

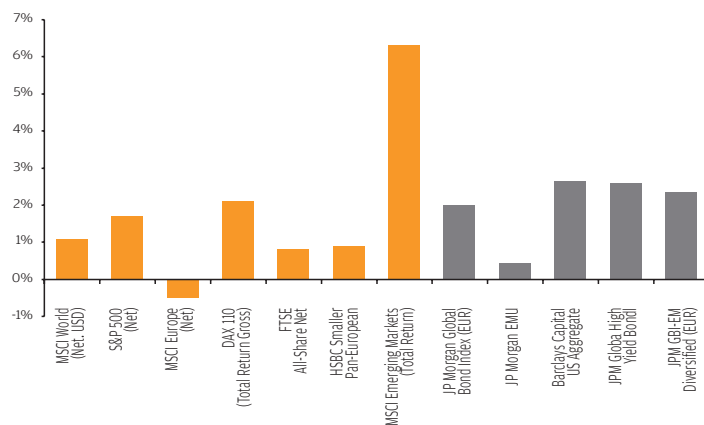
Perspectivas

tercer trimestre de 2011

Evolución de los mercados

El segundo trimestre del año (y lo que llevamos de julio) ha estado marcado de nuevo por la evolución de la economía de países desarrollados, la crisis de deuda en Europa, China, problemas de déficit en Estados Unidos...en definitiva más de lo mismo: en general, una situación más que delicada del sector público y un sector privado en mejor forma pero que no termina de confiar lo suficiente en la recuperación económica. Los mercados han reaccionado como cabía esperar: con volatilidad, recortes en la renta variable, los diferenciales de crédito ampliándose y los activos “refugio” destacando. Aún así muchos de los principales índices consiguieron terminar en positivo.

Gráfico 1. Rentabilidades segundo trimestre 2011



Fuente: JPMorgan Asset Management

Rentabilidad de los principales índices de renta variable (2º Trimestre 2011)

- MSCI World (Net-USD)	1.08%
- S&P 500 (Net)	1.69%
- MSCI Europe (Net)	-0.50%
- DAX 110 (Total Return Gross)	2.10%
- FTSE All-Share (Net)	0.81%
- HSBC Smaller Pan-European	0.89%
- MSCI Emerging Markets (Total Return Net-USD)	6.30%

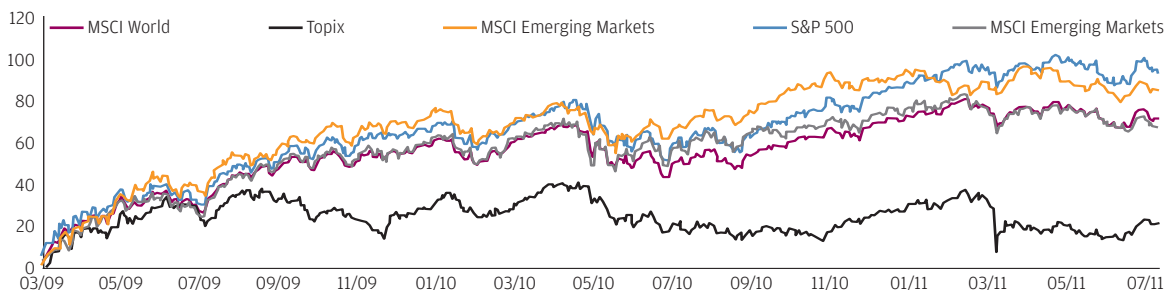
Rentabilidad de los principales índices de renta fija (2º Trimestre 2011)

- JP Morgan Global Bond Index (EUR)	1.99%
- JP Morgan EMU	0.41%
- Barclays Capital US Aggregate	2.65%
- JPM Global High Yield Bond	2.57%
- JPM GBI-EM Diversified (EUR)	2.34%

Sólo para poner estas rentabilidades en perspectiva, en el gráfico 2 mostramos la evolución de los principales índices de renta variable desde marzo de 2009, cuando los activos comenzaron a recuperar lo perdido desde 2007:

Gráfico 2. Evolución de la renta variable desde inicio de la recuperación

Base 0: 09/03/2009. Datos a 18 de julio de 2011.



