



Hace dos semanas, el Banco del Pireo colocó 500 millones de euros en bonos a tres años

VINCENT MUNDY/BLOOMBERG

## PRODUCTOS FINANCIEROS

# Y Grecia ve la luz

El buen clima que se respira en los periféricos europeos se contagia a Atenas, cuya bolsa sube el 14% este año

Sergio Heredia

**D**avid Cano, socio de AFI, resume la crónica que va a continuación. “¡Y quién nos lo iba a decir, hace dos años, que algún día acabaríamos resaltando las virtudes de la economía griega...!”.

Otros prefieren leer a los grandes inversores. Xavier Brun, doctor en Economía y gestor de fondos de Solventis, recupera las palabras de Warren Buffett: “Sé agresivo cuando todos están deprimidos, y deprímete cuando todos sean agresivos”. “Por eso mismo –dice Brun–, sospecho que George Soros hace semanas que invierte en el mercado griego...”.

Y es cierto: Soros se ha asomado al mercado inmobiliario griego. Porque los grandes inversores van un paso por delante del resto. De hecho, ellos no se suben a la ola: ellos forman esa ola. Y ahora, están formando la ola en los países periféricos del sur de la UE, como España, Portugal o Italia. Grecia también está entre ellos. De ahí la frase que abre la crónica: “¡Quién nos lo iba a decir, cuando hace dos años nos contaban que el euro podía romperse por culpa de los griegos!”, dice David Cano.

Hace dos semanas, el Banco del Pireo colocaba 500 millones de euros en bonos a tres años. Se trata de la primera subasta de estas características en el país en tres años. E indica dos cosas: que Grecia ha toma-

do el camino de la recuperación (la Comisión Europea le pronostica un crecimiento del 0,6% en el 2014, tras seis años de recesión) y que, además, sus activos ofrecen buenas rentabilidades, próximas al 5%, desde luego superiores al bono alemán, hoy tan seguro como aburrido.

“En general, hay apetito por los periféricos –dice Cano–. Se ha producido un cambio radical en la mente de los inversores. Hace dos años tenían en cartera renta variable y renta fija de los emergentes. Ahora, lo que se lleva es no tener emergentes, y sobreponderar en los países periféricos. Esto ocurre porque todos ellos empiezan a crecer este año. Y porque se han sacudido los excesos del pasado”.

De entre los periféricos, Grecia es el que más paga por sus bo-

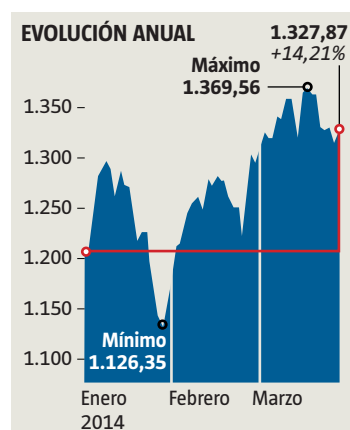
nos, porque también es el que tiene más deuda acumulada. Compararlos empieza a tener sentido, particularmente porque ha puesto freno a la caída del PIB. “Tiene sus riesgos, claro –añade Cano–. Pero no son los mismos que los de hace dos años...”.

Víctor Alvargonzález, director de inversiones de Tressis, comparte la lectura. Hay posibilidades en Grecia –la troika ha rebajado la presión sobre el país, y Moody’s le ha subido la nota–, pero hay que leerlas con cautela.

“Hace un año, ya apostábamos por la renta fija y la renta variable periférica –dice–. Nos gustaban Italia, España, Portugal e Irlanda. Grecia no estaba allí. Sin embargo, ahora somos conscientes de los cambios en Atenas. De hecho, el 18 de marzo, Grecia empezó a emitir al 3,10% TAE letras a tres meses. Esa rentabilidad casi cuadruplica la de los bonos españoles a ese plazo. Y teniendo en cuenta que la troika está aprobando los exámenes al país, el riesgo de quiebra a corto plazo es menor. Otra cosa es lo que pueda ocurrir a tres años vista...”.

En todo caso, la apuesta por Grecia es aún experimental, y debería plantearse desde un punto de vista residual. Es cierto que sus bonos ofrecen buenas rentabilidades, y que su bolsa ha crecido un 14% este año. “Pero Milán ha subido el 12% –dice Alvargonzález–. Y con un nuevo primer ministro joven y reformista, Italia me ofrece más confianza”.

