



2012 un año crucial para España

Jornadas de Análisis Económico y de Mercados

Hemos abordado este año las Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de Afi bajo el escenario de la crisis soberana en un momento clave para el devenir de las economías del euro con el objetivo de esgrimir los retos a los que se enfrenta la economía española en 2012 (acceso a la financiación, recuperación económica y sostenibilidad de las cuentas públicas) y establecer las pautas claves en la gestión de carteras de activos. Adelantamos que el balance de riesgos actual aconseja optar por un perfil conservador.

Departamento de Análisis Económico y de Mercados de Afi

ENTORNO INTERNACIONAL Y ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las últimas Jornadas de Análisis Económico y de Mercados de Afi han transcurrido en medio de un entorno internacional de máxima desconfianza en los mercados financieros, particularmente en los del área euro, donde la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos ha ido ganando enteros ante la falta de una respuesta lo suficientemente contundente desde la esfera institucional como para dar solución a la crisis soberana. El repunte de las curvas de deuda de Italia o España hasta niveles de rentabilidad superiores a los que precipitaron la activación de los programas de asistencia financiera en las economías ya rescatadas, el incremento de las primas de riesgo país en soberanos hasta ahora ajenos al

castigo a la deuda pública (Francia, Austria u Holanda, entre otros) o las dificultades que el propio Tesoro alemán encontraba recientemente para apelar al mercado son algunos de los principales exponentes del grado de estrés al que se encuentran sometidos los mercados de bonos públicos en Europa.

Las alternativas propuestas para restaurar la confianza en mercados se han situado, de forma reiterada y hasta la fecha, por debajo de lo exigido para alterar la dinámica que arrastra en los últimos meses no sólo la deuda pública, sino también el resto de variables financieras de la región. La depreciación del euro es un buen ejemplo de esto último y resulta significativa de cierta reasignación de flujos que, circunscrita hasta la fecha a

los países del euro (movimientos de flujos desde la periferia al «núcleo»), comienza a reflejar una salida de flujos hacia otras áreas monetarias (fundamentalmente, el dólar). Dicha tendencia, de acelerarse y ganar en intensidad, puede llegar a convertirse en una «huida de capitales» en toda regla con las implicaciones que ello supone sobre los bancos del euro y su capacidad para movilizar crédito hacia el resto de agentes económicos del sistema: familias, empresas y, en última instancia, el sector público.

Urge la elaboración de respuestas de calado, ágiles y lo suficientemente contundentes para restaurar la confianza en los mercados financieros

Urge, por tanto, la elaboración de respuestas de calado, ágiles y lo suficientemente contundentes para restaurar la confianza en los mercados financieros. Las propuestas para reforzar la facilidad de estabilidad financiera europea (EFSF, por sus siglas en inglés) y aumentar su capacidad de préstamo efectiva (poco más de 200.000 millones de euros, teniendo en cuenta las cantidades ya comprometidas en los programas de rescate vigentes) o la posibilidad de que el FMI active líneas de liquidez a los países que atraviesen dificultades financieras, adolecen de las características necesarias para convertirse en la panacea que exige a día de hoy el mercado. El tamaño de los mercados de bonos, sobre todo en Italia y España (por sí solos suponen algo más de dos billones de euros), unido a la tosca flexibilidad y al pobre esquema de garantías del EFSF (participación de soberanos «cuestionados» por el mercado) y al exigente calendario de vencimientos de deuda pública periférica en los próximos meses, son factores que, entre otros muchos, limitan el potencial de estas herramientas para convertirse en un «cortafuegos» efectivo.

Son las propuestas orientadas a una mayor «mutualización» de riesgos las que, a día de hoy, cuentan con la entidad suficiente para revertir la actual dinámica de mercados. La propuesta de emisión de eurobonos de la Comisión Europea, títulos con el respaldo del conjunto de Tesoros del área euro, va en la buena dirección, aunque Alemania parece condicionar cualquier tipo de transferencia de riesgos en el ámbito soberano a la configuración de una suerte de unión fiscal para Europa que garantice un poder de fiscalización pleno de las instituciones europeas sobre los presupuestos nacionales. Esta alternativa puede servir como hoja de ruta de la crisis a medio plazo, pero, lógicamente, requiere del establecimiento de mecanismos a corto creíbles para frenar una deriva en las variables financieras como la observada desde el verano pasado. El papel del BCE es, por su mera capacidad para movilizar recursos, clave para restaurar la confianza, aunque su predisposición a

ser parte de la solución en la crisis soberana está siendo, de momento, limitada. Sin su apoyo, es difícil pensar en una vuelta a la «normalidad» financiera, con consecuencias incalculables y apertura de escenarios extremos para las economías que acumulan desequilibrios más pronunciados en su posición fiscal y financiera.

