

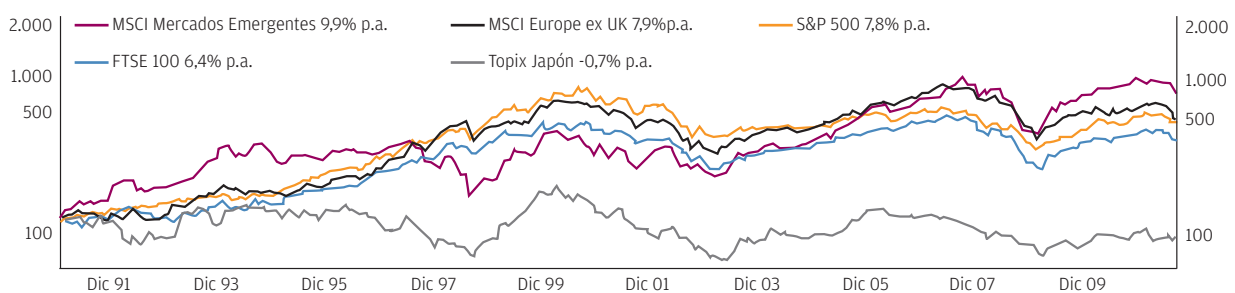
Perspectivas

cuarto trimestre de 2011

Evolución de los mercados

Este verano los mercados han sufrido una de las peores correcciones de los últimos años, caídas que han situado a algunos de los principales índices de renta variable en niveles cercanos a los mínimos que marcaron en 2009 (aunque estas caídas deberíamos analizarlas con algo de perspectiva histórica). Las razones que más se han utilizado para explicar la caída son principalmente dos: un deterioro económico global y la crisis europea, por lo que vamos a dedicar la mayor parte del Perspectivas a analizar estos factores.

Gráfico 1. Evolución de los principales mercados de renta variable - 20 años a septiembre 2011



Fuente: J.P. Morgan Asset Management.

¿Cuál es la situación económica mundial?

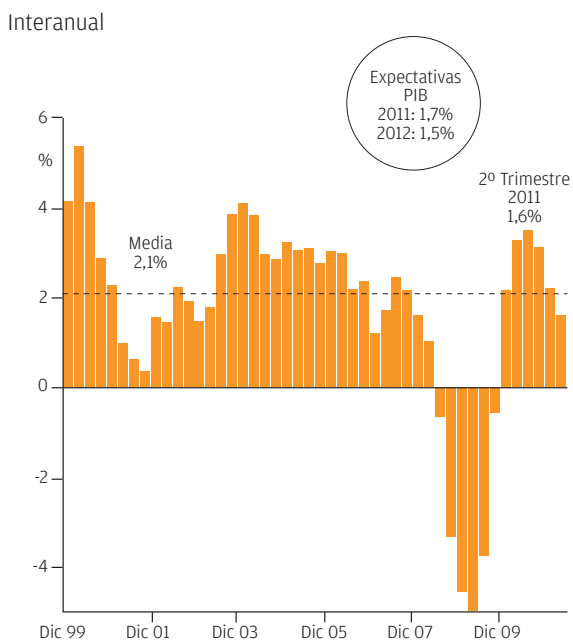
Dejando de lado la crisis en Europa y los problemas fiscales en Estados Unidos, los datos que se han publicado en las últimas semanas apuntan hacia un entorno económico global más favorable de lo que anticipaba gran parte del mercado hace unos meses. Aún así, el deterioro de la confianza de las principales economías estos meses, un mercado laboral que no se recupera, la destrucción de riqueza como resultado de las caídas de la bolsa y la acumulación de inventarios a nivel empresarial no parecen un buen augurio de cara a los próximos meses. En su último informe, el Fondo Monetario Internacional no podría decirlo más claro: "la economía global se encuentra en una peligrosa nueva fase. La actividad global se ha debilitado y transformado en más desigual, la confianza ha caído recientemente, y los riesgos de un deterioro aumentan", y añadía que la única manera de esperar una recuperación más fuerte es si los Gobiernos actuaban de manera más decisiva sobre su política fiscal, el sector financiero y las balanzas de pagos. Frente a un 5.1% de 2010, el crecimiento global estimado es de 4% para 2011 y 2012, contribuyendo de forma significativa las emergen-

