

7 de julio de 2010

Las dudas ensombrecen el porvenir

Hechos relevantes

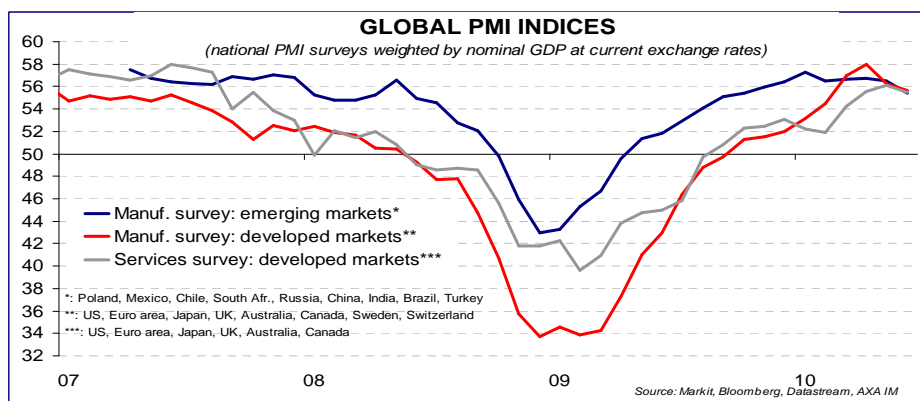
- El ciclo económico mundial ha alcanzado su apogeo, pero el riesgo de recaída en recesión en 2011 es escaso.
- La acumulación de planes de ajuste presupuestario en el año próximo sigue siendo una fuente de preocupaciones.
- Las inquietudes en torno a Europa deberían persistir.
- La política monetaria debería seguir siendo muy expansiva y así sostener el ciclo de actividad.
- La lógica de la prudencia se mantiene: neutralidad en renta variable y en deuda pública, sobreponderación del crédito (IG).

Con frecuencia se dice que es exagerando como mejor se mentaliza a la gente para hacer progresar una idea. Exageremos por lo tanto. Europa va mal, y su núcleo central, la Zona Euro, está padeciendo la crisis más profunda en su corta historia, alimentando las especulaciones sobre su desintegración. A este nivel, tal circunstancia es una exageración, pero recalca la gravedad de la situación y la posibilidad de ver cómo se desarticula el proyecto europeo en este nuevo mundo difícil de comprender, como consecuencia de los cambios de las relaciones de poder. China, India, Brasil y otros países emergentes grandes reivindican con fuerza mayor protagonismo en el comercio mundial, impulsados por un dinamismo y una confianza en el futuro de los que carece actualmente Europa. Como de costumbre, a los individuos estimulados por la ambición de un proyecto colectivo, noble o no, les cuesta pensar en lo peor. Desgraciadamente, con frecuencia

solamente ante el fracaso se dan cuenta que a fuerza de pensar siempre en la victoria, se han olvidado de pensar en una posible derrota. Esta visión crítica resulta sin embargo esencial en una situación en la que todo se pone en cuestión. En su obra «*Effondrement*», Jared Diamond identifica dos principios básicos susceptibles de permitir la supervivencia de una sociedad: la capacidad de pensar a largo plazo y la de cuestionar todo, hasta el punto de renunciar a ciertos valores si fuera necesario. El proyecto europeo precisa de un nuevo impulso que defienda la idea de prosperidad, frente a la sola promesa de estabilidad. Para ello, habrá que saber cambiar. La idea de que un simple cuestionamiento del pacto de estabilidad, optando por un mayor rigor, sería la panacea para devolver la fortaleza a la moneda única parece ilusoria. Constatamos que las carencias (presupuestarias) de los unos, y el comportamiento más virtuoso de los otros ha desembocado en unas estrategias individuales de ajuste y han debilitado irrefutablemente los designios colectivos. Ahora bien, seguramente sería solo a través de un impulso colectivo que Europa pudiera continuar construyendo una identidad unitaria, sobre todo en el plano

económico. En efecto, las medidas de protección colectiva adoptadas a lo largo de los dos años de crisis, incluida la reciente creación del fondo de estabilización financiera (EFSF) para frenar la especulación, han constituido muestras importantes de solidaridad. Sin embargo, crear una dinámica positiva verdadera precisará la aportación del proyecto europeo – y no la de una multiplicidad de iniciativas nacionales – que pondrá finalmente el acento sobre la investigación, la innovación, por tanto con el objetivo de prepararse en el futuro para luchar especialmente contra la lacra del paro de los jóvenes.