En este contexto, resulta lógico pensar que la evolución de la economía española en los próximos trimestres va a depender, en buena medida, de la idoneidad de la respuesta de las autoridades europeas a la actual crisis, sin despreciar el papel de los factores internos a la hora de afrontar los retos económico-financieros de España en 2012.

El acceso a la financiación es el primero y más importante de estos retos. Las necesidades de refinanciación de la economía el próximo año ascienden a 283.000 millones de euros atendiendo solamente a los vencimientos de deuda del Estado, comunidades autónomas, deuda de agencias y sistema bancario (este último, 120.000 millones). En el caso del Estado, el mantenimiento de la base de demanda interna en las subastas del Tesoro va a ser clave dada la pérdida progresiva de «apetito» por papel español de los no residentes que muestra la evolución más reciente de la estructura de tenencias de deuda del Estado.

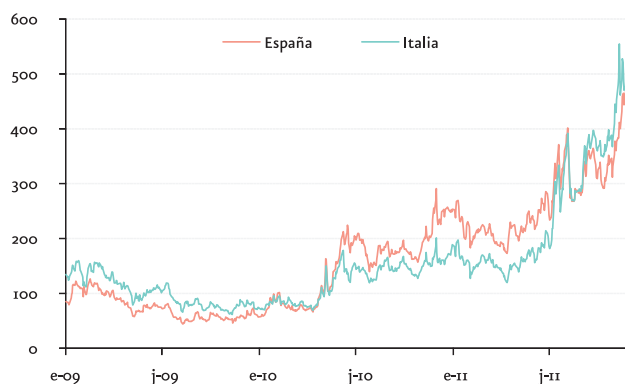
Resulta lógico pensar que la evolución de la economía española va a depender, en buena medida, de la idoneidad de la respuesta de las autoridades europeas a la actual crisis

Para ello, es de vital importancia mantener el correcto funcionamiento del mercado repo con colateral español, que garantiza la «utilidad» de los títulos del Tesoro como instrumento de descuento ante las cámaras de compensación y que ofrecen una vía de financiación de extrema relevancia para un sistema bancario como el español, en el que el acceso a los mercados mayoristas se ha visto claramente restringido y en el que la liquidez del eurosistema desempeña hoy un papel trascendental como fuente de financiación (con datos a octubre, el recurso «neto» al BCE se sitúa en 76.000 millones de euros, ligeramente por encima de lo que le corresponde al sistema español en función de su clave de capital). Este último factor, unido al deterioro en la calidad de los activos del sistema (incremento de la morosidad), a buen seguro introducirá incentivos a «adelgazar» balance para cumplir con requisitos de solvencia (capital regulatorio). La restricción crediticia es la derivada más inmediata de este proceso de desapalancamiento, con efectos claros sobre la capacidad de recuperación de la economía (esperamos una caída de la inversión crediticia de 93.000 millones de euros en 2012).

La necesidad de buscar el equilibrio entre consolidación fiscal y crecimiento es otro de los retos destacados

Primas de riesgo soberano

(diferenciales del tipo de interés a 10 años con Alemania)



Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.

de 2012. La reducción de gasto público necesaria para cumplir con los objetivos de déficit entre 2011-2013 es compatible con un ajuste acumulado de 27.000 millones de euros. Las implicaciones sobre la demanda doméstica son evidentes: caída de la renta disponible de los hogares y, en consecuencia, del gasto privado, lo que, unido a la corrección del consumo y a la inversión pública, resulta en una demanda interna claramente recesiva. Las perspectivas para el empleo el próximo año se sitúan en consonancia con el escenario planteado para la demanda interna, con una disminución de la ocupación próxima a las 200.000 personas y un repunte de la tasa de paro hasta cotas cercanas al 23%. La traducción en términos de crecimiento es meridiana: crecimiento cero del PIB en 2012 con recaída de todos los componentes de la demanda interna sólo compensada por el tirón de las exportaciones, auténtico soporte del cuadro macro de la economía española prácticamente desde finales de 2009.