tes (6.4%) frente a las economías desarrolladas (1.6%). Si se cumple, el crecimiento global estaría en línea con el registrado de media en la década 1997- 2007, pero estas estimaciones asumen varios hechos aún inciertos: que las autoridades europeas contengan la crisis de los países periféricos, que las autoridades americanas consigan equilibrar la consolidación fiscal y el apoyo al crecimiento económico, y que no empeore la situación de los mercados financieros - en el caso de que no se cumplan estas condiciones el crecimiento estimado sería mucho menor.

Nuestro indicador avanzado de crecimiento global, que se compone de índices de economías emergentes y desarrolladas, ha caído en septiembre (a su nivel más bajo desde mayo de 2009). Aún no anticipa una recesión, sino más bien una pausa en el ciclo expansivo, pero las lecturas de los países desarrollados se han deteriorado considerablemente. Un factor positivo es que la inflación parece que ha tocado techo y probablemente caiga en 2011/2012, una tendencia que debería ser más evidente a partir de finales de año.

En **Estados Unidos** algunos indicadores de actividad económica han sido mejores de lo esperado en el tercer trimestre del año, por lo que el crecimiento esperado de este periodo se ha revisado al alza y es ahora cercano al 3%. La razón ha sido fundamentalmente el aumento inesperado de la actividad manufacturera, pero una menor demanda externa, la esperada ralentización de la producción del sector automóvil, y una posible corrección de inventarios apuntan a que los siguientes trimestres la economía americana va a sufrir una desaceleración. A esta lista habría que añadir el desapalancamiento que están llevando a cabo las familias americanas, lo que limita la contribución al crecimiento del consumo (cerca al 2% desde el inicio de la recuperación).

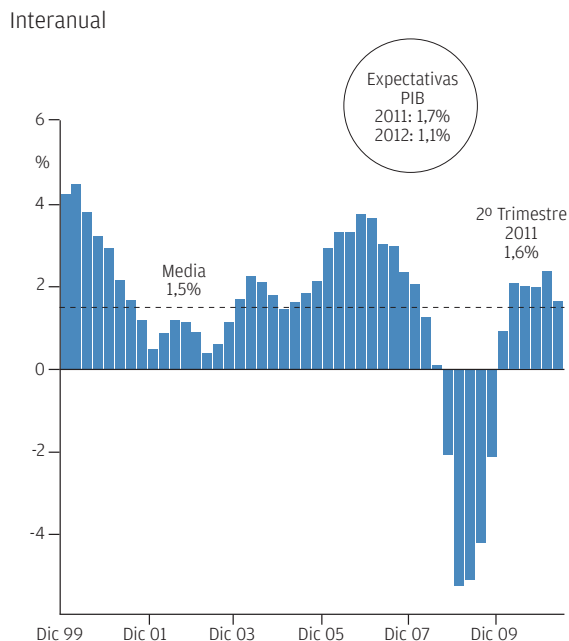
Gráfico 2. Crecimiento del PIB-Estados Unidos.



Fuente: BEA, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

En **Europa** la confianza de los consumidores continúa deteriorándose, al igual que indicadores del sector empresarial (tanto PMI de servicios como el manufacturero han caído de nuevo este mes, decepcionando las expectativas de los analistas, y señalando una contracción por segundo mes consecutivo). En Alemania dos componentes del IFO también han sufrido fuertes caídas: las expectativas para los próximos meses y los niveles de utilización de capacidad instalada. No cabe duda que la crisis de la periferia está teniendo un impacto negativo en la confianza y actividad económica de la región. A pesar de que algunos indicadores han sido positivos - el crecimiento de Alemania y Francia posiblemente sea algo mejor de lo esperado - es probable que los países más afectados por la crisis estén ya sufriendo una leve recesión.

