a esca-

la global que se han ido acumulando en los últimos meses. Ahora el detonante ha sido la crisis política de Italia pero a medio plazo, si el ciclo económico de fondo sigue siendo bueno, las caídas son para comprar, dice Natalia Aguirre. Eso sí, eligiendo muy bien los valores, haciendo mucho *stock picking* y evitando riesgos evidentes como bancos y *utilities*.

Natalia Aguirre, directora de Análisis y Estrategia de Renta 4

“La deuda global está detrás de las correcciones globales de los mercados”

■ Maita Nieva

— Las fuertes correcciones en los mercados por las crisis políticas de Italia y de España se han extendido más allá de Europa contagiando al mercado global y a los principales activos ¿Qué están descontando los mercados?

— Yo creo que hay que poner en perspectiva las caídas, y como ha cogido al mercado esta situación. Italia, sobre todo, ha sido el gran detonante de esas caídas, aunque haya otros factores de riesgo. La cruda realidad es que partimos de una situación demasiado complaciente. Desde mediados de marzo las principales Bolsas europeas habían subido de una forma muy intensa en apenas dos meses con aumentos del 10% y 12%, acercándose a máximos anuales. Había razones porque el ciclo económico de fondo y los resultados empresariales, entre otros factores, iban bien pero el mercado estaba obviando una serie de riesgos que se podrían materializar o no. Empezando por Argentina con intervención de la divisa, subida de tipos y la negociación de un préstamo de emergencia con el Fondo Monetario Internacional así como el impacto en otros emergentes que tienen una situación vulnerable; las tensiones comerciales y de los aranceles por parte de EE.UU al resto del mundo y sobre todo a China que se ha intensificado desde marzo; el nuevo gobierno de coalición euroescéptico en Italia entre el Movimiento 5 Estrellas y la Liga Norte y el riesgo de nuevas elecciones que vamos a ver como se resuelve. Y, además, todos los riesgos geopolíticos donde ha habido de todo: Siria, Arabia Saudí, la salida del pacto nuclear de Irán por parte de EEUU y el consiguiente incremento del crudo y las implicaciones negativas que ha tenido el aumento de la prima de riesgo en el precio del petróleo por un problema geopolítico, ya que implica más inflación y puede provocar que la Fed tenga que acelerar la subida de tipos. Eso, en un mundo que está mucho más endeudado que antes de la crisis.

Nosotros veníamos argumentando que ninguno de esos posibles riesgos se estaban teniendo en cuenta. Y, en caso de materializarse, como ha sido el caso de Italia, podía provocar caídas en Bolsa que nos sirviesen para comprar a precios más atractivos. De hecho estábamos recomendando a los clientes rebajar riesgo en renta variable.

— ¿Cree que las alertas de los gurús, entre ellos Soros, advirtiendo de una crisis financiera global son para preocuparse?

— Siempre que hay tensiones en los mercados es habitual que salgan “mega previsiones super negativas” marcando terreno. A corto plazo lo que podemos esperar es que se mantenga la incertidumbre. En nuestro caso ya vendimos hace diez días. Veíamos los mercados demasiado



“La situación es complicada y tiene riesgos. Hay que ver qué va pasando en Italia y en todos los focos de riesgo que hay abiertos”

“Si creemos que esto no es una crisis sistémica del euro se puede ir seleccionando valores a precios atractivos”

“Hay que tener un poco de cuidado con determinados sectores y valores en el corto plazo. Especialmente con bancos y utilities”

complacientes y nos plantamos a cubrir las carteras o deshacer parcialmente algunas posiciones, al menos en renta variable e ir a valores más defensivos.

La incertidumbre es el peor enemigo de los inversores y del mercado en general. A nadie le gusta invertir con incertidumbre. En España cualquier potencial gobierno que se cree no se desviará mucho de la política económica que estamos aplicando. En caso de Italia es un poco más problemático. Sobre todo porque no sabemos cuánto va a durar la situación actual.

EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

Natalia Aguirre es directora de Análisis y Estrategia de Renta 4.

Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y Asesor Financiero Europeo (EFA), comenzó a trabajar en Renta 4 en 1994 como Analista Financiero, cubriendo distintos

sectores bursátiles. En 1998 es nombrada directora de Análisis y a partir de 2006 añade a sus cometidos la función de directora de Estrategia. Entre sus principales funciones está el análisis general de mercados; estrategias de inversión; elaboración de informes de empresas, así como

el apoyo a la gestión de fondos de inversión, gestión de carteras y banca privada. Igualmente se ocupa de la atención a red de sucursales y a clientes institucionales, así como de los medios de comunicación y colaboraciones habituales en prensa, radio y televisión.

— ¿Cuál es la estrategia a seguir de cara a los próximos meses?

