



**Afi** AfiNet  
Global

# *Asset allocation recomendado diciembre 2010*

**7 de diciembre 2010**  
Afinet Global EAFI  
AFI

## Asset allocation recomendado Afinet

Evolución noviembre 2010: +0,69% en el mes, +129 pb de *outperformance*

Activo	Var. mensual	Cartera AFI		Benchmark		Performance relativo
		Peso	Aportación	Peso	Aportación	en puntos básicos
RV EUR	-4,9%	12%	-0,59%	17%	-0,83%	+24,4
RV EEUU	5,6%	8%	0,45%	6%	0,34%	+11,3
RV Emer. Asia	4,7%	5%	0,23%	1%	0,05%	+18,6
RV Emerg. Latam	4,3%	5%	0,21%	1%	0,04%	+17,1
RV Europa Este	1,9%	0%	0,00%	1%	0,02%	-1,9
RV Japón	8,5%	0%	0,00%	4%	0,34%	-33,8
<b>Renta variable</b>		<b>30%</b>	<b>0,31%</b>	<b>30%</b>	<b>-0,05%</b>	<b>+35,8</b>
RF Largo EUR	-2,4%	0%	0,00%	15%	-0,35%	+35,4
RF Corto EUR	-0,7%	2%	-0,01%	33%	-0,23%	+21,5
RF USD	5,9%	0%	0,00%	0%	0,00%	+0,0
RF Emergente	2,0%	12%	0,24%	0%	0,00%	+24,3
RF Convertibles	0,1%	2%	0,00%	0%	0,00%	+0,2
RF IG CP	0,3%	20%	0,06%	8%	0,02%	+3,7
RF IG LP	-0,8%	0%	0,00%	0%	0,00%	+0,0
RF High Yield	0,3%	12%	0,04%	2%	0,01%	+3,3
<b>Renta fija</b>		<b>48%</b>	<b>0,33%</b>	<b>58%</b>	<b>-0,55%</b>	<b>+88,6</b>
Retorno absoluto (VAR<3%)	-0,1%	0%	0,00%	7%	0,00%	+0,5
Retorno absoluto (VAR>3%)	0,3%	18%	0,05%	0%	0,00%	+4,8
<b>Gestión alternativa</b>		<b>18%</b>	<b>0,05%</b>	<b>7%</b>	<b>0,00%</b>	<b>+5,2</b>
Monetarios USD	6,4%	0%	0,00%	0%	0,00%	+0,0
Monetarios GBP	4,2%	0%	0,00%	0%	0,00%	+0,0
Liquidez	0,0%	4%	0,00%	5%	0,00%	+0,0
<b>Mercado monetario</b>		<b>4%</b>	<b>0,00%</b>	<b>5%</b>	<b>0,00%</b>	<b>+0,0</b>
<b>Performance mensual</b>			<b>0,69%</b>		<b>-0,60%</b>	<b>129,7</b>

**Recomendaciones diciembre 2010: entre la estacionalidad positiva y las alertas de nuestros modelos**

- **RENTA VARIABLE: 26% de la cartera.** Bajamos 4pp la exposición (hasta el 26%) y rebalanceamos peso hacia RV JPY. El efecto divisa ha ampliado el *performance* mensual de RV USD y RV Emergentes, las dos áreas de mercado en las que estamos sobreponderados en RV. De cara al mes de diciembre debemos gestionar (i) la estacionalidad positiva y (ii) las alertas de cubrir exposición a RV que nos están dando nuestros modelos de *timing para* RV EUR. Optamos por reducir exposición global a RV, y desplazamos pesos desde RV EUR y Emergentes hacia Japón.
- **RENTA FIJA: 47% de la cartera.**
  - ✓ **Deuda Pública:** aprovechamos la ampliación de diferenciales del último mes para subir 2pp la exposición en deuda a corto plazo (hasta el 4%). En deuda EUR a largo plazo y deuda USD no tenemos exposición. El peso en cartera de RF emergente sube hasta el 14% (+2pp) .
  - ✓ **Renta fija privada:** rebajamos la sobreponderación en IG (15% de la cartera) y mantenemos sin cambios el resto de exposición a renta fija privada. En *high yield*, un 12% de la cartera.
- **DIVISAS:** retomamos la exposición a riesgo divisa con un 3% en USD. El recorrido adicional en la apreciación del USD podría ser limitado atendiendo a (i) el posicionamiento del mercado, posiciones especulativas, pro-USD (indicador contrario) y (ii) niveles de tensión en las cotizaciones del *basis swap* EUR\*USD 12m. Con todo, consideramos que existe un riesgo asimétrico, acotado para una eventual apreciación del EUR mientras el foco de atención se reorienta hacia el plano político del Área euro.
- **GESTIÓN ALTERNATIVA:** concentramos el 18% de exposición en la gestión alternativa con mayor presupuesto de riesgo. Sin exposición al retorno absoluto conservador.
- **LIQUIDEZ:** subimos 2pp hasta el 6% de la cartera.