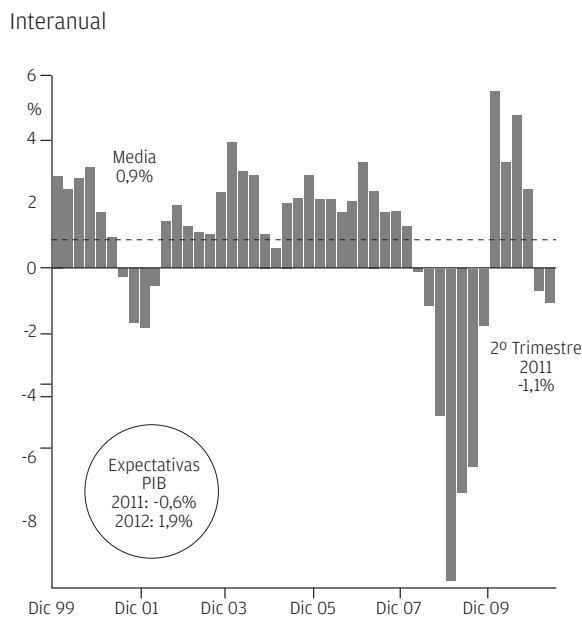
Gráfico 3. Crecimiento PIB-Europa.



Fuente: Eurostat, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

De Asia vienen noticias algo más positivas. Parece que **Japón** continúa recuperándose del shock vivido en la primera mitad del año, de hecho acaba de publicar un aumento considerable de sus exportaciones, mientras que el Ministro de Finanzas (Azumi) ha declarado que está preparado para intervenir en el mercado con medidas “decisivas” para frenar el encarecimiento de su divisa.

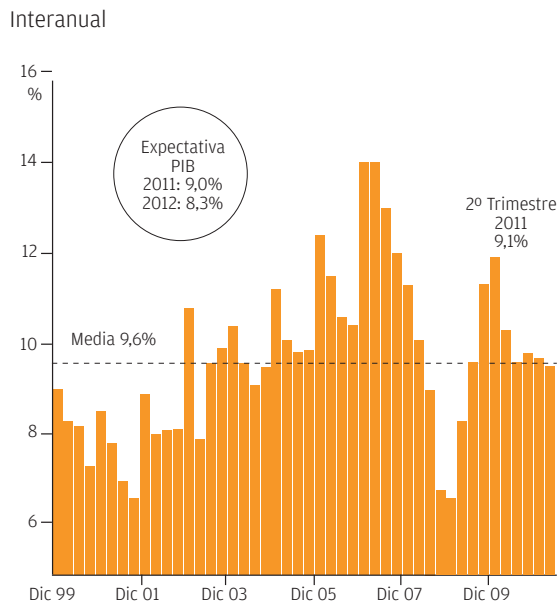
Gráfico 4. Crecimiento PIB-Japón



Fuente: Ministerio Asuntos Internos y Comunicación, Economic & Social Research Institute, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

La clave sigue siendo **China**, y su capacidad para gestionar una desaceleración económica de forma controlada. Tras publicar un crecimiento en el tercer trimestre del 9.1% (y/y), muchos interpretan que lo está consiguiendo, pero la inflación, el mercado inmobiliario y los problemas de las economías desarrolladas han aumentado el riesgo de un “hard landing”. Las medidas adoptadas desde diciembre de 2009 para frenar al sector inmobiliario han tenido efecto: el volumen de transacciones es la mitad que en 2009, los indicadores de precios parece que van a caer en breve y ha aumentado considerablemente el ratio de inventario-ventas en las principales ciudades (algunas estimaciones cifran en 16 millones el número de viviendas vacías - lo que equivale a un 17% del stock urbano (CLSA)). El sector inmobiliario representa un 25% de la inversión en capital (Fixed Asset Investment), que a su vez es un 46.2% del PIB chino, de ahí la importancia del sector y el riesgo que supone una crisis como la sufrida en Europa o Estados Unidos. Como contrapunto, los programas de vivienda pública siguen a pleno rendimiento, con 10 millones de viviendas en construcción a septiembre de este año.

