

NUEVO EPISODIO DE TENSION EN LOS MERCADOS

El mes de noviembre, especialmente en estas últimas sesiones, está marcado por un creciente temor de los mercados (huída hacia la calidad) como resultado, dicho de forma muy sencilla, de los ecos de las turbulencias financieras del verano. El detonante resultó ser, como ya conocemos, el inicio de los impagos en algún segmento de crédito hipotecario americano (subprime). Luego hemos encontrado un amplificador: el elevado apalancamiento y la proliferación de activos / vehículos financieros más o menos sofisticados para los que la percepción del riesgo ex ante era muy diferente a la que finalmente se está produciendo.

¿Qué define el actual panorama de los mercados?

1. La macroeconomía. De forma dominante el tópico de discusión es el consumo americano; la probabilidad de que se desacelere de forma severa y que arrastre a la economía americana. ¿Es posible una recesión? ¿Qué significado tiene? ¿Cuánto puede crecer EE UU en el 4t07? ¿Y en 2008?

La posibilidad de una recesión depende en gran medida del perfil trimestral del crecimiento. Dado que no es regular, esta posibilidad existe si el crecimiento en su conjunto es muy bajo o si de un trimestre a otro hay una severa desaceleración. No podemos decir, que no vaya a producirse “técnicamente” una recesión, pero sí podemos indicar que su incidencia estará acotada. ¿Por qué?

Previsiblemente el 4t07 se cerrará con un crecimiento trimestral anualizado entre el 1% y el 1,5%. Los datos que tenemos hasta ahora (octubre, indicadores de noviembre) parecen avalar este escenario:

_ Los ISMs y encuestas regionales de momento siguen apuntando a desaceleración suave. Los dos últimos, el Empire Manufacturing y la Fed de Filadelfia, apuntaron a que continuaría la expansión moderada. Es cierto, que el perfil de ambos datos dejaba algunas dudas (algo más inflacionistas que en el pasado y cierta tendencia del empleo a perder fuelle), pero apuntaban hacia la zona de expansión. En este sentido, creemos que la parte de la formación bruta de capital fijo no residencial no va a desplomarse (podría seguir con su suave crecimiento). Respecto a la parte de inversión residencial, su aportación al PIB seguirá siendo negativa, pero acotada (-1% trimestral anualizado). No cabe mayor aceleración de este proceso.

_ El sector exterior sigue funcionando. La demanda de Asia, Europa y el tipo de cambio del US \$ apoyan la marcha del sector exterior y su aportación al PIB. El gasto público también.

_ ¿Y qué pasa con el consumo americano? Hay un elemento que sigue sumando en positivo que es la creación de empleo, que se desacelera, pero suavemente. Ayuda adicionalmente el mantenimiento de las rentas salariales. En negativo tenemos el efecto de la restricción crediticia que prevemos se derivará de los problemas de las cuentas de entidades bancarias. En cualquier caso, el índice de expectativas de la Universidad de Michigan (un proxy adelantado del consumo) en octubre y noviembre es compatible con un 4t07 en el que el consumo crezca un 2% anualizado.

Para 2008: en nuestra opinión hablar de un 1,5% resulta un escenario extremo, salvo debilidad permanente del consumo en todo el año. Nos inclinamos por un año de menos a más. Un año en el que el crecimiento se acercará al 2,0%. Existe un factor que puede empujar la confianza en el crecimiento, que sería una caída del crudo que arrastrase a los precios de la gasolina (hoy por encima de los 3\$/galón), que en nuestra opinión, tiene elevadas probabilidades de producirse. Los precios del crudo actuarían como una suerte de “estabilizador automático”. En nuestra opinión, en 2008 sumarán en positivo el gasto público; en el peor de los casos se compensarán el sector exterior (+) y la inversión (-); mientras el consumo en su parte de servicios se mantendrá relativamente estable. La parte de bienes es más bien una incógnita. En promedio se puede esperar un crecimiento entre el 0,45% y el 0,49%.