Fuente: Bloomberg

Al igual que en otros Perspectivas, trataremos temas de actualidad, analizaremos la situación económica y las distintas oportunidades de inversión de cara a los próximos meses. Pero este mes parece que estamos en un punto especialmente delicado del ciclo, un momento en el que el equilibrio entre pesimistas y optimistas es cada vez mayor, y en el que hacer una predicción en el corto plazo sin cuestionarla cada día parece casi imposible. Nosotros siempre hemos tratado de mantener una visión a medio y largo plazo basada en los fundamentales de la economía y la situación empresarial, pero parece que llegados a este punto merece la pena realizar un análisis algo diferente. Este trimestre vamos a hacer dos listas: una con los principales riesgos o aspectos negativos y otra con los aspectos positivos o que nos invitan a ser optimistas, para ver si hay equilibrio o si la balanza se inclina hacia algún lado. Probablemente nos dejemos muchos temas en el tintero, pero el objetivo es tratar los de más actualidad y que pensamos que pueden tener mayor repercusión de cara a los próximos meses.

Principales riesgos

Mercado laboral en EEUU

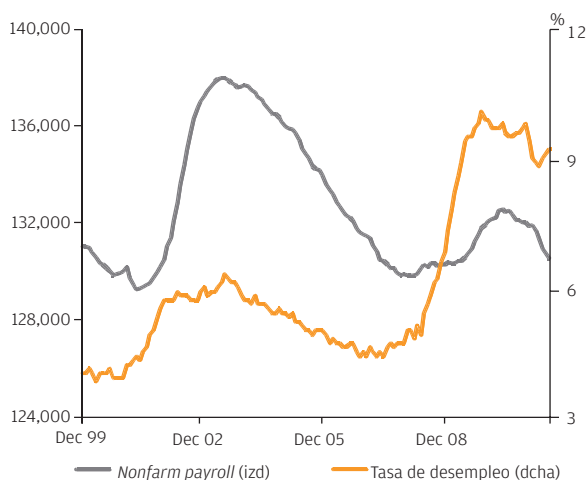
Es probablemente uno de los principales problemas en el medio y corto plazo: más de 14 millones de desempleados y un mercado laboral que no se recupera. Tras más de dos años de crecimiento económico, la situación apenas ha mejorado. La tasa de desempleo había caído desde el máximo de 10.1% en octubre de 2009 hasta 8.8% en marzo,

pero en los últimos tres meses ha vuelto a crecer de forma consecutiva. El resto de indicadores son igual de preocupantes: los subsidios por desempleo (número de nuevas peticiones “*initial claims*” y “*continuing claims*” - número de personas que reciben subsidios) son excesivamente elevadas, las encuestas de creación de empleo (*Payrolls*) han decepcionado en mayo y junio con una caída considerable del ritmo de contrataciones (la media trimestral actual de 87.000 no llega al 125.000 necesario para estabilizar la tasa de desempleo), pero es que los distintos componentes de la encuesta de empleo son también negativos, como el número de horas trabajadas (semanales) o los ingresos medios por hora. ¿Por qué no ha mejorado en mayor medida el mercado laboral teniendo en cuenta que estamos en fase de expansión desde 2009? Sencillamente porque casi nadie está contratando, ni el sector público, ni el sector privado; en cuanto a este último, las empresas habían dado a entender en las encuestas de confianza que volverían a contratar, pero continúan con una política conservadora, y por otro lado el exceso de oferta y las mayores contrataciones en el exterior no contribuyen a la recuperación.

