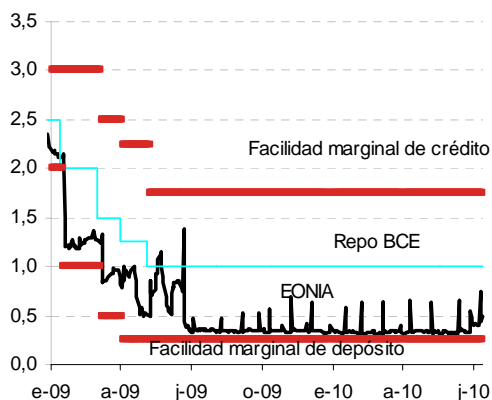
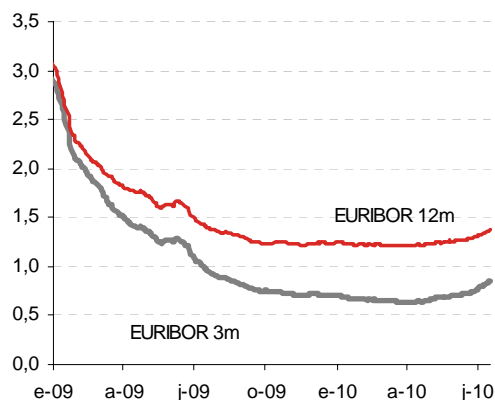


Ideas de inversión para un entorno que seguirá siendo incierto**David Cano Martínez****Director General de Afinet Global y socio de Afi**

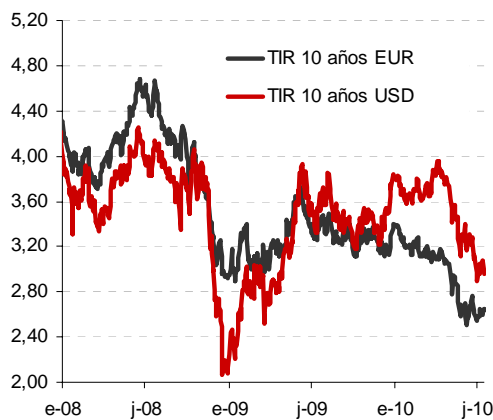
Las últimas semanas han sido, de nuevo, volátiles, con momentos de máxima tensión a medida que se acercaba uno de los “acontecimientos” sobre los que hemos venido alertando en esta sección: el vencimiento de más de 400.000 millones de EUR de la subasta a 12 meses del BCE a principios de julio. Finalmente, la mayor apelación de las entidades financieras a la subasta semanal y a la de vencimiento a 3 meses ha permitido una transición ordenada a un entorno de algo menos de liquidez (100.000 millones de EUR, hasta un total de 500.000 millones, aproximadamente) cuyo principal impacto lo encontramos en el tramo monetario de la curva de tipos de interés. Desde el EONIA hasta el Euribor 12 meses se han elevado como respuesta a esa menor liquidez, en un proceso que debería continuar en los próximos meses, aunque de forma gradual, y a medida que se vayan despejando las dudas sobre las tensiones de liquidez y los potenciales problemas de solvencia de las entidades crediticias. Así, apostamos a que el EONIA regrese al 1,0%, pero no lo hará antes de 12 meses, mientras que el Euribor 12 meses podría cotizar cerca del 2% a final de 2010. A pesar de este repunte, la rentabilidad de la liquidez sigue siendo muy baja y, en consecuencia, muy alto el coste de oportunidad de no asumir riesgos. Pero a tenor de los últimos datos y encuestas, una parte importante del mercado prefiere seguir sobreponderando la liquidez

