



Perspectivas económicas para 2011-2012: ajustes obligados

[Comstock/Thinkstock]

Han pasado seis meses desde las últimas jornadas de Análisis Económico y de Mercados de Afi, pero el mapa de riesgos que se dibujaba entonces sigue teniendo vigencia en la actualidad. Sus implicaciones para el escenario de crecimiento mundial y nacional, y las estrategias más convenientes para su gestión desde el punto de vista de la inversión en activos financieros han vuelto a dirigir la línea argumental de las Jornadas del pasado mes de mayo.

Sara Baliña

ENTORNO GLOBAL: LA CRISIS SOBERANA EN EL ÁREA EURO, A PRIMER PLANO

El último semestre de 2010 y los primeros meses de 2011 han servido para confirmar que la recuperación económica a escala mundial sigue su curso, aunque no exenta de amenazas y con la persistencia de disparidades relevantes entre áreas. Los avances próximos al 4% anual establecidos por los principales organismos internacionales para el crecimiento mundial en 2011 y 2012 llevan aparejados crecimientos del orden del 6% para el bloque emergente y de apenas el 2-2,5% en el de países desarrollados, en consonancia con la mayor importancia relativa adquirida por el primero en el panorama internacional con motivo de la crisis y la constatación de su desacoplamiento del ciclo de las economías más maduras.

Sin embargo, la emergencia de los primeros síntomas de recalentamiento en economías como Brasil o China y, sobre todo, la necesidad de mantener alineados

con los niveles objetivos las tasas de inflación, a día de hoy, sustancialmente por encima debido al fuerte encarecimiento del precio de la energía y los alimentos, ha acentuado la aplicación de políticas restrictivas, en el plano fiscal pero principalmente en el monetario. Un endurecimiento de las condiciones financieras que está empezando a trasladarse a los registros más contemporáneos de actividad, anticipan cierta pérdida de pulso en la dinámica de recuperación emergente. La apreciación reciente de sus divisas, sobre la base de unos fundamentos económicos sólidos en la mayoría de los casos y un diferencial de rentabilidad con las economías desarrolladas atractivo, está limitando las presiones inflacionistas pero, a su vez, supone un *handicap* para la competitividad-precio de sus exportaciones.

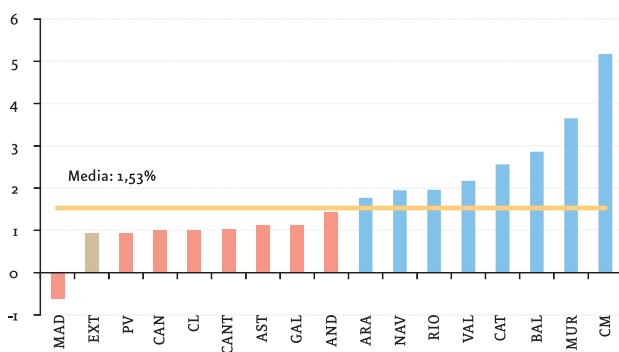
En los países desarrollados, el Área euro continúa copando el grueso de los focos de inestabilidad. El buen tono de las bases de crecimiento de Alemania y Francia se diluye cuando se observan las perspectivas para las

economías periféricas (incluida España) y la acentuación de las tensiones soberanas en aquellas que ya han requerido la asistencia financiera de la UE y el FMI. Las dificultades para reconducir la posición de sus cuentas públicas, en un contexto de austeridad agresiva y máxima debilidad de la base de ingresos, continúan lastRANDO la confianza del mercado en su solvencia a medio plazo. El resultado: los diferenciales de financiación soberanos de Grecia, Irlanda y Portugal se sitúan hoy por encima de los niveles anteriores a la articulación de los programas de rescate. Con la eficacia de las ayudas en cuestión, el mercado sigue pensando en clave de reestructuración, sobre todo en el caso de la deuda helena. Una participación de los bonistas privados en las medidas de rescate que, a la espera de que se defina, amenaza con generar pérdidas cuantiosas para los sectores bancarios tenedores de la deuda griega (el francés y alemán, principalmente) y propiciar un nuevo rebrote de riesgo sistémico, con contagio a economías como España, Italia o Bélgica, hasta el momento, relativamente ajenas al castigo.

