

Diciembre 2012

Este documento es para uso exclusivo de clientes profesionales en España. No va dirigido ni deberá ser redistribuido al público, ni deberán éstos tomarlo como referencia.

Europa no es Japón

El entusiasmo de los inversores por la renta variable europea parece haberse enfriado, teniendo en cuenta que los principales índices se han estancado recientemente tras los fuertes avances registrados entre junio y agosto.

Según algunos analistas, las perspectivas europeas muestran un peligroso parecido con el Japón de la década de los 90, un periodo conocido como "la década perdida". Estos analistas destacan el elevado nivel de apalancamiento, las débiles perspectivas económicas y el envejecimiento de la población. ¿Seguirá Europa, y por tanto la renta variable europea, el mismo camino que el país nipón? Nosotros no lo vemos muy probable ya que las diferencias entre las dos regiones son notables y, además, Europa se está enfrentando a sus problemas de forma más proactiva de lo que lo hizo Japón en su momento.

Es importante aclarar este punto, porque podría estar frenando la inversión en renta variable europea sin tener en cuenta que, en nuestra opinión, existen oportunidades de inversión con unas valoraciones muy atractivas en sectores como el financiero e industrial, entre otros. También vemos oportunidades de inversión interesantes en la periferia europea, donde nuestro análisis identifica varias compañías que están siendo penalizadas simplemente por tener el pasaporte "periférico".

Diferencias en la respuesta política

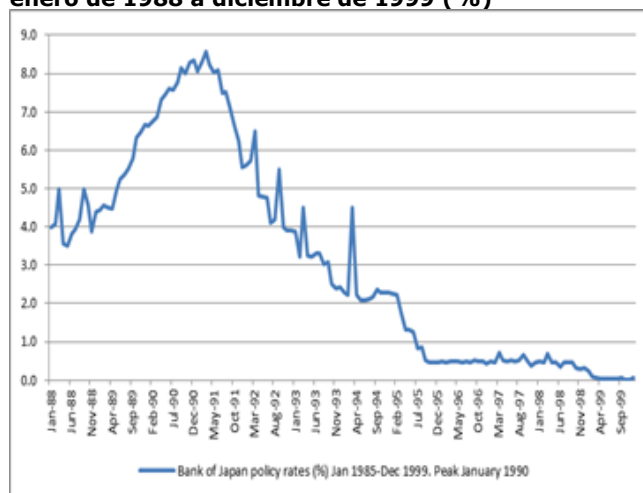
El Banco Central Japonés aumentó los tipos de interés, que pasaron del 3,9% de noviembre de 1988 al 8,6% en enero de 1990, con el propósito de combatir el rápido aumento en el precio de los activos que se había registrado en década de los 80. El precio de la vivienda, por ejemplo, aumentó un 70% entre 1983 y 1990.

Esta medida tuvo un impacto devastador en los sobrecalentados mercados inmobiliario y de renta variable, que en aquel momento (1990) cotizaban a un PER de 45 veces (MSCI Japón). El aumento de los créditos dudosos llevó al gobierno a rescatar el sistema bancario, pero prácticamente no se adoptaron medidas para reducir la morosidad corporativa, ni siquiera en el caso de las grandes compañías estratégicas. El resultado fue que tanto estas compañías como el sistema bancario siguieron renqueando durante años, lo que supuso un freno para la economía japonesa.

Comparados con sus homólogos japoneses, los dirigentes europeos han sido más proactivos a la hora de enfrentarse a las cuestiones clave (ver gráficos 1 y 2). Los tipos de interés se recortaron de forma agresiva poco después de que el PIB tocara máximos y se han adoptado medidas aún más radicales en las zonas problemáticas, sobre todo en las regiones más expuestas a la burbuja inmobiliaria. De hecho, el sector bancario de la mayoría

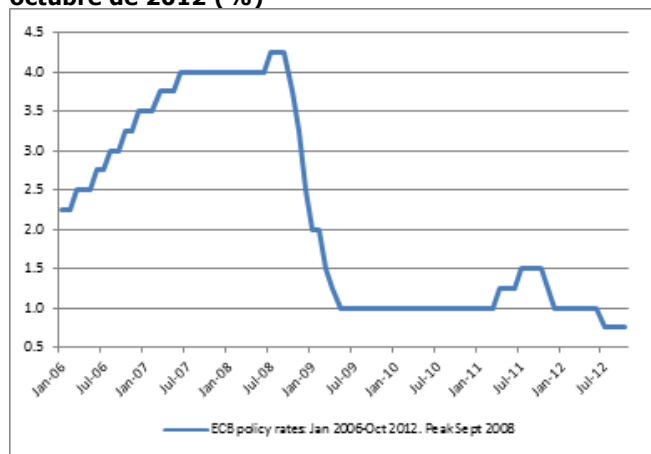
de los países periféricos ha sido recapitalizado y los bancos españoles están en proceso de transferir sus activos "tóxicos" (los activos inmobiliarios más afectados) al denominado "banco malo". En lo que respecta al desapalancamiento, los bancos europeos también han avanzado mucho desde el cuarto trimestre de 2009, aunque se requieren aún más medidas. Las compañías, sobre todo las de gran capitalización, cuentan por lo general con buenos niveles de capitalización y generan retornos muy superiores a su coste de capital, además de acumular amplias reservas de efectivo. Algo que resulta crucial es que, en términos de valoración, los mercados bursátiles europeos no partieron de un PER estimado de 45 veces, sino de 12 veces a finales de 2007 (MSCI Europa).