Gráfico 5. Crecimiento PIB-China.



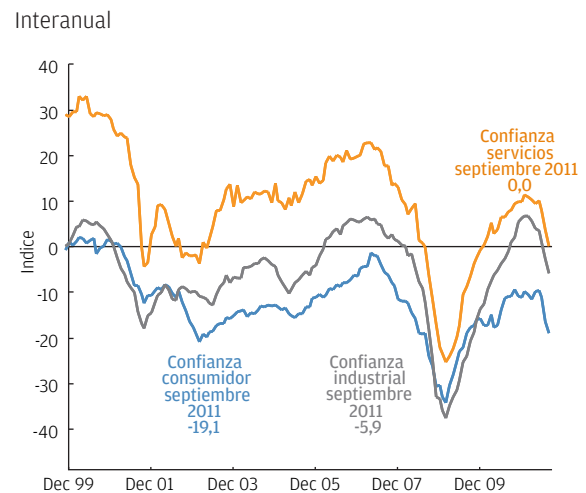
Fuente: NBOSC, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.

Europa... ¿el principio del fin?...

...fin de la crisis, claro. Durante este pasado fin de semana (22 y 23 de octubre) los líderes europeos han estado negociando lo que debería ser un plan contundente y creíble para resolver la crisis que afecta a la región desde hace ya casi 2 años (tomando como inicio enero de 2010, momento en el que

Grecia confiesa que falseó sus cuentas públicas). Una cumbre que tuvo que ser retrasada (estaba inicialmente programada para el 17 y 18), que ahora parece que se prorrogará hasta el miércoles 26, en la que a pesar de las grandes expectativas, no parece que se vaya a llegar a un acuerdo de suficiente envergadura como para calmar al mercado, y que corre el riesgo de convertirse en un nuevo ejemplo de falta de coordinación, decisión y liderazgo de las autoridades que gobiernan la región.

Gráfico 6. Indicadores de confianza europeos



Fuente: Eurostat, OCDE, J.P. Morgan Asset Management.

Los tres principales temas que se discuten son: Grecia, el FEEF y las necesidades de capital del sector financiero europeo. Vamos a tratar de ver cada uno por separado, aunque los tres están estrechamente interrelacionados.

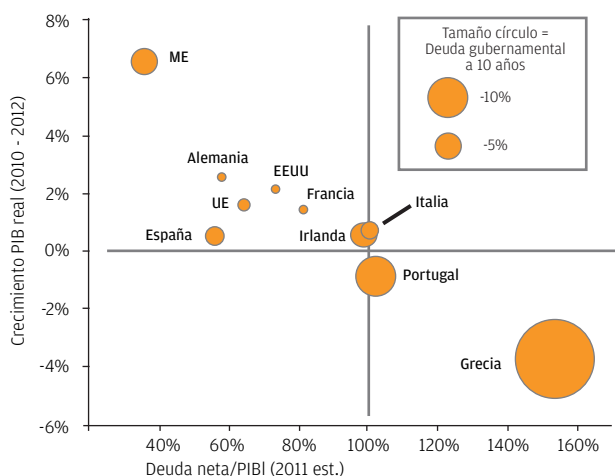
En primer lugar **Grecia** - justo cuando se acaba de aprobar el 6º tramo del primer plan de rescate de Grecia (8 mil millones de Euros- €5.800 de la zona Euro y €2.200 del FMI), y una semana después del último aprobado parlamentario necesario para aprobar el segundo rescate - acordado el 21 de julio- es evidente que éste tiene que ser revisado, ¿por qué? porque los griegos no van a cumplir su objetivo de déficit fijado, no han obtenido los ingresos esperados de las privatizaciones, van por detrás en las reformas necesarias, además hay que añadir un mayor coste de colateral, lo que significa que los €109.000 millones acordados ya se han quedado cortos. ¿Cuánto dinero más hace falta? pues según un informe de la “troika” filtrado recientemente, se tendrían que aportar unos €252.000 millones en ayudas hasta el 2020. Ante semejante cantidad de dinero, las autoridades parece que tienen una cosa clara: ellos no van a poner todo el dinero, de manera que la discusión está en cuánto va a soportar el sector priva-