Aun cuando la crisis soberana sigue lejos de resolverse, el BCE ha iniciado el cambio de rumbo en su estrategia de política monetaria

Aun cuando la crisis soberana sigue lejos de resolverse, el BCE ha iniciado el cambio de rumbo en su estrategia de política monetaria, primero con el endurecimiento de su discurso en materia anti-inflacionista y a continuación con la primera subida del tipo *repo* en abril hasta el 1,25%. Un posicionamiento que contrasta con el adoptado por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, todavía preocupados por la salud de la recuperación de sus economías. En el caso de EEUU, la recaída de los índices de confianza empresarial y de la producción en la industria, pese a tener un

Ajuste necesario por CCAA para alcanzar objetivo de déficit público de 2011 (1,3% PIB) (% del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

carácter coyuntural vinculado al impacto de la crisis en Japón sobre el ciclo manufacturero, ha alertado a la Reserva Federal de los riesgos de una retirada prematura de los estímulos. No esperamos una nueva versión del *quantitative easing* una vez finalice en junio, pero sí un mantenimiento de las posiciones en balance de los activos adquiridos desde el inicio de la crisis. En materia de tipos de interés, la primera subida de los *fed funds* puede trasladarse a principios de 2012, mientras que para el BCE esperamos al menos dos subidas adicionales de aquí a cierre de 2011 (hasta el 1,75%).

ECONOMÍA ESPAÑOLA: LO QUE QUEDA POR HACER

Desde las anteriores Jornadas celebradas en noviembre de 2010, la economía española ha logrado avanzar en puntos clave para mantener la confianza del mercado y garantizar el esquema actual de financiación.

Al cumplimiento del objetivo de déficit público establecido para 2010, se ha unido el reforzamiento de los requisitos de capital para el sector bancario y la aceleración de su reestructuración, la contención en las necesidades de financiación exterior, la re-apertura del mercado primario de emisiones para agentes privados durante el primer trimestre de 2011 y los menores niveles de apelación a la liquidez del Eurosistema. Además, el buen comportamiento del sector exterior ha contribuido a dar soporte al cuadro macro y ha permitido la consecución de varias tasas trimestrales positivas del PIB pese a la falta de pulso de la demanda doméstica.

Sin embargo, el mapa de riesgos que queda por sortear en lo que resta de 2011 es todavía exigente y pasa por:

- la restauración de las bases de crecimiento interno como garantía de crecimiento futuro. La salud del mercado laboral y de la demanda de vivienda, son claves.
- el cumplimiento con los objetivos de consolidación fiscal. En cuestión, la capacidad de las Comunidades Autónomas para adoptar las medidas de ajuste del gasto que garanticen reducir las potenciales desviaciones del objetivo de déficit establecido para este año.
- la finalización –con “éxito”– de las reformas en curso: bancaria y laboral, y
- la aceleración de la reducción del endeudamiento privado ante la persistente restricción crediticia.

La contracción de la actividad pública va a constituir uno de los principales lastres para la recuperación económica en 2011

El segundo punto es especialmente relevante en el momento actual. Las mayores dudas residen en el compromiso de las administraciones territoriales para reconducir sus posiciones de déficit, después de una ejecución presupuestaria para el primer trimestre del año que ya lo sitúa en el 0,46% del PIB frente a un objetivo para el conjunto de 2011 del 1,3%. Tras una primera ronda de ajustes, que ha sido in-

ciente y afectado sobre todo al gasto en inversión, todo apunta a que la segunda adquirirá mayor dimensión a partir de mayo, con la aceleración de los recortes no sólo en gasto de capital sino también en gasto corriente (contención del gasto de personal a través del control de la tasa de reposición y la fusión, extinción y/o privatización de entes dependientes, reducciones en gasto farmacéutico, menores subvenciones, etc.).

Sin duda, la contracción de la actividad pública va a constituir uno de los principales lastres para la recuperación económica en 2011. Con datos a primer trimestre, la “otra construcción”, que incluye la inversión pública, es el componente de la demanda doméstica que registra las mayores correcciones.

Nuestro escenario de previsiones para el horizonte 2011-2012 apenas se ha visto alterado. Mantenemos un crecimiento esperado para este año del 0,8%, que podría elevarse a la cota del 1,2% en 2012. Las ganancias de ocupación continuarán siendo moderadas (no contaremos con creación neta de empleo en el conjunto del ejercicio hasta 2012) e insuficientes para reducir la tasa de paro por debajo de niveles del 21%. Contenidas las presiones en el precio de la energía, la inflación general debería cerrar 2011 más próxima al 2% que al 3,5% actual, y seguir moderando hasta referencias del 1,7% a medida que avanza 2012.

