

Análisis de los últimos retrocesos de los mercados de renta variable durante el segundo trimestre

La evolución de la renta variable se ha caracterizado en las semanas centrales del trimestre por los fuertes retrocesos, en la práctica totalidad de mercados de renta variable. El **detonante** fue el dato de IPC que conocimos el pasado miércoles 17 de mayo, que se unió a las últimas declaraciones del presidente de la FED, avisando de posibles subidas de tipos si “fueran” necesarias.

Llegados aquí cabe preguntarse cómo han evolucionado los mercados de renta variable durante el mes de mayo, el más crítico del trimestre.

El mercado ha reaccionado con movimientos de ida y vuelta situándose finalmente en niveles anteriores al dato. El movimiento ha sido nervioso y fuerte a la baja, y ha producido un aumento de la volatilidad de corto plazo, especialmente en Europa y en menor medida en Estados Unidos. En los mercados del viejo continente es más que probable que permanezcamos con variaciones diarias de mayor importancia que las que hasta ahora estábamos acostumbrados a ver, es decir, tendremos volatilidades superiores. Esto significa que las carteras, con la misma composición **tendrán mayor volatilidad**. Por ello, si estas carteras están acorde a sus perfiles de riesgo, no aumentaríamos la posición en renta variable, para no añadir mayor dosis de riesgo (es decir, no promediaríamos).

Las caídas, tanto semanal como diarias ocurridas durante muchos días del mes de mayo, han sido estadísticamente superiores al 95% de las observadas en los dos últimos años. Una primera conclusión es que probablemente el mercado a corto plazo pueda tener un rebote.

¿Qué fundamentales tenemos? ¿Es esta caída para preocuparse? Mas allá de los efectos de corto plazo, los fundamentales no cambian. El mercado ha interpretado: mayor inflación, tipos más altos, incidencia en el crecimiento económico y menor crecimiento de los beneficios esperados.

La realidad es que observando gráficos de estimaciones de **crecimientos de beneficios** de las empresas cotizadas, se puede comprobar como, lejos de producirse rebajas de estimaciones para este año y el próximo, en Europa, tras las últimas presentaciones de resultados, **se están revisando al alza** y en Estados Unidos continúa esperándose más de un 10% de crecimiento interanual.

Dentro de los datos macro de EEUU, la publicación del IPC americano ha tenido una negativa repercusión en los mercados financieros, aunque en opinión de muchos analistas ha sido desproporcionada. **La inflación subyacente se incrementó una décima respecto al consenso de analistas** (2,3% en tasa interanual), **desatando una fuerte presión vendedora en las bolsas a nivel mundial**. ¿Por qué? **Bernanke**, en sus recientes declaraciones, **dejaba vinculadas las subidas de los fed funds con la necesidad de controlar las**

presiones inflacionistas, lo cual ha suscitado preocupación ante el dañino efecto que podría generar sobre el mantenimiento del ciclo económico. No obstante, desde Inversis Banco no compartimos esta teoría. Por un lado, todavía no hay razones para subir los tipos de interés y de otro, no existe ningún motivo macroeconómico que haga cambiar la visión positiva del momento económico americano que poseemos.

Alguno de los argumentos en lo que lo fundamentamos son:

- No debería sorprendernos que el elevado precio de las materias primas pudiera generar algún efecto de segunda ronda en las tasas subyacentes. Además, no hay que olvidar que la demanda continúa siendo fortísima, dejando cierto margen a los productores para la fijación de los precios.
- La creación de empleo, como base del mantenimiento del consumo americano, continúa siendo fuerte.
- El dato de actividad no manufacturera ISM se mantiene ampliamente por encima de 50 y por tanto no sugiere un freno brusco en el crecimiento americano.
- Los datos de confianza empresarial y del consumidor siguen arrojando cifras positivas.
- La desaceleración del sector inmobiliario está siendo suave y controlada.