La austeridad fiscal en un contexto de pobre crecimiento conduce, finalmente, a considerar la cuestión de la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente relevante en un momento como el actual de significativo escrutinio de los mercados sobre la capacidad de los soberanos de generar dinámicas de deuda sostenible. Los niveles de partida de la deuda pública española (70% del PIB) son, sin duda, una ventaja comparativa frente a otras economías periféricas con un sector público más endeudado, y, aunque existen riesgos derivados de un deterioro adicional de las condiciones de financiación (incremento del coste medio de la deuda) o de un crecimiento inferior al esperado, nuestro escenario central pasa por una estabilización del ratio de deuda pública sobre PIB que, con el tiempo, se aproximaría al de otros soberanos del área euro como los de Francia, Austria o la propia Alemania. Una perspectiva plausible, pero que exige de contención en el coste de la deuda y ajuste fis-

cal severo, aunque combinado con estrategias compatibles con una senda de crecimiento sostenida a medio y largo plazo.

POSICIONAMIENTO EN MERCADOS FINANCIEROS: LA «TRINIDAD IMPOSIBLE»

En economía internacional, existe un trilema denominado la «Trinidad imposible» basado en el modelo Mundell-Fleming (desarrollado en la década de los sesenta por Robert Mundell y Marcus Fleming), que advierte que es incompatible que un país pueda combinar una política monetaria independiente con un libre movimiento de capitales y un tipo de cambio fijo. Así, por ejemplo, un país con una cuenta de capital abierta puede sufrir una intensa presión depreciadora de la moneda que debe llevar a su banco central a intervenir para garantizar la estabilidad del tipo de cambio, en una acción que ponga en cuestión su independencia y la consecución de otros objetivos como el de la estabilidad de precios. Por tanto, dicho país debe elegir dos de las tres opciones. Puede fijar su tipo de cambio sin debilitar a su banco central -pero sólo mediante el mantenimiento de controles sobre los flujos de capital-, puede permitir la libre movilidad de capitales manteniendo la autonomía monetaria -pero a expensas de dejar que el tipo de cambio fluctúe- o, por último, puede optar por permitir el libre movimiento de capitales y estabilizar la moneda -pero sólo optando por el abandono de cualquier posibilidad de ajustar las tasas de interés para combatir la inflación o la recesión.

El acceso a la financiación es el primero y más importante de estos retos

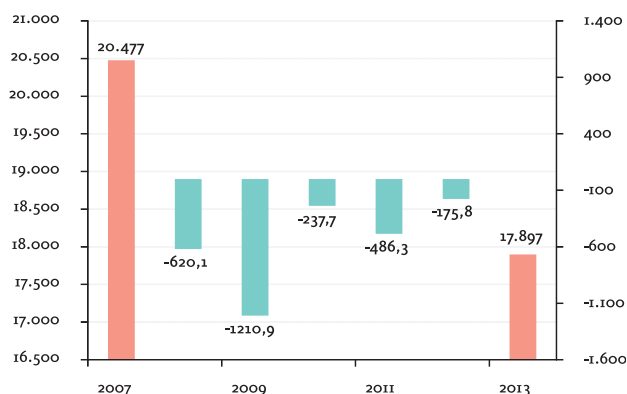
Pues bien, en el contexto actual, de fuerte inestabilidad en los principales segmentos de mercado y riesgos claros de recaída en las principales economías desarrolladas, las estrategias de inversión en activos financieros persiguen más que nunca tres elementos: reducir exposición a riesgo soberano -en concreto, a deuda pública de la periferia del área euro-, minimizar la volatilidad asumida y lograr un mínimo de rentabilidad.

La mejor alternativa para reducir la concentración de riesgo nacional en las carteras es introducir exposición a mercados financieros de otros países desarrollados o, incluso, emergentes, ahora bien, conscientes de que la volatilidad generada vía tipo de cambio va a ser elevada y va a poner en entredicho la segunda de las exigencias.