PERSPECTIVAS PARA MERCADOS FINANCIEROS: VALORACIONES EXIGENTES

En un entorno en el que las rentabilidades esperadas a largo plazo apenas alcanzan para una cartera global el 3,5% anual, se configura clave para las carteras de inversión en el corto plazo gestionar también de manera eficiente el *market timing* y ampliar el universo de inversión, contando con nuevos activos que permitan dotar a las carteras de un mayor rendimiento. Y es que, la diferencia de rentabilidad media para una cartera ge-

nérica formada por un 40% de activos riesgo (15% bolsa + 25% RFP) y un 60% de deuda pública (5% letras+35% Brooy; +20% B30y) desde 1980 a hoy, es muy significativa: un 6,5% de entonces frente a un 3,3% actual.

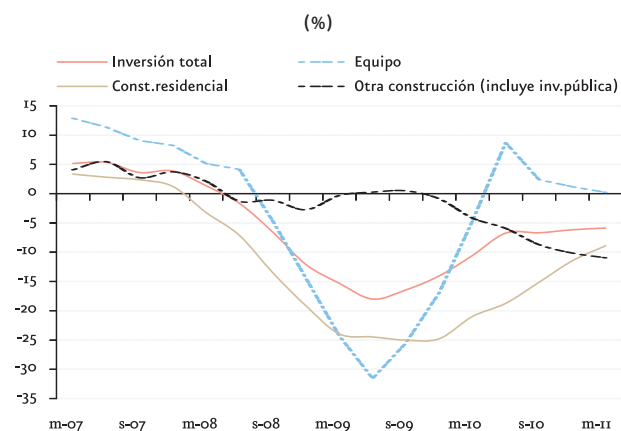
Propuestas ante una nueva “limitada” curva de rentabilidades esperadas a largo plazo, con implicaciones sobre la gestión de carteras a corto plazo

En este sentido, los momentos de entrada en determinados activos son fundamentales para poder optimizar esa reducida rentabilidad que esperamos en los activos “tradicionales” para los próximos años y, para ello, es necesario contextualizar el entorno de mercado y saber relativizar las exigentes valoraciones que descuentan actualmente los mercados.

En lo referentes a los activos bursátiles, sí es cierto que estamos observando un avance de los beneficios de las grandes compañías cotizadas de entre el 10 y el 15% anual. Sin embargo, este aumento de los BPA no está encontrando reflejo en las cotizaciones bursátiles (el saldo de los últimos 12/18 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 aún si tenemos en cuenta el régimen de reducida volatilidad al que estamos asistiendo.

Junto a la renta variable (tanto europea como estadounidense, en este segundo caso con el factor generador de rentabilidad adicional, en nuestra opinión, del dólar, para el que esperamos una apreciación a medio plazo), el otro activo atractivo sigue siendo la renta fija *high yield*, que se está viendo favorecida, no tanto de la

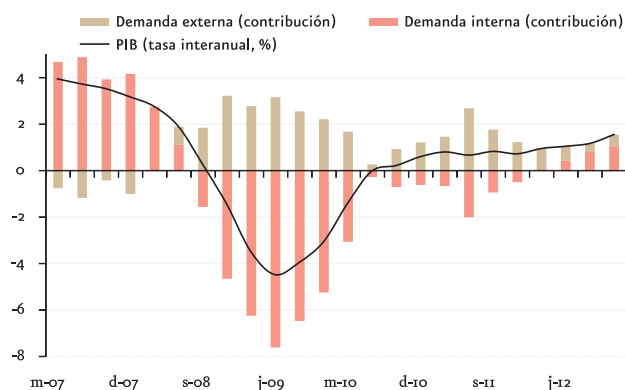
Evolución interanual de la inversión en España por partida



Fuente: elaboración propia a partir de INE.

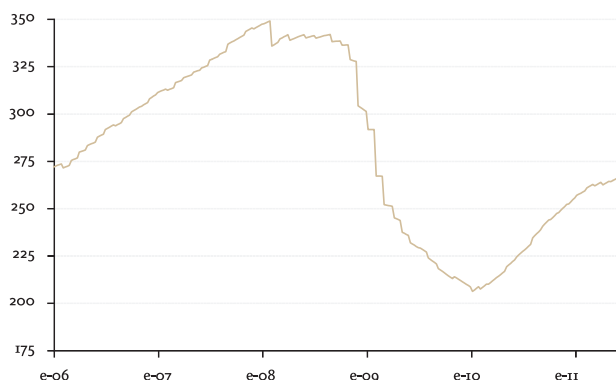
Contribución al crecimiento del PIB de España.