¿Qué conclusiones extraemos?:

- Reafirmamos el nivel de 5,0% como techo del tipo de intervención. No obstante, una subida de 25 p.b. tendría un impacto marginal.
- **El crecimiento en 2006 será de más a menos, pero manteniendo tasas interanuales cercanas a las del pasado ejercicio.**
- Aunque estimamos que la tasa core podría estar presionada durante la primera parte del año, estimamos que, en línea con la desaceleración económica, se modere en el 2s06.
- **Las valoraciones de las bolsas son positivas.** A pesar del repunte de los tipos de interés nos permite mantener expectativas de que el índice americano S&P cierre en el entorno de los 1.400.
- **La deuda americana tiene valor.**
- **El IPC de la Eurozona, en línea con las previsiones del BCE, se incrementó hasta el 2,4%,** siendo el componente de la energía el que más impacto ha tenido en su resultado final. Parece poco probable que a c/p se sitúe cerca del objetivo del 2,0%. Por tanto, el Banco Central deberá continuar endureciendo la política monetaria, aunque su nivel final estará en función de la cotización del euro.

□ **El Banco de Inglaterra** publicó las actas de su última reunión, en la cual dejó invariable el tipo de intervención en el 4,5%. Resulta curioso las diferencias existentes entre los diferentes miembros del comité, de los cuales 6 votaron mantener, 1 reducir y 1 incrementar el base rate. ¿Qué opina el mercado? Descuenta una subida de 25 p.b. en 2006 y otra de igual intensidad en 2007.

Muchos gestores **estiman que el Banco Central no moverá los tipos de interés este año.** A pesar de la evidente mejora cíclica, sería muy peligroso endurecer las condiciones monetarias. Los grandes catalizadores son:

- El desempleo se encuentra en el nivel más elevado de los últimos 3 años

- La inflación se mantiene dentro de los rangos del BC (2,0% general y 1,3% subyacente)
- Los precios de la vivienda se están recuperando (+2,0% en abril) y se aprecia un nuevo incremento de los créditos hipotecarios
- La producción industrial se está recuperando y con ello, los costes laborales unitarios deberían moderarse
- La inversión empresarial continúa siendo débil

Un dato que tranquilizó un poco a los mercados, durante los últimos días del mes de mayo, fue la segunda revisión del PIB del 1T06 en EEUU, que ha resultado por debajo de las estimaciones del mercado, aunque no por ello negativo al situarse por encima del dato de la revisión anterior, 5.3% vs 4.8%. Por la parte de precios, el deflactor del PIB y, lo que es más interesante, la subyacente han mostrado un buen comportamiento manteniéndose a los niveles estimados, 3.3% y 2% respectivamente.

Por partidas, el desglose ha sido en general bueno. Se han producido caídas en las partidas de consumo privado e inversión ex vivienda. La aportación positiva ha venido del lado de las exportaciones que crecen más de lo previsto y más que las importaciones, lo que supone una buena contribución al PIB.

La economía americana crece fuerte, aunque este dato nos podría dar indicios de ligera moderación en el crecimiento de cara a final de año. Como propulsor de esta moderación debemos mirar al mercado inmobiliario americano donde vemos como se ha producido un fuerte incremento en los inventarios de viviendas no vendidas, lo que limitará además el incremento en los precios de las mismas. Optimismo en cuanto a las tan temidas presiones inflacionistas al ver como en precios se mantiene la contención. La partida de precios nos puede dar alguna pista de cara a la evolución del deflactor del consumo, variable que la Fed vigila de cara a una futura actuación en materia de tipos.

Concluyendo y como siempre y, después de un movimiento violento, es momento para mantener la calma. No aumentar la renta variable de carteras ya construidas (con estos niveles se aprovecharán de la recuperación del mercado y evitarán sustos mayores, caso de producirse). Sólo para clientes con perfil agresivo y con fácil movilidad de corto plazo (tal y como se suele hacer en SICAVs), aprovecharíamos para tomar posiciones (también inversores nuevos). Por lo demás **no caer en la tentación de vender**. Creemos que los fundamentos del mercado se mantienen y el activo Renta Variable sigue siendo el más recomendable.

A pesar de todos estos movimientos de ida y vuelta, el comportamiento durante el año en los diferentes mercados internacionales es positivo.

Fdo. Krístian Santos Cousido
Gestor de Finanzas Personales
Inversis Banco León