En cualquier caso hoy el mercado pone en precio una prima de riesgo cíclica que refleja los escenarios de crecimiento más débiles (las sorpresas negativas estarían recogidas en precio en gran medida).

2. Los mercados financieros. La clave del temor que estamos viviendo tiene que ver con el sistema financiero. ¿Cuántas son las pérdidas directas en el mercado por la caída de las hipotecas subprime? Publicaba la OCDE una estimación de lo que entendía podrían ser los efectos de esta crisis: 300.000 mill. de \$.

El mercado de la vivienda sigue siendo clave para explicar la caída. Pero actúa como mero catalizador. El problema verdadero que nos encontramos es que a través de vehículos de naturaleza diversa el riesgo se ha vuelto más opaco y se ha amplificado (mecanismos de apalancamiento). No existe una certeza de en qué medida puede afectar a cada agente. No sabemos que agente tiene más riesgo. Las malas noticias es probable que continúen en el mercado inmobiliario. El mercado aún no parece haber alcanzado suelo. En viviendas iniciadas el dato de 1,2 mill. de unidades aprox. choca con el nivel del que viene >2,3 mill. de unidades y con el mínimo al que puede llegar: 0,8 mill. de unidades. Este mínimo es el suelo alcanzado en 1966, 1973, 1981 y 1990.

La OCDE en su informe señala que un 20% aprox. de las hipotecas subprime podrían estar en riesgo de hacer default. El detonante de esta cadena podrían ser las revisiones de tipos. El año que viene se revisan 890.000 mill. de \$ de subprime (un impago de un 14% supondría 125.000 mill. de \$ de pérdidas). Las hipotecas de riesgo inmediatamente mejor que se revisarán en 2008 alcanzan los 475.000 mill. de \$. La mayoría de las revisiones tendrán lugar en el 1t08. Por tanto, el 1t08 será fuente de malas noticias inmobiliarias.

Siendo un tema grave, probablemente esté encima de la mesa. Los vehículos que han utilizado estos activos ya tienen un mark to market ejecutado y se da una ausencia de liquidez para transacciones. Sus consecuencias son lo importante. Nos enfrentamos a un periodo de mayor restricción crediticia. Esto de forma sencilla significa menor crecimiento (es más difícil endeudarse para familias y empresas; también más caro). ¿Está puesto en precio? Creemos que sí. El mercado ha recortado sus expectativas de crecimiento para EEUU, por ejemplo, desde el 2,7% en junio al 1,5%.

La presión está en los balances de las entidades financieras y en el tamaño de las posibles pérdidas derivadas de esta crisis.

El mayor reflejo de este temor financiero lo tenemos en el comportamiento de la deuda soberana. En especial de la de EE UU. El intensísimo flight to quality está llevando los tipos a niveles que descuentan escenarios mucho peores que los del analista más pesimista pone encima de la mesa. La sobredemanda de títulos por parte de entidades financieras está llevando las TIR a niveles impensables simplemente hace tres meses.

El pesimismo empuja las TIR a los niveles actuales en la curva \$. En nuestra opinión es posible que persista este escenario en el corto plazo, pero lo natural es esperar TIR más altas a medio plazo. Por dar una referencia: en junio el dos años americano estaba alrededor del 5%. Hoy está en el umbral del 3%. La curva fair debería de llevarlo por encima del 3,70%-4,0% a final de 2008. En la curva € los efectos de “arrastre” son intensos, pero menos. En cualquier caso, parece recomendable seguir jugando duraciones cortas para los ahorradores de la Zona €.

¿Qué soluciones existen? La actual situación probablemente requiera, en especial en EE UU, de la intervención de la Reserva Federal. Es cierto que la economía no demanda de forma urgente bajadas de tipos, sin embargo, las condiciones financieras, así lo requieren. Creemos que si persiste la volatilidad de los mercados, la Fed “atenderá” las peticiones del secundario y bajará 25 p.b. los tipos el 11 de diciembre. Es posible que además el discurso sea muy pragmático, señalando que la Fed con esta decisión está primando la estabilidad de los mercados financieros antes que el cumplimiento de su mandato respecto a crecimiento e inflación. ¿Podría haber rebajas de tipos más allá? El mercado así lo descuenta (25% en enero de 2008), pero dependerá en primer término de la estabilidad financiera y en segundo lugar de crecimiento y precios.