do, los tenedores de deuda griega. En Julio se acordó que la quita fuera de un 21%, ahora parece que se habla de un rango de 30% a 70%, siendo 50% el número mínimo que proporcionaría a Grecia una posibilidad de alcanzar la sostenibilidad en el medio plazo.

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) se creó en mayo de 2010 (modificó en Julio de este año), y tiene como objetivo preservar la estabilidad de nuestro sector financiero asistiendo a los miembros de la zona Euro. Tiene autorización para:

- Proporcionar préstamos a países en dificultad
- Intervenir en el mercado primario y secundario (previo análisis del BCE y únicamente en caso de condiciones financieras extraordinarias y riesgo de estabilidad financiera)
- Actuar bajo un programa de prevención
- Financiar la recapitalización de instituciones financieras a través de préstamos a gobiernos

Gráfico 7. Crecimiento PIB, deuda/PIB y costes de endeudamiento



Fuente: IMF, BLS, J.P. Morgan Asset Management

Datos a 30 de Septiembre de 2011

Cuenta con la mayor calificación crediticia por parte de las principales agencias (Standard & Poor's, Fitch Ratings y Moody's), y una capacidad de préstamo de €440.000 millones, de los que le quedan unos €260 mil millones, una cifra

que hoy parece insuficiente. De modo que parecería lógico pensar que hay que proveer de más recursos a este mecanismo de rescate, o no. El porqué del FEEF, su tamaño, y para qué debe utilizarse es una de las principales discusiones entre los dos países que de facto gobiernan Europa: Francia y Alemania. En un nuevo ejemplo de división europea, hace pocos días el Presidente del Bundesbank, Jens Weidmann afirmaba que "la crisis no se va a resolver mediante una permanente ampliación de los paraguas de rescate", mientras que Francia quiere dar licencia bancaria al Fondo, dándole autoridad para pedir prestado al BCE con el fin de apalancarlo (los alemanes por el contrario prefieren una solución sin involucrar al BCE).

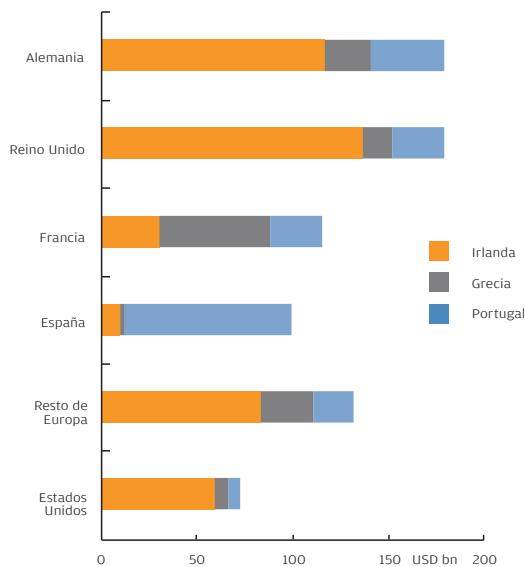
Una de las opciones que se está barajando es que el Fondo garantice una "primera pérdida" de un 20-30% de deuda soberana, pero dado el volumen a asegurar (sólo España, Italia y Bélgica tienen una necesidad de financiación -incluyendo recapitalización del sector financiero- de más de un billón de euros en los próximos tres años) el tamaño parece insuficiente. Aún asumiendo que el FMI contribuya mediante líneas de crédito a estos países, el FEEF aún tendría recursos limitados para ayudar a Grecia, el sector financiero y otros países en caso de que lo necesiten. Pero además, es posible que una garantía de un 20-30% no sea suficiente, teniendo en cuenta que lo normal es que en caso de quitas la pérdida sea mayor a esta cifra.