— Nosotros aprovecharíamos las caídas para comprar, siempre y cuando el ciclo económico se mantenga relativamente sólido. Las valoraciones están en niveles atractivos y es razonable ir viendo cómo se van resolviendo los distintos frentes y plantearse comprar en los próximos días si se cree que el caso de Italia va a ser puntual y se va a reconducir la situación.

Evidentemente la situación es complicada y tiene riesgos. Esto no es una ciencia exacta y hay que ver qué va pasando en Italia y en todos los focos de riesgo que hay abiertos. Yo entiendo que no llegaremos a los extremos de lo que ocurrió con Grecia y espero que se imponga el

sentido común pero si creemos que esto no es una crisis sistémica del euro y que se va a poner otra vez en entredicho el proyecto, en sí mismo, del euro se puede ir seleccionando valores a precios atractivos.

Si el ciclo económico de fondo sigue siendo bueno yo creo que las caídas son para comprar. Eligiendo muy bien los valores, haciendo mucho *stock picking* y evitando riesgos muy evidentes. Por ejemplo ahora no compraríamos BBVA por su exposición a Turquía en un momento de depreciación de la divisa, elecciones etc, pero si evitas los focos más latentes de riesgo y buscar valores con buenos fundamentos en los que estos riesgos no tengan demasiada incidencia sí se puede ir comprando poco a poco

con una visión más a medio plazo. Pero estando muy encima del mercado. Igual que en años anteriores comprabas y te olvidabas, yo creo que ahora la volatilidad es mucho más intensa y hay que aprovechar las oportunidades que te da el mercado, tanto de compra como de venta

Los resultados empresariales con el ciclo económico están manteniendo buen tono y hacen que las valoraciones estén en niveles atractivos. En valoraciones relativas respecto a la renta fija también salen atractivas

— ¿En qué tipo de valores recomienda tomar posiciones?

— Ahora hay que tener un poco de cuidado con determinados sectores y valores. Especialmente con bancos y *utilities* en el corto plazo. Los bancos por el volumen de deuda que tienen en cartera, y por la posibilidad de que el BCE pueda retrasar la normalización monetaria para apoyar una vuelta a la estabilidad financiera. En este caso las subidas de tipos se retrasarían durante algún tiempo y eso, al final, es negativo para los márgenes bancarios. Por no entrar en la posibilidad de que baje el *rating* de Italia. En ese caso su coste de financiación sería superior y no podría trasladarlo al cliente.

En España, y a la espera de lo que pase con la política, pensamos que hay que tener cuidado también con los sectores regulados como las *utilities*. Las eléctricas han subido muchísimo y sabemos que los partidos políticos tienen distintas visiones sobre la regulación. Si han subido mucho los valores y pueden tener un riesgo regulatorio es mejor no estar.

Ahora hay valores que están muy castigados porque lo han hecho muy mal en Bolsa pero que están muy internacionalizados. Es el caso de Iberdrola que está bastante diversificada geográficamente y el riesgo regulatorio en España queda bastante matizado. No basta con buscar valores castigados, es necesario algún catalizador y alguna señal de luz para sentirte más seguro a la hora de comprarlos. Entre otros que los márgenes se estabilizan, que los proveedores colaboran en la mejora de márgenes. En esta línea estarían Ferrovial, también Telefónica. Aunque la deuda es uno de sus puntos débiles podría tener catalizadores a través de O2 en Reino Unido; Cellnex nos sigue gustando, tanto por crecimiento orgánico como por posibles movimientos corporativos que puedan producirse; Repsol es un valor que ahora está sujeto a la actualización estratégica y también muy vinculado al precio del crudo. Ha dado bandazos últimamente y ha recortado con el precio del crudo pero ahora está recuperando otra vez y tiene un recorrido del 10% hacia arriba. También Acerinox. En principio aunque pongan aranceles en EEUU, una gran parte de su producción la tiene allí y no les perjudicaría.

Hace unos días metimos en nuestra cartera a Dia. Ha caído un 50% y el riesgo a la baja era más limitado que el potencial al alza

— ¿Cree que podría repetirse una crisis de deuda pública como en 2012?

— La deuda preocupa pero a nivel global. Uno de los temores de la subida del precio del crudo con las tensiones geopolíticas y la inflación antes de la crisis italiana era que estamos en una posición de deuda global del 230% del PIB, mucho más de lo que estábamos al principio de la crisis. Ya había de por sí un exceso de deuda y no hemos aprendido la lección. Ahora tenemos el problema de Italia pero incide más en los mercados porque tenemos otra vez ese vínculo entre riesgo soberano y riesgo financiero que no se ha conseguido cortar. Y al final es como un círculo vicioso.