## Bolsa de Atenas



FUENTE: Bloomberg

LA VANGUARDIA

# Una historia de precios relativos

**JOSÉ L. MARTÍNEZ CAMPUZANO**  
ESTRATEGA DE  
CITI EN ESPAÑA



Ya no decimos que un activo financiero, deuda o bolsa, está barato. Mejor nos referimos a ellos como que la bolsa tiene un precio relativo menor que la deuda. O también que los inversores premian a la deuda periférica europea por sus tipos de interés más elevados que los del resto. Obviamente, cuestión de riesgo, las rentabilidades de la deuda privada son más atractivas frente al resto de la deuda pública porque tienen tipos más altos (y hay menos papel... influye además la relación oferta/demanda).

Al final, la búsqueda de rentabilidad en un escenario de elevada presión de la liquidez que lleva a infravalorar el riesgo. Llevado al extremo nos remonta a la situación anterior a la crisis. Un éxito sin precedentes de los bancos centrales con su política de compra de activos tras situar los tipos de interés en niveles casi nulos. En definitiva, elevar el coste de oportunidad de cualquier activo financiero frente a la liquidez. Y, en paralelo, crear mercado (demanda) con tipos de financiación a la baja para la deuda pública.

¿Todo lo anterior les parece extremo? Probablemente tengan razón. Pero, de alguna forma les tengo que llamar la atención. Es cierto que los inversores siguen siendo en su mayor parte selectivos en sus posiciones. Aunque sí es verdad que, poco a poco, la búsqueda de rentabilidad lleva a reducir las primas de riesgo exigidas. Al final, hay un precio para la mayoría de los activos financieros.

¿Recuerdan la iliquidez de los tres primeros años de la crisis? Dominados por el riesgo sistémico que llevaba a muchos inversores a alternar el miedo racional con el pánico irracional. Esto ya es historia. Aunque no tan lejana como para olvidarla. De hecho, los mismos bancos centrales exitosos a los que me refería antes quieren ahora conseguir un nuevo éxito al reducir de forma paulatina las condiciones financieras expansivas sin sacrificar la mejora económica conseguida. Será complicado, con un primer impacto negativo en términos de una mayor inestabilidad del mercado. No es tan difícil de entender que la duración media de las acciones en cartera de muchos inversores (profesionales) sea de apenas unos meses. Naturalmente, en este esce-

nario la bolsa debería ser el activo más beneficiado en el futuro: mejora en las perspectivas económicas, infravaloración frente a la deuda como activo en las carteras internacionales, precios adecuados. Este fue el principal análisis que sustentaba la *gran rotación*, como estrategia de corredor de fondo reemplazando renta fija por variable. Pero, hasta el momento, ha tenido un importante escollo: el potencial riesgo derivado de la subida de los tipos de interés de la deuda. Tensiones en mercados emergentes, potencial daño en el mercado hipotecario y la inestabilidad como sinónimo de riesgo (la incertidumbre no es nueva) a la que me refería en el párrafo anterior. Sin olvidarnos de los imponderables, como es la crisis de Crimea. Hasta hace poco me parecía un tanto excesivo hablar de crisis, pero ahora ya no. Por definición, una crisis es un periodo de cambios de una realidad organizada en evolución. En este caso, bajo el latente riesgo de enfrentamiento militar, se encuentra una relación de sanciones/contrasanciones de difícil visibilidad sobre su final.

Y, sin embargo, pese a todo lo anterior, hay otro factor que me llama la atención: el inagotable optimismo de los inversores. Cualquier indicador de sentimiento de mercado muestra optimismo hacia el futuro, aprovechando la inestabilidad con precios a la baja de los activos como una buena oportunidad de compra. En condiciones normales, tendría todo el sentido apostar a la compra: ¿quién va a comprar si todo el que quería hacerlo ya lo ha hecho? Pero, en un contexto como el actual de elevada liquidez en las carteras y la posibilidad de nueva compra de activos

## Poco a poco, la búsqueda de rentabilidad lleva a infravalorar el riesgo en los mercados

por los bancos centrales, el efecto liquidez se retroalimenta.

La anomalía se convierte en normalidad, con un mercado que empuja a tomar más riesgo pese a que muchos inversores saben que están ya saturados. En este punto entra el término de estabilidad financiera que algunos consejeros de la Reserva Federal están utilizando para limitar esta aparente subida imparable de los activos financieros. No se trata de revertirla como de acompañarla de la mejora del escenario económico que realmente la sustenta. Del efecto liquidez a una subida de las bolsas apoyada en ratios de precios atractivos por fundamentales. Veremos.



MÁS INFORMACIÓN  
EN FINANZAS PERSONALES  
[www.lavanguardia.com/HelpMyCash](http://www.lavanguardia.com/HelpMyCash)