En los mercados, pesa el desorden reinante en Europa. Las cuestiones sobre el porvenir del euro están muy presentes, así como la debilidad financiera de los Estados y de los bancos que continúan alimentando los movimientos especulativos. Los CDS (medidos en función del vencimiento a 5 años) siguen en niveles muy altos, entre 260 y 300 pb, para España, Irlanda y Portugal, mientras que Grecia, oscilan en torno a los 1.000 pb, certificando la idea de una reestructuración de la deuda de ese país en un futuro próximo. Así mismo, la debilidad de las finanzas públicas, debido a las posiciones de deuda pública de los bancos, se suma a las



www.axa-im.es



inquietudes ya existentes sobre los balances de los bancos en Europa. Recordemos que todavía faltan alrededor de 200.000 millones de EUR (según las estimaciones del FMI) de créditos de dudoso cobro por provisionar. Las promesas de publicación de los «*stress tests*» de las grandes instituciones financieras europeas no han tranquilizado realmente a los mercados.

Para incidir más aún en la intranquilidad de los mercados, el comunicado del G-20 ha mostrado la dificultad de mantener la coordinación internacional de las políticas económicas en esta fase del ciclo. El celo europeo en materia de ajuste presupuestario, aunque venga dictado por los mercados, contribuyó también a alimentar las inquietudes sobre el carácter perenne del crecimiento. Estos temores se han intensificado tanto que la última andanada de indicadores de coyuntura mostró un cierto agotamiento de la dinámica de reactivación.

A la vista de las demasiado numerosas incertidumbres planeando sobre la economía mundial, nos sigue pareciendo juicioso recomendar prudencia. Así pues, por grandes clases de activos, mantenemos la neutralidad en la deuda pública y en la renta variable, mientras que sobreponderamos el crédito de buena calidad (Investment Grade) cuya valoración es atractiva. Infraponderamos las materias primas argumentando la moderación del ciclo y el exceso de oferta (metales, petróleo).

La reactivación recupera el aliento

El mes de junio ha transmitido claramente un mensaje de moderación del ciclo económico a nivel mundial. En efecto, la mayoría de las encuestas sobre actividad se han quedado paralizadas. A nivel industrial, esto no constituye una gran sorpresa, ya que se esperaba que se moderara la fuerte reconstitución de los *stocks*, que en parte determinó la recuperación. Asia, la región más avanzada en el ciclo de reactivación, ha visto como se confirmaban los signos de desaceleración ya perceptibles estos últimos meses. Más allá del Atlántico, el índice ISM-industrial se situó en 56,2 en junio, y aunque haya perdido 3,5 puntos se mantiene a un nivel compatible con un crecimiento

sólido. En la Zona Euro, se aprecia un movimiento similar, aunque la disminución de la actividad industrial haya sido menos pronunciada que en el mes anterior (55,6 frente a 55,8 en mayo). Además, de forma más sorprendente, los servicios también han contribuido a la desaceleración de la expansión. Esto podría ser indicativo de la dificultad de la recuperación para trasladarse al conjunto de la economía. Sin embargo, a este nivel, los temores que surgen sobre una posible recaída en recesión en los países desarrollados nos parecen prematuros. No se trata sin embargo de ser complacientes, habida cuenta de que la escasa capacidad de creación de empleo, sobre todo en Estados Unidos, sigue siendo una fuente de incertidumbre, mientras que el sector inmobiliario sigue mostrando una extrema debilidad y el grifo del crédito sigue estropeado. En conclusión, la desaceleración pronosticada para el 2S10 debería por tanto tener lugar.