Asset allocation recomendado AfiNet

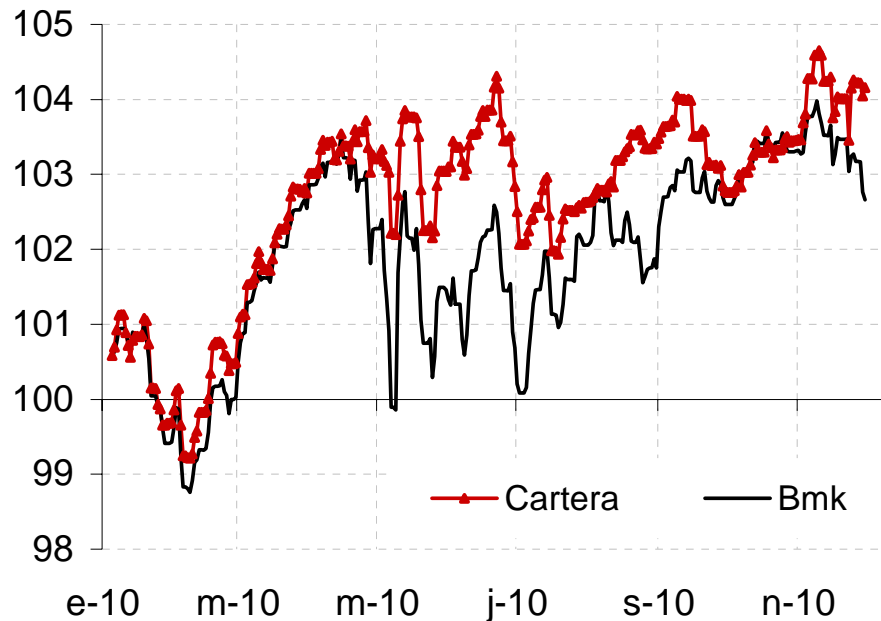
Asset Allocation recomendado: diciembre 2010

Categoría	30-nov-10	31-oct-10	30-sep-10	31-ago-10	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	10%	12%	8%	5%	17%	-7%
RV EEUU	8%	8%	6%	2%	6%	2%
RV Emer. Asia	3%	5%	3%	0%	1%	2%
RV Emerg. Latam	3%	5%	3%	3%	1%	2%
RV Europa Este	0%	0%	0%	0%	1%	-1%
RV Japón	2%	0%	0%	0%	4%	-2%
<b>Renta variable</b>	<b>26%</b>	<b>30%</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	<b>30%</b>	<b>-4%</b>
RF Largo EUR	0%	0%	0%	0%	15%	-15%
RF Corto EUR	4%	2%	4%	7%	33%	-29%
RF USD	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RF Emergente	14%	12%	12%	9%	0%	14%
RF Convertibles	2%	2%	3%	3%	0%	2%
RF IG CP	15%	20%	22%	24%	8%	7%
RF IG LP	0%	0%	0%	2%	0%	0%
RF High Yield	12%	12%	10%	7%	2%	10%
<b>Renta fija</b>	<b>47%</b>	<b>48%</b>	<b>51%</b>	<b>52%</b>	<b>58%</b>	<b>-11%</b>
Ret. Abs. Conservador	0%	0%	2%	2%	7%	-7%
Gestión Alternativa	18%	18%	18%	16%	0%	18%
<b>Gestión alternativa</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>
Monetarios USD	3%	0%	0%	9%	0%	3%
Monetarios GBP	0%	0%	2%	2%	0%	0%
Liquidez	6%	4%	7%	9%	5%	1%
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>9%</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>

## Asset allocation recomendado Afinet

Cartera vs benchmark: +4,2% en 2010

Cartera recomendada vs benchmark  
(base 100 enero 2010)