Mercado inmobiliario en EEUU

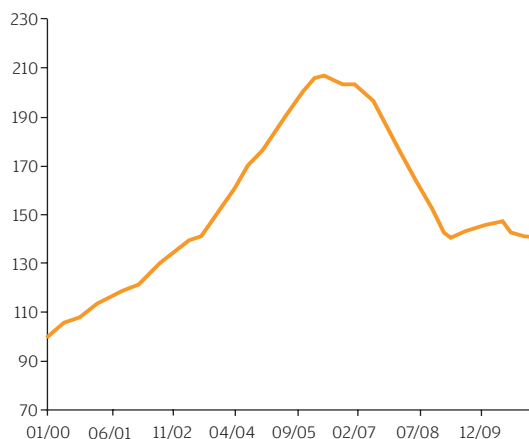
Al igual que el mercado laboral, el mercado inmobiliario americano no levanta cabeza: en 2009, y fundamentalmente gracias a las ayudas públicas, el precio de las viviendas se estabilizó tras una caída del más de un 30% desde 2006, llegando a producirse un rebote de casi un 5% hasta junio del año pasado (según el índice de S&P/Case-Shiller), pero han vuelto a caer desde entonces hasta niveles de verano

Gráfico 3. Tasa de desempleo y Payroll - EEUU



Fuentes: US Bureau of Labour Statistics, J.P. Morgan Asset Management

Gráfico 4. Evolución del precio de la vivienda en EEUU



S&P Case-Shiller C-20 Home Price Index

Fuente: Standard&Poors

de 2003. De modo que lo que parecía el inicio prometedor de una recuperación se ha convertido de nuevo en una de las principales preocupaciones de todo el mundo por las consecuencias que pueden tener nuevas caídas sobre el sector financiero, el consumo, etc. Si atendemos al resto de indicadores, como los *Housing Starts/Building Permits* (series mensuales de nuevas licencias e inicios de obras), o *New/Existing Home Sales* - (ventas de viviendas nuevas o de segunda mano), o el *Mortgage Applications* (solicitudes de hipotecas) todos dibujan un panorama preocupante.

Sobrecalentamiento en China

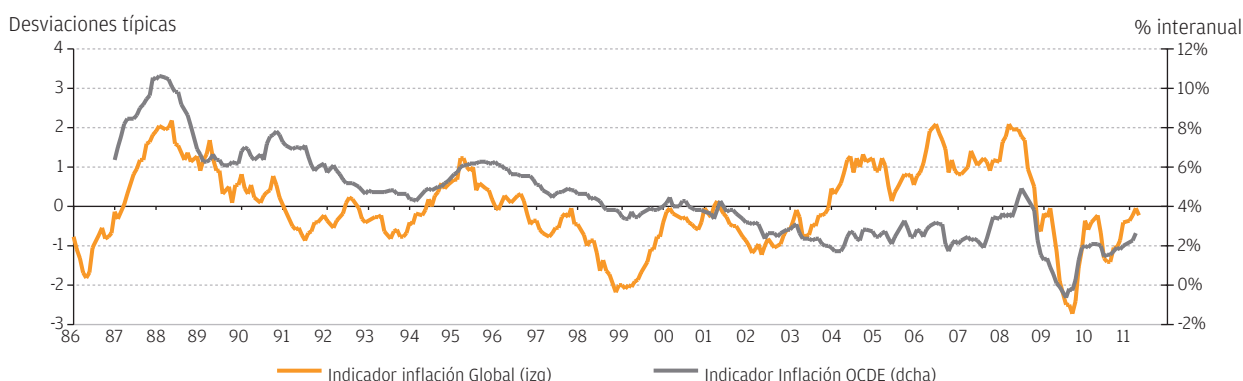
China, la segunda economía mundial, el motor del crecimiento de Asia, el mayor contribuidor a la expansión global, que además juega un papel crucial en la economía de Estados Unidos, atraviesa a todas luces un problema de inflación. Ha crecido cerca de un 10% de media desde hace años (el último trimestre un 9.5%) pasando de forma casi inadvertida la recesión global, pero se enfrenta ahora a un posible sobrecalentamiento y a las consecuencias naturales de un ciclo expansivo semejante: una burbuja inmobiliaria/financiera e inflación. Desde hace años los analistas dudan de la capacidad de las autoridades chinas de hacer frente a estos problemas. La inflación interanual tocó un mínimo en junio de 2009, y desde entonces no ha frenado su escalada ni un solo mes, hasta tocar 6.4% en Junio de este año - muy superior al 4% fijado como objetivo oficial. Hay que tener en cuenta que un tercio del índice de precios esta compuesto por alimentos que han registrado subidas superiores al 10% debido a las malas cosechas, y por lo tanto, al ser una escalada de precios motivada por problemas de oferta temporales, cabe esperar que los índices pronto empiecen a relajarse (debería ser a partir del mes siguiente).