El ajuste presupuestario

En los mercados, la cuestión es saber si la desaceleración en curso no va a desembocar en una dinámica más dañina, como consecuencia de los ajustes presupuestarios anunciados. En efecto, a pesar de la falta de coordinación de las políticas económicas de los miembros del G-20, parece seguro que el año 2011 estará marcado por los ajustes presupuestarios. El efecto negativo sobre la demanda, acumulado también a las medidas y a la disipación de las medidas de sostenimiento aplicadas hasta ahora, podría ser considerable. En Europa, se estima que las medidas de ajuste superarán ligeramente el 1% del PIB de la zona. En Estados Unidos, integrando los Estados, el ajuste sería igual de importante o incluso mayor. Esto ralentizará el crecimiento, pero aún es difícil instalarse en el catastrofismo y presagiar un error de política económica que determinara que muchas economías desarrolladas entraran de nuevo en recesión. En tal caso la política monetaria debería seguir siendo expansiva. En particular, los incrementos de los tipos directores, tanto en Europa como en Estados Unidos, en un contexto de muy baja inflación, podrían perfectamente retrasarse aún más (finalidades de 2011, o incluso 2012).

Pasar el verano a la sombra

Ante tal cúmulo de incertidumbres, tras el repunte de principios de junio, los mercados empezaron a verlo todo negro en la segunda mitad del mes. Los activos con riesgo han sufrido por tanto fuertemente, alcanzando algunas bolsas mínimos anuales. Una vez más, dominó el riesgo sistémico, en gran parte asociado a la crisis de la deuda soberana en Europa. Esto se ha traducido en el desmoronamiento de los valores financieros. Creemos que, desgraciadamente, en los próximos meses seguiremos navegando por aguas turbulentas, ya que es poco probable que los inversores encuentren rápidamente respuestas suficientemente claras a las inquietudes que pesan sobre Europa y sobre el futuro de la evolución del ciclo.

Sin embargo, a pesar de nuestra llamada a la prudencia, en un contexto que debería seguir siendo muy volátil, seguimos privilegiando más bien temáticas de crecimiento. La exposición al crecimiento de los países emergentes debería seguir siendo positiva y traducirse en fuertes crecimientos de los beneficios. Dicho sea de paso, es probable que nuestra previsión del 30% de incremento de los beneficios en 2010, que parecía optimista a la vista de las estimaciones de los analistas a principios de año, se alcance en la realidad. Es, en efecto, uno de los factores que hace que nos decantemos por la neutralidad en la renta variable, siendo las valoraciones muy razonables. También, a pesar de una dinámica de financiación frágil, defendemos todavía la temática de las fusiones y adquisiciones, típica de las salidas de recesión.

A corto plazo, nos resulta difícil ser demasiado pesimistas con respecto a la deuda pública (al menos con respecto a los '*Treasuries*' y los '*Bunds*') que debería seguir jugando su papel de valor refugio, y seguir sostenida por unas políticas monetarias muy expansivas. Al mismo tiempo, mantenemos una buena exposición al crédito con preferencia por el '*Investment Grade*' (IG) cuyo reciente incremento de las tasas implícitas de impagos hasta el 11% a 5 años (con una tasa de recuperación del 40%), es decir cerca del triple del máximo histórico, nos parece excesiva.



El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, se dirige a profesionales del sector del mercado de valores y no constituye ni asesoramiento en materia de inversión, ni oferta o recomendación de inversión en los mercados de valores. Se ha establecido sobre la base de datos, proyecciones, pronósticos, previsiones e hipótesis subjetivas. Consecuentemente el receptor de esta información debe tener presente que la evolución de las variables económicas y los valores de los mercados financieros pueden cambiar significativamente y ser diferentes a los análisis e indicaciones que figuran en este documento.

La información técnica incluida en el documento ha sido facilitada por proveedores profesionales de información económica, estadística y del mercado de valores. AXA INVESTMENT MANAGERS no asume responsabilidad alguna por aquellas decisiones que se adopten en base a la información facilitada en este documento informativo y no asume como propias los análisis, opiniones, proyecciones y previsiones contenidas en el mismo. Asimismo, AXA INVESTMENT MANAGERS declina toda responsabilidad por el uso incorrecto o inadecuado de la información contenida en el presente documento.

Al recibir la información contenida en el presente documento, los destinatarios deben tener en cuenta que (i) el mercado financiero es fluctuante y que está sujeto a variaciones, que (ii) los tipos de cambio pueden sufrir oscilaciones que incidan directamente en la rentabilidad de las inversiones, tanto al alza como a la baja y que (iii) la información contenida en el documento no debe ser divulgada a terceros y su reproducción total o parcial está sujeta a autorización previa de AXA INVESTMENT MANAGERS.