Previsiones Afi 2T11-2012



Fuente: elaboración propia a partir de INE.

Evolución del BPA del Eurostoxx 50 (EUR/acción)



Fuente: elaboración propia a partir de Factset.

reducción de diferenciales (como en 2009 y parte de 2010) sino de los niveles relativamente elevados que todavía presentan.

En un marco de relativa estabilidad en el mercado de divisas (al menos, en el cruce USD/EUR, que se mueve en el rango 1,4000-1,4800), el otro foco de atención sigue siendo la deuda soberana de los países periféricos del Área euro, y en particular, la concreción del programa de asistencia financiera a Portugal y la aprobación del segundo paquete a Grecia, un año después de que se diseñara el primero. Sendas noticias suponen un elemento positivo para la percepción del conjunto del Área Euro y de un país en particular, España. El exceso de rentabilidad que deben ofrecer las emisiones de renta fija de cualquier emisor español, más allá de la volatilidad intradiaria, se mantiene ajeno al repunte de sus homólogas irlandesas, griegas o portuguesas. Ahora bien, no es menos cierto que tampoco ceden, lo que permite que la inversión en activos de renta fija españoles sea atractivo con un horizonte de inversión a medio y largo plazo.

Junto a la renta variable y el dólar, la renta fija high yield es también el otro activo con rentabilidades atractivas

Por último, una reflexión sobre el BCE. El Consejo de Gobierno del pasado 9 de junio se saldó sin cambios en materia de tipos de intervención – con un tipo repo estable en el 1,25% – pero con el preludio de una nueva subida de tipos en la próxima reunión de Julio (el día 7). La vuelta del “strong vigilance” al comunicado del BCE en relación a las actuales presiones en materia de precios (IPCA del Área euro en el 2,7% interanual) y a sus previsiones de inflación para 2011 (próximas al 2,5%) fueron esgrimidos como principales justificantes.

Asimismo, la autoridad monetaria europea también dejó clara su posición en lo que respecta a la separación que existe entre la orientación de su

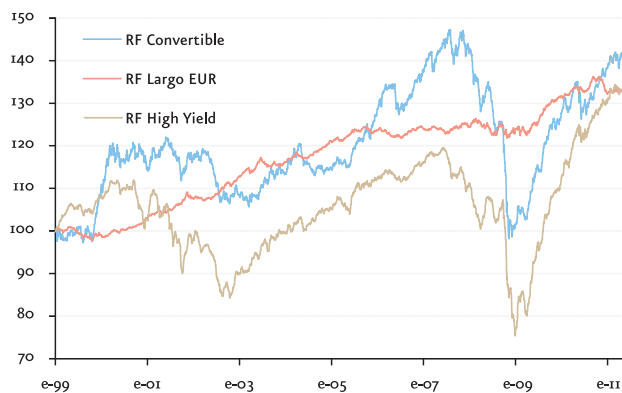
Evolución del Eurostoxx 50



Fuente: elaboración propia a partir de Factset.

política monetaria convencional – en proceso de normalización – y la no convencional, que todavía se muestra muy acomodaticia. En lo que respecta a la segunda, el BCE volvió a renovar las operaciones de inyección de liquidez a las entidades financieras del Eurosistema en su formato *full allotment* para las Operaciones Principales de Financiación así como para las de más largo plazo (1 y 3 meses) con las mismas características que hasta ahora habían imperado. La vigencia de estas medidas extraordinarias está garantizada hasta, al menos, octubre. En un contexto en el que la demanda de liquidez para el conjunto de entidades del Eurosistema es cada vez menor, esta medida de apoyo está básicamente orientada a preservar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, garantizando el acceso a la liquidez a aquellas entidades o sistemas financieros concretos (IRL, GRE, POR) que, a día de hoy, son incapaces de apelar a los mercados de financiación mayorista. En conclusión, el EONIA volverá a subir a corto plazo (hasta la zona del 1,5%), mejorando algo su rentabilidad la inversión en el activo con menor riesgo de todo el universo de activos financieros: el interbancario a un día ::

Evolución del índice Afi de fondos de inversión



Fuente: elaboración propia.