Por otro lado, la posible burbuja inmobiliaria/financiera es difícil de valorar, no sólo por la fiabilidad de los datos oficiales, sino por el aparente desarrollo de un sector bancario paralelo al oficial que ha financiado en gran medida al mercado estos últimos años, de forma similar a lo sucedido en EEUU en los años previos a la recesión. La repuesta a estos dos problemas ha sido monetaria y administrativa: las reservas de capital obligatorias de los bancos han aumentado progresivamente durante los últimos 10 años (con la excepción de 2008) de un 6% hasta 21.50%, se han endurecido las condiciones de acceso a las hipotecas y ha aumentado la proporción de pago al inicio en el caso de primera vivienda hasta el 30%, mientras que han subido los tipos de interés en cinco ocasiones desde octubre de 2010 hasta 6.56% a principios de julio. Aún esta por ver si estas medidas serán o no suficientes, y conseguirán evitar el temido “hard-landing” del gigante asiático.

Limitada capacidad de reacción fiscal o monetaria

En las últimas semanas se ha hecho evidente que la economía global atraviesa una fase de desaceleración. Nuestros economistas se muestran confiados de cara a la segunda parte del año, fundamentalmente por dos razones: Japón y las materias primas. Pero ¿qué es preocupante de este “bache” de actividad?: que las distintas autoridades que en el pasado implementaron medidas extraordinarias de política fiscal y monetaria tienen a día de hoy menos opciones. En primer lugar las expectativas de inflación se han normalizado, por lo que sería más difícil justificar una tercera oleada de expansión cuantitativa de la base monetaria (QE3), como fue el caso el año pasado, ni por supuesto hay posibilidad de bajar más los tipos de interés. En segundo lugar, los Gobiernos cuentan casi con aún menos margen que los

Gráfico 5. Indicador de inflación



Fuentes: Thomson Datastream, MacData, Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management Global Multi Asset Group. Datos a abril 2011