Evolución del EONIA*Evolución del Euribor*

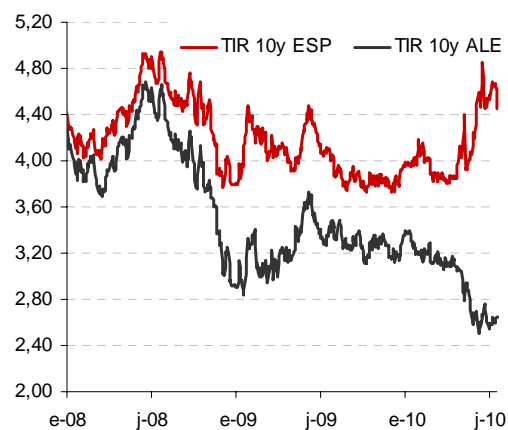
El otro elemento de análisis, o mejor dicho, de discusión, en las última semanas han sido las decisiones tomadas por los países en materia de política fiscal. En Europa, como respuesta a la ya famosa cumbre del 9 de mayo, los distintos gobiernos han anunciado unos programas de reducción del déficit público que son históricos por su magnitud, condicionados, en algunos casos, por la “presión” de los inversores en bonos y, en otros, vinculados en mayor medida por una estrategia de “dar ejemplo”. Pero no es el caso de EEUU, país que todavía goza del apoyo de los inversores

internacionales (suponen, como en España, un 50% de las tenencias de bonos del Tesoro) como pone de manifiesto el reducido tipo de interés de la referencia a 10 años (en torno al 3%). Porque aunque los últimos días hemos asistido a una relajación de los diferenciales de los países periféricos (como España), todavía el mercado prefiere bonos de la máxima calidad crediticia (AAA). De igual forma que señalábamos antes, en nuestra opinión es demasiado elevado el coste de oportunidad de invertir en activos de escaso riesgo (como los bonos alemanes, franceses, holandeses, austriacos o finlandeses) frente a hacerlo en referencias españolas (entre 150 y 200 pb de diferencial), pero esta visión no la comparte un importante número de inversores. Así pues, para aquel que considere que las tensiones sobre los periféricos continuarán y que busque la ausencia total de riesgo de crédito en deuda pública, la toma de posiciones en AAA es una buena alternativa si bien, advirtiendo del potencial riesgo de mercado derivado de la duración.

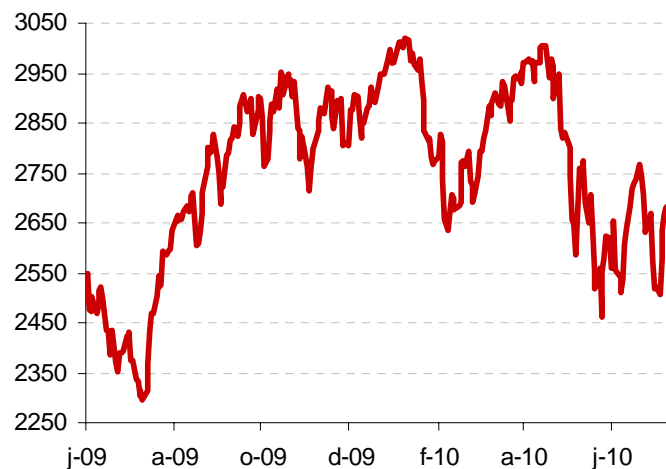
Evolución de la TIR a 10 a ALE y EEUU



Evolución de la TIR a 10a ESP y ALE



Evolución reciente del Eurostoxx 50

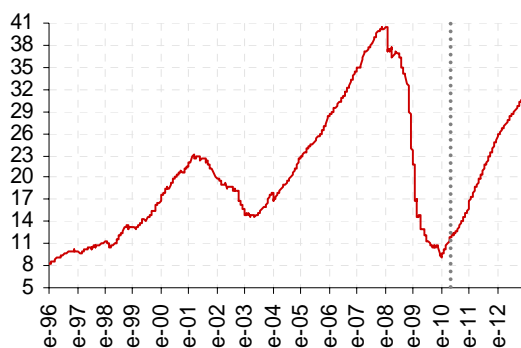


Por lo que respecta a la renta variable, como no podía ser de otra forma, también ha sufrido la volatilidad del entorno, pero dentro de un rango que podría ser una referencia válida para los próximos meses en el Eurostoxx 50: 2.750/2.800 – 2.500. Así, el índice parece incapaz de superar la parte superior aún cuando regresa el optimismo sobre el ciclo económico, pero tampoco cede por debajo en los momentos