Gráfico 1. Tipos de interés del Banco de Japón de enero de 1988 a diciembre de 1999 (%)



Fuente: ASR, 14 de noviembre de 2012

Gráfico 2. Tipos de interés del BCE de enero de 2006 a octubre de 2012 (%)



Fuente: ASR, 14 de noviembre de 2012

Diciembre 2012

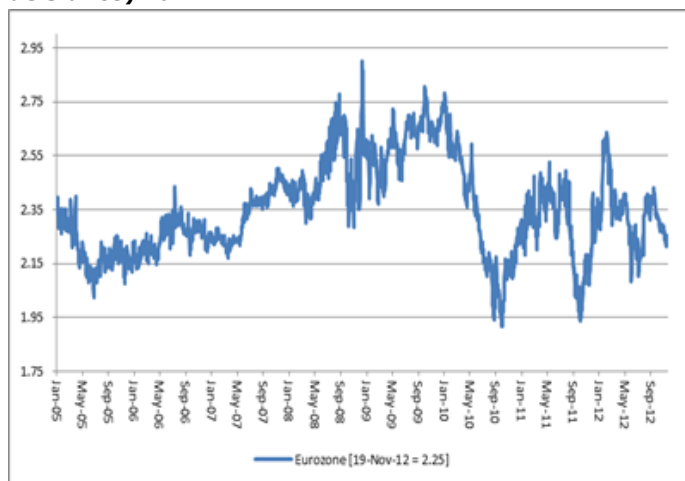
Este documento es para uso exclusivo de clientes profesionales en España. No va dirigido ni deberá ser redistribuido al público, ni deberán éstos tomarlo como referencia.

Temores deflacionistas

El consenso general considera que el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés demasiado altos durante demasiado tiempo al inicio de la crisis, impuso un objetivo de inflación demasiado bajo y no respondió con la suficiente rapidez cuando la inflación empezó a caer. La persistente deflación tuvo diversas implicaciones negativas que no solo agravaron el necesario proceso de desapalancamiento, sino que además lo prolongaron. La expectativa de la caída de los precios y el sesgo interno de las inversiones provocó que el yen doblase su valor entre 1990 y 1995 (ver gráfico 3), lo que redujo considerablemente la competitividad de las exportaciones japonesas, agravando los problemas del país.

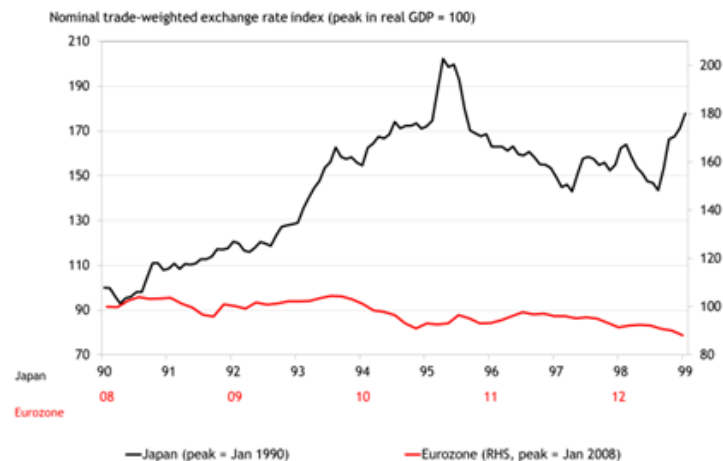
Europa, por el contrario, respondió de forma más proactiva cuando el PIB alcanzó máximos en el primer trimestre de 2008. El BCE, por ejemplo, bajó rápidamente los tipos de interés e inyectó liquidez adicional al sistema bancario ese mismo año. Por otro lado, los países en peor situación están llevando a cabo profundas reformas estructurales que deberían contribuir a una mejora de la competitividad. Además, conviene recordar que el principal mandato del BCE es mantener la estabilidad de los precios con un objetivo de inflación anual del 2%. En la situación actual, la eurozona ha conseguido mantener esta estabilidad, tanto en términos de inflación actual como la prevista por el mercado para dentro de 5 años, estimada en un 2% de media para el siguiente quinquenio (ver gráfico 4). Finalmente, el euro se ha depreciado en los últimos cinco años, por lo que el peligro de la deflación parece poco probable. Respecto a la inflación, las previsiones indican que el efecto compuesto de la inflación podría reducir a la mitad la deuda en términos reales en un periodo de 10 años.