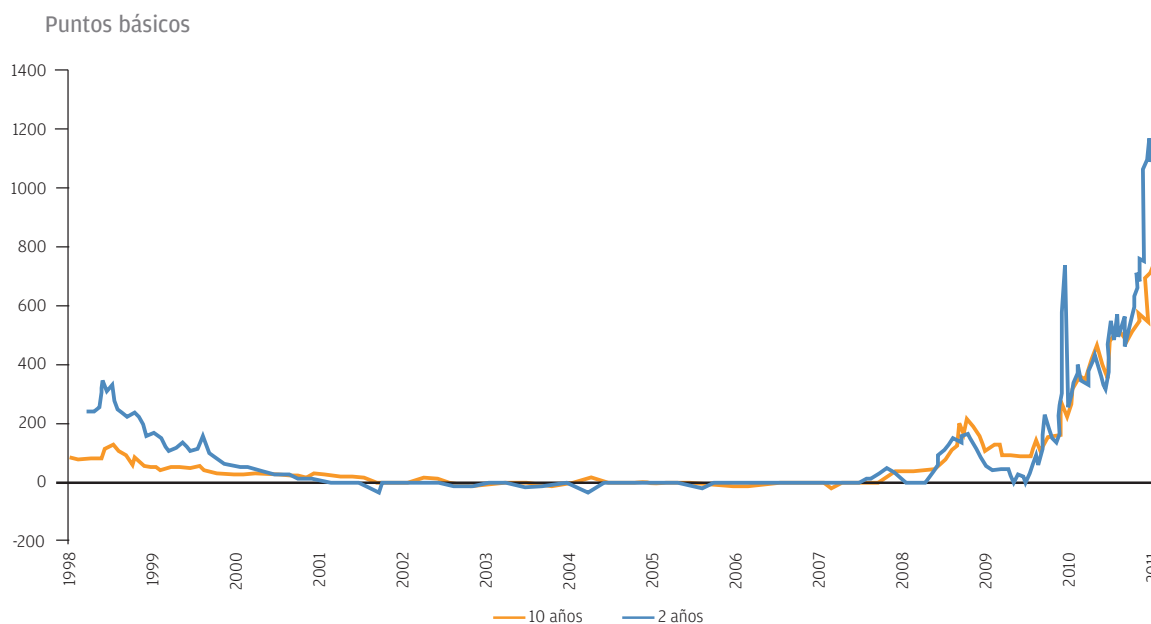
Bancos Centrales: el americano por ejemplo se encuentra en plena negociación de un acuerdo que seguro llegará “in extremis” (no se baraja que no haya acuerdo) para aumentar el techo de gasto en unos 2 billones de dólares, a cambio de una reducción del déficit de entre 2 y 4 billones durante los próximos 10 años. En definitiva, vamos a tener que crecer libres de estímulos, con una política fiscal restrictiva en casi todas las economías desarrolladas y con limitada capacidad de respuesta por parte de los Bancos Centrales - un entorno completamente distinto al que hemos tenido los últimos años.

Grecia

Creo que poco podemos decir sobre Grecia que no se haya dicho ya. Con una gestión de la crisis descoordinada y siempre reactiva, dando la sensación de ir siempre por detrás de los acontecimientos, las autoridades de las distintas naciones europeas y los organismos regionales no han conseguido evitar una sensación en el mercado que ya roza el pánico, al hablarse abiertamente del riesgo de contagio no sólo a países como Irlanda o Portugal (más que contagiados desde hace meses), sino a Italia que cuenta con el dudoso honor de ser uno de los principales mercados de deuda del mundo. Italia, que había pasado casi desapercibida en los últimos meses, ha suscitado dudas por diversos motivos: por la cantidad de deuda que tiene -que se estima en el 120% del PIB (2011)-, el hecho de que tiene que refinanciar

un tercio de ella en el próximo año y medio, el que apenas ha crecido en los próximos años, una situación política inestable y un plan de austeridad poco creíble. Pero el problema a día de hoy es Grecia, no Italia, el hecho es que independientemente de cómo se llame (*default, credit event, reprofiling, restructuración...*) en estos momentos se esta negociando cómo vamos a hacer frente a una realidad que ha costado aceptar: Grecia es incapaz de cumplir con sus obligaciones ni será capaz de crecer lo suficiente para solucionar su exceso de deuda (sobre el PIB) - según estimaciones del BoAML*, asumiendo una elevada tasa de crecimiento (improbable) y privatizaciones por valor de 50 mil millones de Euros, este ratio seguiría estando por encima del 100%. La verdad es que la situación en Grecia se parece cada vez más a Méjico en la década de los 80 - las medidas adoptadas (modificaciones del calendario de amortizaciones e inyección de fondos) sólo consiguieron agrandar el problema y retrasar lo inevitable: una condonación del 35% de la deuda. Hay dos grandes corrientes de pensamiento ahora mismo: la que apuesta por la disolución del Euro, y la que sostiene que éste perdurará a través de algún tipo de Federalismo. La clave esta en estos momentos en, cómo no, Alemania, y la cantidad de dinero que está dispuesta a pagar para mantener la unión. En estos momentos la probabilidad de que se desmorone la zona yo diría que es limitada, pero sin duda Grecia y el resto de países con problemas seguirán generando volatilidad durante los próximos meses.