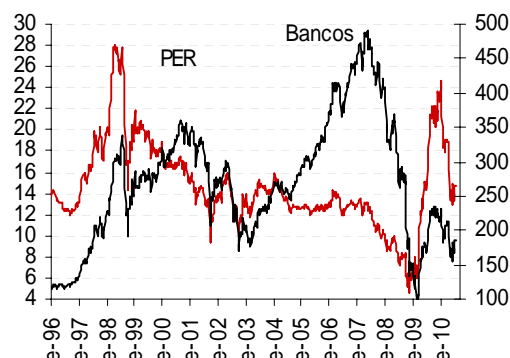
en los que se vuelve a hablar del *double dip*. En definitiva, parece que el mercado bursátil habrá que gestionarlo en rangos.

Pero es que tal vez en el momento actual, el análisis y la inversión bursátil deba realizarse desde una perspectiva sectorial, toda vez que encontramos diferencias relevantes en el comportamiento, y sobre todo, perspectivas. Uno de los elementos que apoyan la recuperación económica es el punto de inflexión en los beneficios del sector bancario (conviene recordar que esta crisis está asociada a los problemas del sistema crediticio), que a finales de 2009 habrían dejado atrás los mínimos del BPA y, en consecuencia, cerrado la intensa corrección (-77%) observada en los tres años anteriores. El alza reciente del BPA (+37%) es lo que ha permitido, junto con una corrección de las cotizaciones del sector, la intensa caída del PER, que desde un máximo “excesivo” a finales de 2009 de 24x, se ha relajado hasta niveles más normales de 12,7x. Si bien es cierto que en estas cotas no podemos decir que el sector bancos esté barato (Seguros, Teleco, Salud, Utilies y Oil&gas son los que presenta un menor PER), a su favor cuenta con que será el sector que mayor crecimiento del BPA registre entre 2010 y 2012.

Evolución del BPA sector Bancos Europa



Evolución del precio y del PER (Bancos)



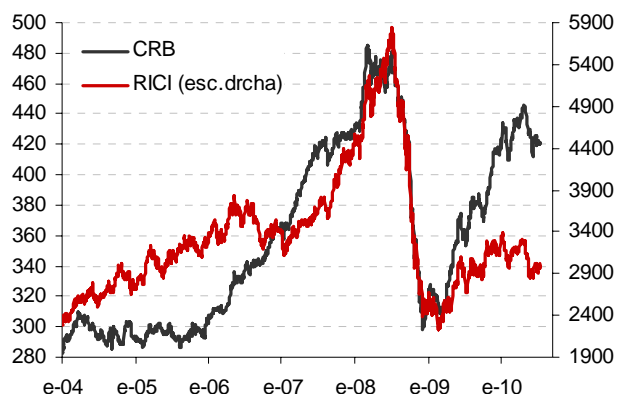
Si se cumplen las expectativas del consenso de analistas, hasta finales de 2012 el BPA avanzará un 150% que, asumiendo un PER en la zona de 10x implicaría un objetivo para los precios un 65% por encima del nivel actual. Aunque este potencial de revalorización puede parecer excesivo, no implicaría más que el sector bancos regresase a las cotizaciones vigentes en junio de 2008, es decir, cuando la crisis financiera había estallado ya (en marzo de 2008 se rescató a Bear Stearns) pero todavía no había quebrado Lehman Brothers.

Así pues, quien apueste por una recuperación cíclica y quiera apalancarse sobre el sector que mayor potencial de crecimiento del BPA tiene, el sector Bancos es el más claro candidato, una apuesta que podría complementarse con los sectores cuya principal característica es el reducido nivel de PER, ya comentados anteriormente y que, además, remuneran en mayor medida al accionista. Porque esta estrategia, búsqueda de alta y estable rentabilidad por dividendo, sigue siendo adecuada para inversores a medio y largo plazo, más aún si las curvas de tipos de interés permanecen en niveles reducidos, tanto las de deuda pública como las de renta fija privada (el repunte de diferenciales ha frenado y están lejos de los niveles de hace un año).