Y, además, con los tipos de interés de la deuda pública core a 10 años (EEUU, Alemania, Gran Bretaña y Japón) en tasas inferiores a la inflación prevista para la próxima década, las dificultades para cumplir con el objetivo de rentabilidad son máximas. Ante la imposibili-

Estimaciones Afi de ocupación para España 2011-13

(variaciones anuales en miles y total para 2007 y 2013)



Fuente: elaboración propia a partir del INE.

dad de satisfacer los tres requisitos, la opción de plantear una estrategia de gestión de marcado sesgo conservador y orientada a la preservación del capital se impone, al menos a más corto plazo, hasta que la resolución de la crisis soberana del euro adquiera visibilidad y se reduzcan las primas de riesgo exigidas al grueso de activos financieros. En ese momento, y atendiendo a nuestro escenario central, optaríamos por reorientar los pesos en carteras hacia activos que ofrezcan un plus de rentabilidad y un perfil más arriesgado.

La necesidad de buscar el equilibrio entre consolidación fiscal y crecimiento es otro de los retos destacados de 2012

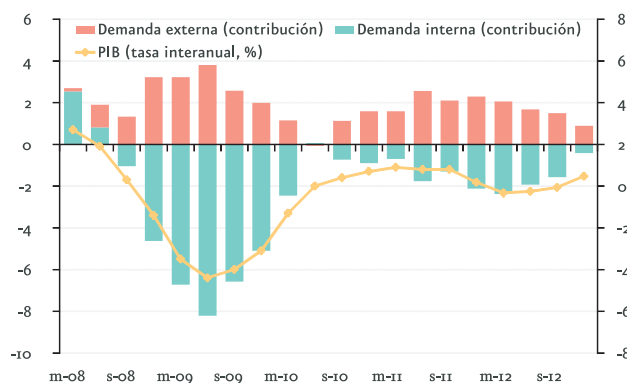
Es por ello que hemos activado la recomendación de que la nueva exposición a deuda pública española que quiera realizarse de aquí a principios de 2012 se lleve a cabo través de letras con vencimiento tres-seis meses para reducir al máximo el riesgo de duración que supone la inversión en los tramos largos de la curva. Además, teniendo en cuenta que, a día de hoy, una letra del Tesoro está remunerando un tipo del 5% frente al 6-7% de un bono con plazo superior a los dos años, la mayor rentabilidad que ofrece el segundo activo no logra compensar el mayor riesgo asumido. La elevada correlación que ha mostrado en los últimos meses la deuda bancaria avalada con la deuda pública justifica nuestra recomendación de no incluir este activo en cartera y sí optar por cédulas hipotecarias con un mejor comportamiento relativo en el último episodio de estrés soberano. Los fondos garantizados de renta fija son otro activo seleccionado para nuestra cartera recomendada. En lo que respecta a la renta variable, tanto la prima por riesgo implícita en las cotizaciones como el impacto que so-

bre los beneficios empresariales esperamos que tenga la confirmación de un escenario con tintes recesivos en las economías del euro de aquí a finales de 2012 hacen que mantengamos la infraponderación en Bolsa europea (ciframos en un 15% la corrección adicional que puede registrar a tres-seis meses vista) y alertemos de un posible nuevo mínimo del Ibex-35 en niveles de 6.500 puntos. La decisión de entrada en renta variable para aquellos inversores dispuestos a asumir el riesgo de corrección previsto debería materializarse en sectores defensivos, con beta reducida al escenario de crecimiento económico y menor sensibilidad a revisiones en beneficios.

Recomendamos que la nueva exposición a deuda pública española que quiera realizarse de aquí a principios de 2012 se lleve a cabo través de letras con vencimiento tres-seis meses

Por último, y con el panorama descrito, mencionar nuestra visión de depreciación gradual del euro hasta cotas de 1,25 dólar/euro a finales de 2012 (actualmente, en niveles de 1,33). Si la salida a la situación actual pasa por un mayor activismo del BCE inyectando liquidez al sistema bancario y/o comprando deuda pública en secundario, el incremento de la base monetaria asociada ejercería de fuerza depreciadora para la divisa comunitaria. Si, por el contrario, ganan probabilidad escenarios extremos de resolución de la crisis, se intensificarían las presiones vendedoras sobre el euro y más teniendo en cuenta los efectos colaterales que esos escenarios de riesgo tendrían sobre la viabilidad de las economías núcleo mejor posicionadas. La búsqueda de refugios alternativos ajenos a Alemania retroalimentaría el castigo ::

Previsiones Afi de contribuciones al crecimiento interanual del PIB de España en 2011-12 (%)



Fuente: elaboración propia a partir del INE.