La alternativa a un fondo con más dinero y flexibilidad es recurrir al BCE - no parece realista, especialmente ante la negativa alemana a que esta entidad financie gobiernos, contar en estos momentos con una monetización de la deuda - o al FMI, que tampoco cuenta en estos momentos con el tamaño necesario (se rumorea que está negociando con China y Brasil para que sean ellos los que financien al Fondo).

La conclusión es que hay que dotar de más recursos al fondo, probablemente se haga vía apalancamiento, y éste garantizará parte de la deuda de los países miembros, pero esto llevará su tiempo. Un problema añadido es que no sólo hay que llegar a un acuerdo, sino que luego la ejecución es tremendamente complicada, entre otras cosas tiene que ser aprobado en Parlamento por los 17 miembros de la Unión, algo que probablemente tardará meses (el acuerdo de Julio se aprobaba por el último país - Eslovaquia - la semana pasada).

La **recapitalización del sector financiero** es otro tema clave que está siendo discutido en la cumbre. La crisis de deuda europea afecta de lleno a los principales tenedores de este papel: el sector financiero (que ha perdido un 70% de su capitalización desde 2007), por lo que parece necesario un proceso de recapitalización de estas entidades. De nuevo aquí hay discrepancias en cuanto al importe (los gobernantes europeos hablan de €100 mil millones, el FMI lo hacía hace poco de €200 mil, y algunos incluso llegan a €300 mil), quién ha de hacerlo (el sector privado o el público), si debe participar el BCE o no, los plazos para recapitalizarse, las entidades que necesitan hacerlo, etc.

Gráfico 8. Exposición del sector financiero a deuda periférica pública y privada.



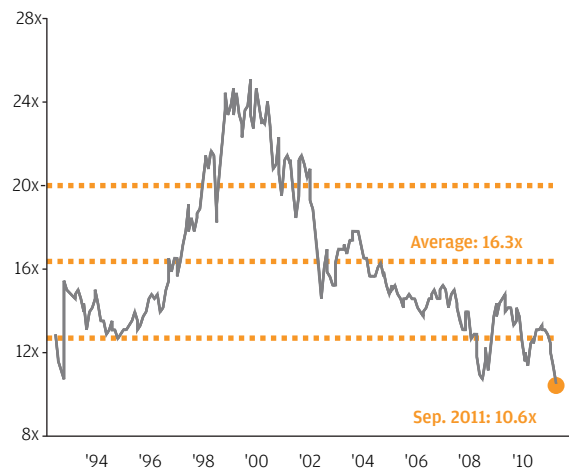
Datos a 1er Trimestre 2011. Fuente: BIS, J.P. Morgan Asset Management.

Todo esto se discute en la cumbre, así como si se va a elevar el ratio mínimo de capital de mayor calidad (Core Tier 1) a 9% frente al 5% exigido hasta ahora, qué se entiende por capital de mayor calidad, y el calendario para llevar a cabo este proceso. Este último, un punto clave ya que cualquier proceso que se alargue en exceso puede ser considerado demasiado lento por el mercado. Otro aspecto fundamental que se discute es un sistema de garantías que permita a las entidades financieras acceso al mercado de capitales en caso de que se enfrenten a dificultades para hacerlo. Aún está por ver si estas medidas son suficientes o no para calmar al mercado.