Gráfico 6. Diferencial de la deuda periférica* frente a la alemana



Fuentes: Bloomberg, J.P. Morgan. Datos a 22 de junio 2011.
*media equi-ponderada de Portugal, Irlanda, Grecia y España.

* Bank of America Merrill Lynch

Aspectos positivos

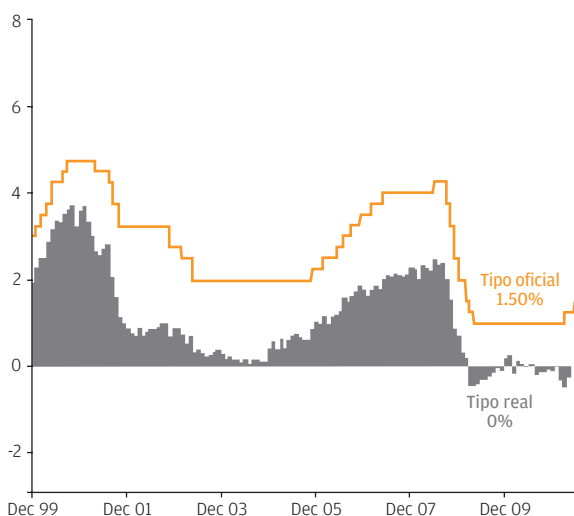
Recuperación de Japón

En el anterior Perspectivas hablábamos en detalle de las cuatro tragedias a las que se ha tenido que enfrentar Japón de forma simultánea (terremoto, tsunami, crisis nuclear y cortes eléctricos) y el impacto que tendrían en la economía. Pero al igual que había sucedido tras otras tragedias naturales en el pasado, esperábamos una recuperación agresiva tras el desastre, (en la segunda parte de este año), y los datos que se han publicado recientemente apuntan a que ésta se está produciendo. El principal índice de confianza empresarial (BoJ Tankan) se recupera después de tres meses consecutivos (abril, mayo y junio) de caídas, indicando “buenas” condiciones de mercado, y anticipando una sólida recuperación en actividad manufacturera (especialmente sectores de metales, maquinaria y eléctrico) y también en sector servicios. Los datos de producción industrial también se han recuperado, al igual que los de inversión en capital y consumo, lo que viene a confirmar la teoría de una recuperación en “V” que comenzó en mayo.

Tipos bajos

Factor positivo a tener en cuenta: en Europa el BCE ha subido los tipos de interés en dos ocasiones en los últimos meses, pero estas subidas en realidad forman parte de un proceso de normalización de política monetaria - los tipos reales aún son negativos en las principales economías. La

Gráfico 7. Tipo oficial del BCE y tipo real



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

excepción son, de nuevo, las economías emergentes, donde el ciclo de subidas comenzó el año pasado con el objetivo de frenar la escalada de precios, pero en Estados Unidos, Reino Unido o Japón no parece que los Bancos Centrales tengan prisa por endurecer las condiciones monetarias, por lo que no esperamos subidas en los próximos meses.

Alemania

Decir que Alemania vive ajena a los problemas de Europa o del resto del mundo no tiene ningún sentido, ya que se encuentra en el centro del origen y la solución de los problemas de la zona Euro, pero los datos económicos del país hablan por sí solos: las exportaciones crecen a un ritmo de 27% (inter-trimestral), la producción industrial de los primeros dos meses del segundo trimestre creció a una tasa anualizada del 4.6% con respecto al primer trimestre, los pedidos industriales también han batido expectativas - gracias a las peticiones domésticas -, el crecimiento del primer trimestre ha rozado el 5% (interanual), la inflación parece bajo control (2.4% IPC armonizado interanual, 1.4% si se excluye energía), la menor tasa de paro (7%) desde la reunificación que lleva 2 años disminuyendo de forma consecutiva. Por otro lado, las cuentas públicas del país son las mejores de la región: volumen de deuda de 83% sobre PIB y un déficit “sólo” de 3.3% sobre el PIB.