	Mensual		YTD acumulado		
	Afi	BMK	Afi	BMK	
2008	ene-08	0,0%	-2,6%	0,0%	-2,6%
	feb-08	0,3%	0,2%	0,3%	-2,3%
	mar-08	-0,3%	-1,7%	0,0%	-4,0%
	abr-08	1,4%	1,8%	1,3%	-2,3%
	may-08	0,3%	0,3%	1,6%	-2,0%
	jun-08	-1,7%	-3,0%	-0,1%	-4,9%
	jul-08	0,6%	0,3%	0,5%	-4,6%
	ago-08	1,1%	1,0%	1,7%	-3,7%
	sep-08	-2,9%	-2,6%	-1,3%	-6,2%
	oct-08	-1,7%	-3,6%	-2,9%	-9,5%
	nov-08	-0,6%	-0,3%	-3,6%	-9,8%
	<b>dic-08</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-9,5%</b>
2009	ene-09	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,2%
	feb-09	-2,8%	-2,3%	-2,8%	-2,5%
	mar-09	0,2%	0,9%	-2,5%	-1,6%
	abr-09	3,6%	3,9%	1,0%	2,2%
	may-09	1,2%	1,6%	2,2%	3,8%
	jun-09	0,6%	0,5%	2,8%	4,3%
	jul-09	3,0%	2,8%	5,8%	7,2%
	ago-09	1,5%	1,4%	7,4%	8,7%
	sep-09	1,4%	1,2%	8,9%	10,0%
	oct-09	-0,5%	-0,7%	8,4%	9,2%
	nov-09	0,5%	0,5%	8,9%	9,8%
	<b>dic-09</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,8%</b>
2010	ene-10	-0,3%	-0,6%	-0,3%	-0,6%
	feb-10	0,8%	0,6%	0,5%	0,0%
	mar-10	2,3%	2,5%	2,7%	2,5%
	abr-10	0,4%	-0,3%	3,2%	2,3%
	may-10	-0,2%	-0,8%	3,0%	1,5%
	jun-10	-0,2%	-0,8%	2,8%	0,7%
	jul-10	-0,2%	1,4%	2,6%	2,1%
	ago-10	0,8%	-0,3%	3,4%	1,7%
	sep-10	-0,6%	0,8%	2,8%	2,6%
	oct-10	0,7%	0,7%	3,5%	3,3%
	<b>nov-10</b>	<b>0,7%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,7%</b>

## Asset allocation recomendado Afinet

### Cartera IBEX 35: entra Indra en sustitución de ACS.

	1-dic-10	1-nov-10	1-oct-10	1-sep-10
Telefónica	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Inditex</b>	<b>8,0%</b>	<b>10,0%</b>	12,0%	12,0%
Repsol	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
CAF	4,0%	<b>CAF</b> 4,0%	4,0%	4,0%
Iberdrola	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>Santander</b>	<b>9,0%</b>	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Indra</b>	<b>7,0%</b>	<b>ACS</b> 7,0%	5,0%	5,0%
Ebro Puleva	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Gas Natural	7,0%	7,0%	<b>Gas Natural</b> 7,0%	7,0%
Mapfre	7,0%	<b>Mapfre</b> 7,0%	7,0%	7,0%
	100%	100%	100%	100%

- Mantenemos nuestra estrategia en la selección de valores con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior, un nivel de apalancamiento inferior. Nuestro posicionamiento pasa por (i) cubrir riesgo direccional (beta) y (ii) comprar el principal apoyo de la renta variable a largo plazo (dividendos). **Cambios propuestos en la cartera para noviembre:**
- Incluimos Indra en detrimento de ACS y rebajamos la exposición en Inditex a favor de Santander.**
  - La diversificación por producto de Indra** (consultoría estratégica y tecnológica, proyectos de integración de sistemas, *outsourcing*, sistemas de gestión de tráfico aéreo, de ticket de los metros, de recuento de voto, etc.) **y el origen diverso de sus ingresos** permiten entender la resistencia de su BPA durante la crisis (no ha caído en ningún año, aunque en 2010 apenas crecerá un 1%, si se cumple la reactivación en el 4T10).
  - Ahora bien, a pesar de los esfuerzos, en los últimos meses está mostrando cierta incapacidad para reducir el peso de España en su facturación (todavía es de un 62%).

## Asset allocation recomendado Afinet

### Cartera IBEX 35: entra Indra en sustitución de ACS.

- No obstante, consideramos que **la actual corrección es una oportunidad de compra**, dado que implica cotizar con un **PER < 11x y una rentabilidad por dividendo cercana al 5%**, en claro contraste con lo observado en años anteriores, en los que el PER era 20x y la rentabilidad de apenas el 2%.
- En nuestra opinión un valor como **Indra puede cotizar con un PER 12x/13x, lo que unido al crecimiento del BPA del orden del 2% implican un precio objetivo de entre 14,6 y 15,9 EUR a 12 meses, lo que equivale a un potencial del 15%** (es decir, en línea con el consenso de mercado y con los precios observados hace un año).
- La **ausencia de endeudamiento** (apenas un 0,5 deuda / EBITDA) es otro de los aspectos positivos del valor, así como un **núcleo duro de accionistas que controlan un 40% y que parece estable**, al menos tras la venta de Unión Fenosa a CF Alba de un 10%.