¿En qué se traduce esto de cara a los mercados y gestión de carteras durante los próximos meses?

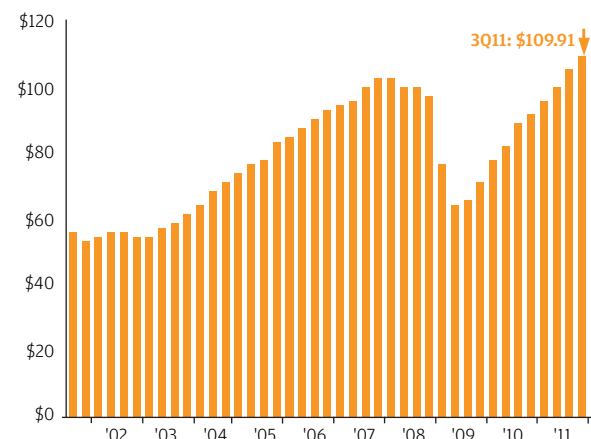
En volatilidad. Los mercados parecen haber reaccionado de forma positiva ante una mayor claridad con respecto al escenario económico y lo que parece que es el principio del fin de la crisis de deuda periférica, pero los niveles de volatilidad continúan siendo elevados y probablemente seguirán así durante un tiempo. Europa continuará centrando la atención de los mercados, realmente es bastante sencillo: cuanto más creíble sea el plan de rescate, mejor para los mercados.

Gráfico 9. S&P 500: PER



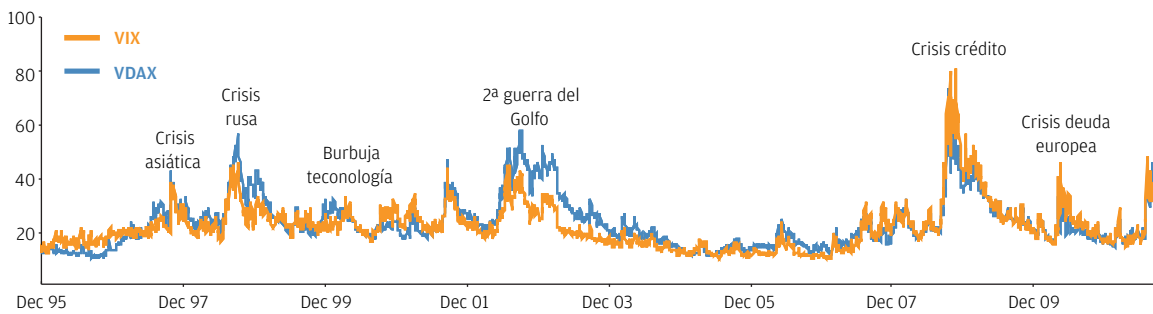
Fuente: Standard & Poor's, Compusat, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 30 de Septiembre de 2011

Gráfico 10. Estimación de beneficios operativos S&P 500
Estimaciones a 12 meses



Fuente: Standard & Poor's, Compusat, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Datos a 30 de Septiembre de 2011

Gráfico 11. Indicadores de volatilidad en Estados Unidos (VIX) y Europa (VDAX)



Fuente: Bloomberg, Chicago Board Options Exchange, Deutsche Börse, J.P. Morgan Asset Management.

También serán clave los resultados empresariales. Hasta la fecha, aun con crecimientos inferiores a los del año pasado, se están batiendo las expectativas de los analistas. Las valoraciones siguen siendo favorables para la renta variable, especialmente si comparamos este activo frente a la deuda soberana de países desarrollados o la deuda corporativa de mayor calidad. A nivel regional continuamos apostando por Estados Unidos y Mercados Emergentes frente al resto de mercados, aunque hemos reducido nuestra sobreponderación en activos de riesgo.

Madrid, 25 de octubre de 2011



Manuel Arroyo, CFA
Director de Estrategia de J.P. Morgan Asset Management
España y Portugal