



«Las empresas de los países desarrollados son conscientes de que los mercados en los que pueden aumentar ventas son los emergentes»

DAVID CANO es socio de Afi y director general de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

Fases coordinadas

Los PIB del primer trimestre del año permiten afirmar que, al inicio de 2011, las economías desarrolladas cerraron lo que podríamos denominar la «fase I» de la crisis, en la que no sólo han conseguido evitar mayores caídas del PIB (el mínimo se registró en el primer trimestre de 2009), sino que lo han situado en máximos históricos o muy cerca. EEUU y Alemania son los ejemplos más notables, mientras que el Reino Unido es el país más rezagado y Japón deberá posponer la culminación de esa fase debido al terremoto del 11 de marzo y a sus consecuencias.

En general, pues, podemos defender que los países desarrollados han comenzado ya la fase II, que se caracteriza por las necesidades de desapalancamiento de casi todos los agentes, especialmente los Gobiernos, las familias y el sistema financiero (que, a partir de ahora, debe además satisfacer unos ratios de solvencia más exigentes). Las previsiones de crecimiento del PIB para esta nueva etapa, que podría durar hasta un lustro, son modestas, ante la ausencia de un soporte como el de antaño del consumo privado y el gasto público. Gran parte de la responsabilidad del crecimiento recaerá, por tanto, en la inversión empresarial y, sobre todo, en la demanda externa y, para ello, será clave que se consiga aplicar con éxito esta segunda fase, en la que ya han entrado las economías emergentes.

Durante la crisis en los países desarrollados, estas economías fueron capaces de cumplir el *decoupling* (seguir creciendo de manera más o menos robusta), en la que sería su fase I. Por-

que los BRIC y los N-11 son conscientes de que su motor de crecimiento en el futuro ya no va a residir ni en las exportaciones ni en la inversión empresarial, sino en el gasto de sus hogares. Tras varios años de elevada generación de empleo y aumento de la renta disponible, el menor crecimiento relativo del consumo ha permitido una fuerte acumulación de ahorro, que ahora puede verse materializado en mayores decisiones de consumo.

Las empresas de los países desarrollados son conscientes de que los mercados en los que pueden aumentar ventas son los emergentes. Y así se está ya revelando, permitiendo un avance de los beneficios de las grandes compañías cotizadas de entre el 10 y el 15% anual, un aumento de los BPA que no está encontrando reflejo en las cotizaciones bursátiles (el saldo de los últimos 12 meses es prácticamente nulo), lo que provoca una cesión de los principales ratios de valoración, como el PER o la rentabilidad por dividendo. Los niveles de valoración actual, junto con los reducidos niveles de rentabilidad de las emisiones de renta fija soberanas *core* (especialmente, tras la relajación reciente), provoca que la renta variable esté aumentando su atractivo relativo, más aun si tenemos en cuenta el régimen de reducida volatilidad al que estamos asistiendo. Junto a la renta variable, el otro activo atractivo sigue siendo la renta fija *high yield*, que se está viendo favorecida no tanto de la reducción de diferenciales (como en 2009 y parte de 2010), sino de los niveles relativamente elevados que todavía presentan ::