Principales ratios de valoración de sectores bursátiles en Europa

	PER	P/B	RPD	ROE	Crecimiento del BPA				
					2008	2009	2010	2011	2012
Seguros	9,8	0,8	3,9%	8,6%	-79%	58%	47%	15%	8%
Telecom	9,9	1,8	7,8%	18,1%	-9%	2%	1%	4%	4%
Salud	10,3	1,5	3,4%	15,0%	8%	14%	7%	4%	0%
Utilities	10,6	1,3	5,6%	11,8%	4%	-7%	-1%	5%	7%
Oil & Gas	10,9	1,4	5,1%	13,0%	9%	-48%	33%	17%	13%
Media	12,3	1,9	5,2%	15,4%	-7%	-12%	3%	10%	8%
Construcción	13,3	1,2	4,1%	8,8%	-14%	-42%	17%	19%	18%
Bancos	14,7	0,8	3,3%	5,2%	-64%	-33%	78%	51%	23%
Serv Financieros	15,2	0,9	4,6%	6,2%	-67%	25%	57%	23%	17%
Química	15,4	2,0	3,1%	12,9%	2%	-32%	44%	12%	13%
Retail	16,2	2,2	2,9%	13,6%	-3%	-7%	19%	15%	13%
Alimentación	16,8	2,7	2,3%	16,0%	-9%	4%	17%	13%	11%
Industria	18,8	2,0	2,6%	10,8%	1%	-45%	65%	23%	18%
Tecnología	19,0	2,6	2,4%	13,6%	-7%	-45%	52%	25%	13%
Personal & H.G.	21,6	2,7	1,9%	12,4%	-8%	-16%	39%	15%	12%
Rec Nat	27,8	1,0	2,3%	3,7%	-14%	n.d.	n.d.	59%	31%
Viajes & Ocio	72,9	1,5	2,4%	2,1%	-51%	n.d.	n.d.	156%	43%
Autos	n.d.	1,0	1,3%	-0,1%	-62%	n.d.	n.d.	74%	35%
DJ Euro Stoxx	14,4	1,3	3,7%	9,2%	-30%	-32%	44%	22%	15%

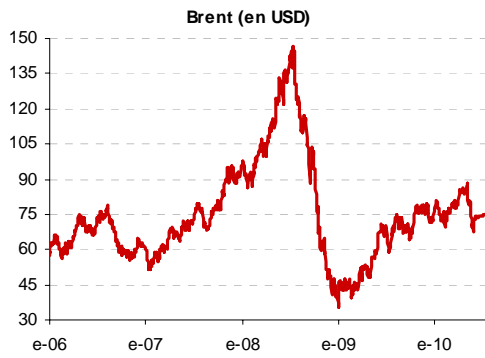
Evolución del índice CRB y RICI de materias primas



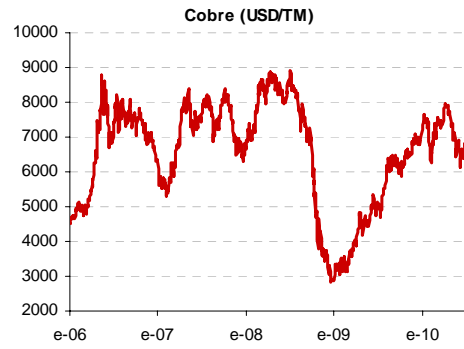
Otro de los centros de atención del análisis es el comportamiento de las materias primas, ante el importante encarecimiento experimentado, si bien, no de forma homogénea. Esto queda plasmado en dos de los principales índices agregados de *commodities*, como son el CRB y el RICI, que aunque corrigieron de forma paralela entre julio de 2008 y febrero de 2009, no lo hicieron con igual magnitud, ya que si el primero perdió un 38%, el segundo lo hizo en un 60%. Pero es que, además, en el momento actual, la recuperación es más importante en el CRB que en el RICI. Las causas de esta disparidad radican en la diferente composición de los índices y en el distinto comportamiento del precio de las materias primas. Así, como se observa en los gráficos adjuntos, las materias primas más vinculadas con la actividad industrial (entre las que incluimos metales y energéticas) han mostrado una mayor capacidad de recuperación que las agrícolas, que apenas se han encarecido (al menos, si tenemos en cuenta lo observado en otros casos y los niveles máximos alcanzados en 2008), en un contexto en el que los metales preciosos (especialmente el oro) sigue “disparados”. Quien desee invertir en materias primas ante las expectativas de recuperación económica, le recomendamos hacerlo a través de un producto vinculado a un índice global de *commodities*, que englobe el mayor número posible de ellas.