Corrección de las materias primas

Una de las causas por las que se enfrió el crecimiento en los últimos meses fue la escalada de las materias primas, por lo que la caída de hasta un 20% en la cotización del barril de petróleo es una buena noticia. Además de una corrección motivada por un menor crecimiento, contribuyó de manera especial, y no por la cuantía sino por el mensaje que se lanzó al mercado, la “liberación” de las reservas estratégicas de petróleo (unos 60 millones de barriles) por parte de los miembros de la Agencia Internacional de Energía y Arabia Saudí. El volumen total de reservas mundiales es de 4.000 millones de barriles, por lo que hay margen para una intervención mayor, aunque lo más probable es que, dado que el objetivo de estas reservas no es intervenir en el precio sino atender necesidades puntuales, no se produzca. Desde entonces la cotización de la gran mayoría de materias primas se ha estabilizado, lo que permitirá mejorar los márgenes a las empresas, aumentar la capacidad de gasto de los consumidores y moderar la inflación - es decir, contribuir a un crecimiento sostenido.

Situación empresarial

Sin duda una de las principales razones para ser optimistas es el sector empresarial. Acaba de comenzar el periodo de publicación de resultados correspondientes al segundo trimestre del año, y aunque es pronto (del S&P500 sólo han publicado 34 compañías, y no lo ha hecho ninguna del sector de energía, sanidad, electricidad o telecomunicaciones, pero sí lo han hecho algunas importantes del sector financiero, industrial o de consu-

mo) más del 82% de las compañías han cumplido o batido las expectativas, creciendo más de un 11% con respecto al mismo trimestre del año pasado. El caso es que las compañías, y no sólo en Estados Unidos, continúan con una política conservadora que se traduce en unos balances con menos deuda, elevada liquidez y unos márgenes en máximos (a costa entre otros factores de un mercado laboral muy debilitado).

Gráfico 8. Beneficio neto

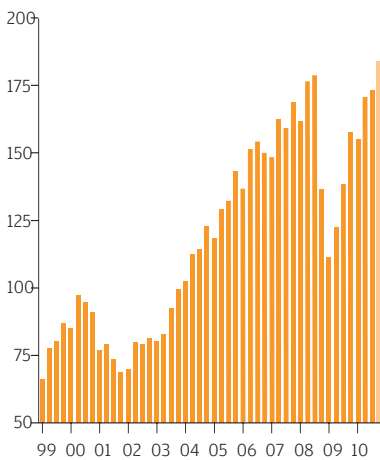


Gráfico 9. Caja como % de activos totales

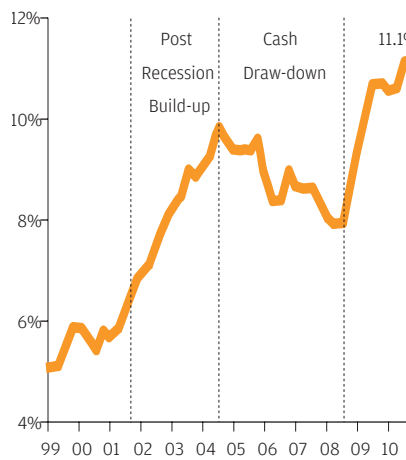
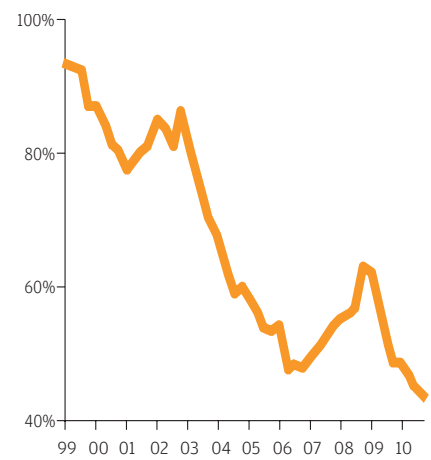