La actuación de los bancos centrales es la herramienta que ayudará a estabilizar unos mercados nerviosos, que incluso llegan a poner probabilidades de cierto riesgo sistémico encima de la mesa. Como siempre, y es “normal”, el mercado exagera sus percepciones. Hoy las herramientas de estabilización son más potentes que hace años.

3. ¿Y los mercados de RV? Los mercados de renta variable no han sido ajenos a este entorno. Aumentos de volatilidad que en el caso del S&P ha conducido al índice a la parte baja del canal que viene dibujando desde el año 2002, cuando comenzó la última etapa alcista de largo plazo de las Bolsas.

Las circunstancias no son exactamente las mismas en todos los índices, y uno de los ejemplos es el Ibex cuyo comportamiento no ha sido tan negativo.

No obstante, en situaciones como esta, creemos que más allá de la volatilidad con la que convivimos hay que tratar de ver que descuentan los mercados y contraponerlo a lógica actual.

Hoy vivimos una aversión extrema al riesgo. Lo barato parece la RV; la RF parece cara.

La última caída de los mercados nos ha llevado a un extremo de valoración entre Bonos y Bolsa, de forma que asumiendo una reversión a la media de los últimos años, tendríamos un potencial superior al 10% en el S&P con un PER 08 de 14x beneficios. Este escenario asume que no hay expansión de múltiplos.

Sin embargo, como es fácil suponer, puede que estemos errando en algunas de las hipótesis, por lo que debajo adjuntamos una tabla con dos escenarios, el descrito anteriormente (de consenso, pero ya minorado por nosotros) y otro más extremo aún, en el cual asumimos que la economía crece por debajo de su potencial, llevando a los beneficios de las empresas a no crecer en el año próximo.

La **conclusión** sigue siendo que, más allá de que estemos en un momento macro incierto para EE UU, con la implicación que ello supone a nivel mundial, la propia ortodoxia con la que las Bolsas se han movido en los últimos años (no subiendo más que lo que crecen los beneficios), evita que podamos tener grandes retrocesos equivalentes a cambios de ciclo bursátil. Las caídas desde este punto deberían de ser muy limitadas.

¿Qué hacer? El mercado tiene elevadas probabilidades de rebotar desde los niveles actuales, por lo que en base a lo anteriormente comentado no parece acertado bajar la exposición a renta variable hoy. El no-respeto técnico a los soportes mencionados (base del canal alcista iniciado en 2002) podría traer caídas adicionales, pero limitadas por razón de valoración. Este escenario lo consideramos poco probable.

La recomendación para el ahorro parece clara. Los mercados viven un periodo de convulsión y miedo apoyado en el desconocimiento del verdadero alcance de la crisis hipotecaria y sus efectos colaterales: restricción crediticia y pérdidas en el sector financiero. La huída hacia la calidad es intensa, si bien los mercados están en valoraciones que no parecen caras.

Para el ahorro de bajo riesgo seguimos recomendando en las carteras una proporción de activos monetarios predominante, combinado con aquellos fondos de bajo riesgo que han demostrado solidez en este tipo de periodos.

Para la parte de ahorro de mayor riesgo, entendemos que no es momento de bajar el riesgo de las carteras. Al contrario, las valoraciones sugieren que hay oportunidades en los mercados ante un eventual proceso de estabilización. En cualquier caso el entorno de mayor volatilidad nos hace pensar en que las carteras, sí deben de estar bien diversificadas.

Buscamos mejor grandes valores que pequeños. Seguimos protegiendo las carteras de exposición al \$. Seguimos buscando sectores que dependan menos de las condiciones financieras. Y como conclusión importantísima, destacar la necesidad de que el inversor pueda seleccionar de entre todas las gestoras, el producto que mejor se adapte a sus necesidades.

Kristian Santos Cousido
Gestor de Finanzas Personales
Inversis Banco León.