Evolución del precio del petróleo

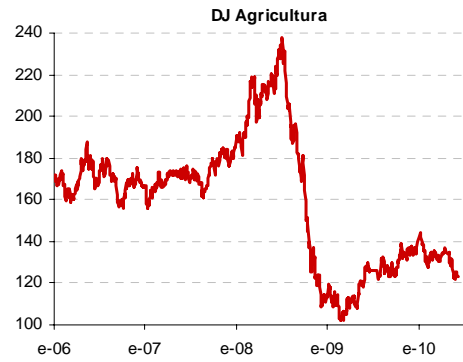
Evolución del precio del cobre



Evolución del precio del oro



Evolución del precio de los alimentos



EXCHANGE TRADED FUNDS BY

LYXOR

GROUPE SOCIETE GENERALE

Inversión con ETFs

Lyxor Asset Management, Sociedad Gestora filial 100% del Grupo Société Générale y una de las principales Gestoras de ETFs en Europa con más de 90.000 millones de euros en activos bajo gestión, cotiza en la Bolsa española 35 ETFs que le dan acceso a una gran variedad de activos.

Todos los ETFs de Lyxor AM en la Bolsa española cotizan en Euros y se ven afectados por las variaciones del tipo de cambio.

Entre los ETFs de Lyxor AM, destacamos:

1.- **Lyxor ETF Euro Cash** que replica la evolución del **índice EuroMTS Eonia** que refleja la remuneración a un día ofrecida por el mercado interbancario de la Zona Euro, medida por el Eonia, tasa calculada como la media ponderada de todas las transacciones de crédito a un día iniciadas dentro de la Zona Euro por un total de 57 bancos. El ETF tiene un patrimonio superior a los 1.348 millones de euros a Mayo'10, y una comisión de gestión de 0.15% anual.

2.- **Lyxor ETF EuroMTS AAA Government Bond** que replica la evolución del **índice EuroMTS AAA Government Bond** compuesto por una cesta de bonos soberanos emitidos por países de la Zona Euro con la máxima calificación crediticia (AAA). Tiene un patrimonio superior a los 396 millones de euros a Mayo'10, y una comisión de gestión de 0.165% anual.

3.- **Lyxor ETF Stoxx Europe 600 Banks** que replica la evolución del **índice sectorial Stoxx Europe 600 Banks**. Tiene un patrimonio superior a los 287 millones de euros a Mayo'10, y una comisión de gestión de 0.30% anual. Además del sector Bancos, Lyxor tiene ETFs sobre otros sectores del índice Stoxx Europe 600, como: Utilities, Telecomunicaciones, Oil&Gas y Sanidad.

4.- **Lyxor ETF Euro Stoxx 50** que replica la evolución del **índice Euro Stoxx 50** y además se trata del ETF con mayor patrimonio de Europa con más de 5.470 millones de euros bajo gestión a Mayo'10, y una comisión de gestión de 0.25% anual.

Los ETFs son Fondos cotizados en Bolsa que combinan las ventajas de las Acciones (sencillez, flexibilidad y cotización continua en Bolsa) con las de los Fondos de inversión tradicionales (Diversificación, con un único producto invierte en una cesta de valores, índice, país, área geográfica, estilo de inversión, sector, estrategia ...)

Para más información sobre los Lyxor ETFs, puede llamar al teléfono 900 900 009 o en la página web www.lyxoretf.es