Gráfico 10. Deuda neta sobre Capital



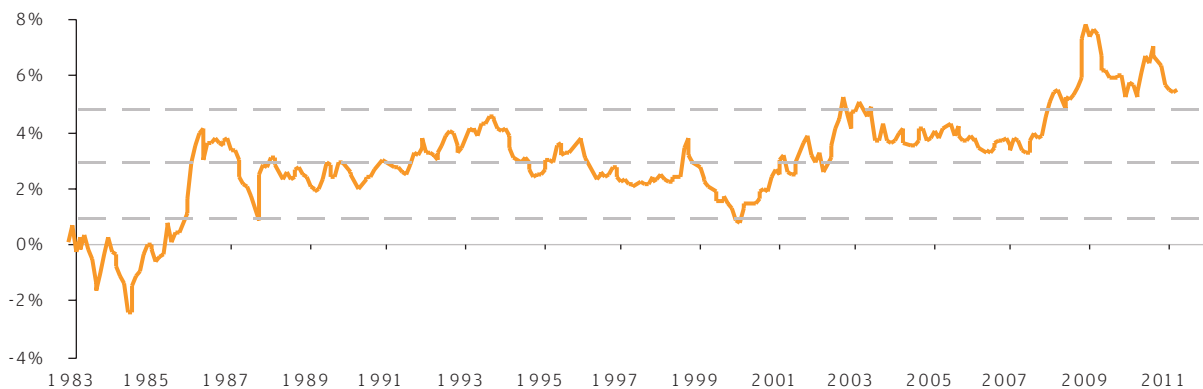
Fuentes: Standard & Poor's, Compustat, FactSet and UBS6 Apr 2011
 Note: Universo Financiero Excluido

Valoración

Una razón importante por la que de cara a los próximos meses no se debe caer en el pesimismo es que los activos de riesgo ofrecen una valoración atractiva, sobre todo tras las correcciones de los últimos meses. Tanto si com-

paramos la renta variable con otros activos, como si lo hacemos contra su propia historia, la inversión parece atractiva. La prima de riesgo ya no está en máximos pero es muy superior a la de los últimos 20 años.

Gráfico 11. Prima de riesgo del mercado de renta variable de EEUU



Fuente: J.P.Morgan Asset Management.

Conclusión – Asignación de activos

La conclusión es que por supuesto hay cosas que nos preocupan en el corto plazo, y que no sólo hay problemas sino más bien desajustes estructurales que limitarán el crecimiento en los próximos años, pero a pesar de las adversidades seguimos en fase de expansión global, un crecimiento que debe acelerarse en la segunda mitad del año, unas políticas monetarias expansivas, un sector empresarial en buena forma y activos de riesgo a precios razonables. Lo que significa que vemos esto como una oportunidad de inversión en renta variable y crédito, más que el inicio de un mercado bajista. Nuestras apuestas siguen siendo mercados emergentes y Estados Unidos frente a Europa, y deuda corporativa frente a soberana. Como decía al principio, lo que estamos viendo, o mejor dicho sufriendo estas semanas es algo que estaba en el guión, y si seguimos en lo cierto los principales índices de renta variable deberían terminar el año en positivo, batiendo a la renta fija y activos de mercado monetario.

Madrid, 18 de julio de 2011



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

Fuentes: CIA World Factbook, BP Statistical Energy Survey, JPMorgan, Energy Information Administration, Dept. of Energy (USA), International Energy Agency.

Esta comunicación tiene carácter exclusivamente informativo, y no forma parte de, ni constituye, una oferta de venta o de compra de ningún instrumento financiero. Asimismo, tampoco forma parte, ni constituye, confirmación alguna de ningún tipo de transacción. Los comentarios o declaraciones que aparecen en este documento no tienen por qué ser reflejo de los que corresponden a J.P.Morgan Chase & Co., sus filiales o afiliadas.