Gráfico 4. Expectativas futuras de inflación en la eurozona (tasa de inflación implícita de 5 años, dentro de 5 años) %



Fuente: ASR, 14 de noviembre de 2012

Gráfico 3. Índice de tipos de cambio nominales ponderados por el comercio exterior (base enero de 1990 para Japón y enero de 2008 para la eurozona)



Fuente: ASR, 14 de noviembre de 2012

Factores demográficos

Otro aspecto a tener en cuenta es el referente a las perspectivas demográficas en ambas regiones. Si comparamos las estadísticas sobre tasas de natalidad, uno de los indicadores clave del crecimiento de la población registrado por la OCDE coloca a Japón prácticamente al final de la lista en 2010, seguido de cerca por Alemania. La tasa de natalidad de estos dos países es de 8,3 y 8,1 nacimientos por cada 1.000 personas al año, respectivamente. Sin embargo, la tasa de natalidad es más positiva en otros países. España, Francia e Irlanda, por ejemplo, registran más de 10 nacimientos por cada 1.000 personas al año. También conviene destacar que las políticas europeas de inmigración son, por lo general, menos estrictas que las de Japón, lo que podría favorecer las tendencias demográficas en el futuro.

Hasta el momento, Europa ha conseguido evitar muchos de los problemas a los que se enfrentó Japón en los años 90, en parte gracias a las medidas adoptadas por sus dirigentes políticos. Podemos confiar en que el BCE se mantendrá alerta ante cualquier amenaza futura y que hará uso de las diversas herramientas de que dispone. También resultan muy importantes las reformas que se están aplicando en los países de la periferia europea, donde los datos ya empiezan a mostrar cierta mejoría en los desequilibrios estructurales. Aunque hacen falta más medidas, creemos que se están poniendo las bases necesarias para una mejora de la competitividad, lo que nos hace confiar en que Europa pueda superar sus problemas a medio plazo. Además, esto podría ayudar a calmar el temor de los inversores y que vuelvan a fijar su atención en los fundamentales de las empresas, ya que



Europa: perspectivas de mercado

Equipo de Renta Variable Paneuropea de Invesco en Henley
Comentario de mercado

Diciembre 2012

Este documento es para uso exclusivo de clientes profesionales en España. No va dirigido ni deberá ser redistribuido al público, ni deberán éstos tomarlo como referencia.

creemos que existen numerosas oportunidades de inversión ya que cotizan a valoraciones muy atractivos.

Información importante

Este documento es para uso exclusivo de clientes profesionales en España. No va dirigido ni deberá ser redistribuido al público, ni deberán éstos tomarlo como referencia.

Las opiniones y previsiones expresadas pueden ser modificadas y no son necesariamente representativas de las opiniones de Invesco. No hay ninguna garantía de que los fondos de Invesco vayan a invertir en el futuro en los valores a los que hace referencia este documento. Este documento no forma parte de ningún Folleto. Este documento contiene únicamente información general, y no tiene en cuenta objetivos individuales, fiscalidad o necesidades financieras. Tampoco constituye una recomendación sobre la conveniencia de una estrategia de inversión para un inversor concreto. Aun habiéndose puesto especial cuidado en asegurar la corrección de esta información, no se puede aceptar ninguna responsabilidad por errores, faltas u omisiones, o por cualquier acción llevada a cabo en base a ésta. El valor de las inversiones y las rentas provenientes de ellos, pueden fluctuar (en parte puede ser el resultado de fluctuaciones en los tipos de cambio), y los inversores pueden no recuperar el total del importe invertido. Ni Invesco Asset Management ni ninguna filial de Invesco Ltd. garantiza la recuperación del capital, distribución de rentas o la rentabilidad de ningún fondo o estrategia. Las rentabilidades pasadas no constituyen ninguna indicación de rentabilidades futuras, no ofrecen ninguna garantía para el futuro y no son constantes a lo largo del tiempo. Este documento no es una invitación para suscribir acciones de un fondo, ni debe considerarse como una oferta de compra o venta de un instrumento financiero. Como con todas las inversiones, conllevan riesgos inherentes. Este documento es sólo para su información. Los servicios de gestión de activos son ofrecidos por Invesco de acuerdo con la legislación y normativa local pertinente

www.invesco.es

Este documento es publicado por Invesco Asset Management S.A., Sucursal en España, Calle Recoletos 15, Piso 1, E-28001 Madrid.