

► **Artículo**

# Mercados Financieros. RESUMEN

## 2004 Y PERSPECTIVAS 2005

"...en el 2005 las inversiones empresariales se mantendrán fuertes, ayudadas por la mejora de los márgenes de beneficios y el acceso a una financiación barata. Además, los consumidores recibirán ayuda en forma de creación de empleo, y posiblemente bajadas impositivas, pero aún así, se ralentizará algo el consumo privado..."

**E**l año 2004 ha dejado muy buen sabor de boca a los inversores, y los expertos prevén que en el 2005 vuelva a repetirse este comportamiento pero de forma un poco más moderada. Veamos cuál ha sido el comportamiento de las diferentes zonas geográficas:

Europa Emergente ha sido la zona más rentable del año y al igual que ya ocurrió en el año 2003 ha crecido muy por encima de la media global.

Las bolsas de la zona euro obtuvieron una rentabilidad de dos dígitos, destacando el comportamiento de pequeña y mediana empresa según su capitalización bursátil.

Dentro de la zona americana destacan los países latinoamericanos. El buen comportamiento que están teniendo los mercados de Latinoamérica se apoya en la recuperación económica que están viviendo estos países. Por primera vez en siete años, todos los países latinoamericanos tendrán un crecimiento positivo. Las reformas realizadas por los distintos gobiernos de la zona, así como los acuerdos comerciales regionales e internacionales alcanzados a lo largo de 2004, apoyan ese crecimiento.

Los mercados asiáticos no han tenido un año muy positivo. Esta región es la que más ha sufrido por los elevados precios del crudo y otros recursos minerales de la que es importadora. Las dudas sobre la marcha de la economía china también pusieron freno a los mercados.

La mejora de la renta variable se ha sustentado en la recuperación de la principal economía del mundo, EEUU, y en la mejora importante de los resultados de las grandes compañías cotizadas. Las empresas, después de los ajustes realizados en 2001, 2002 y 2003, confirmaron las buenas expectativas que

se tenían. Y una vez confirmada la recuperación, la pregunta es ¿que nos espera para este 2005 después de dos años de subidas generalizadas? El alto precio del crudo, la situación de las divisas y un cierto enfriamiento económico invitan a ser más selectivos a la hora de tomar posiciones en renta variable. Vamos a ver que opciones tenemos según las tendencias económicas y perspectivas para el año 2005 en las principales áreas geográficas (EEUU, Europa, Japón, China y América Latina), para posteriormente analizar brevemente la evolución de los precios en dichas zonas, la situación de los mercados financieros y el previsiblemente comportamiento.

Vamos a comenzar a analizar EEUU, donde las notas más importantes de su economía son:

Fortalecimiento de la actividad empresarial y de las inversiones durante 2004, con cierta desaceleración durante los últimos meses y con un consumo privado que sigue generalmente fuerte, si bien se ha ralentizado algo la parte de los bienes duraderos. Este crecimiento del consumo se ha sustentado en dos pilares: un crecimiento de las rentas personales disponibles, que es insuficiente y por ello ha aumentado el endeudamiento de los hogares y en la creación de empleo, que empieza a arrancar, al igual que las exportaciones, las cuales se han acelerado, pero lo han hecho aún más las importaciones.

Todo esto nos llevará de forma muy probable a que en el 2005 las inversiones empresariales se mantendrán fuertes, ayudadas por la mejora de los márgenes de beneficios y el acceso a una financiación barata. Además, los consumidores recibirán ayuda en forma de creación de empleo, y posiblemente bajadas impositivas, pero aún así, se ralentizará algo el consumo privado. El sector exterior seguirá restando a la actividad de la economía a pesar de la bajada del dólar.

BOLSA	INDICE	Dic 04	Dic 03	% VAR
Madrid	IGBM	959,06	807,98	18,70
	IBEX 35	9080,80	7737,20	17,37
Tokio	NIKKEI 225	11488,76	10676,64	7,61
Nueva York	DOW JONES	10783,01	10453,92	3,15
Londres	FTSE-100	4814,30	4476,90	7,54
Frankfurt	DAX 30	4256,08	3965,16	7,34
París	CAC 40	3821,16	3557,90	7,40
Milán	MIB 30	31220,00	26715,00	16,86

Evolución de los mercados de renta variable más importantes del mundo:

En Europa, durante el año 2004, hemos de destacar:

Una cierta recuperación económica por el alza de las exportaciones, sobre todo de bienes de equipo y una mejora de los márgenes de beneficios vía aumento de las ventas, reducciones de

costes y reestructuraciones. Pero estas mejoras no se han visto reflejadas en las inversiones empresariales.

La debilidad del mercado laboral y el bajo crecimiento de los salarios ha restringido el consumo. Esto, a pesar de que se han registrado también ganancias patrimoniales vía inversiones inmobiliarias, pero no han sido suficientes para mantener el consumo.

A lo largo del 2005, es previsible que:

La situación fiscal de Alemania, Francia e Italia deja poco margen para estimular las economías, pero las empresas están mucho más saneadas que hace 3-4 años, y su rentabilidad ha mejorado y además, no es probable que el consumo privado se fortalezca notablemente, y la demanda externa seguirá siendo un punto clave.

La fortaleza del Euro es un reto para las compañías exportadoras, pero supone un fuerte incentivo para intensificar las reformas.

España sigue mostrando una demanda interna muy fuerte, lo cual seguirá sucediendo en 2005.

Una de las zonas que menos alegrías nos ha dado durante este pasado 2004, ha sido Japón, pero ¿por qué lo ha hecho?. Las principales razones pueden ser que Japón ha sufrido un retroceso en su actividad económica durante los últimos dos trimestres. Detrás de ello ha estado un ajuste de las inversiones no residenciales que habían crecido excesivamente, retroceso de las exportaciones, sobre todo debido a China y el efecto de la subida del precio de petróleo.

A pesar de esto, el consumo privado se ha mantenido fuerte durante todo este periodo y los beneficios empresariales no dejaron de crecer a pesar de la ralentización de la economía. El problema de la deflación se está superando poco a poco.

Con este panorama, los analistas estiman que, a partir de este momento en Japón:

El retroceso parece diferente al de los últimos 10 años al no incluirse el consumo privado. La relativa fortaleza de la demanda interna de Japón le diferencia del escenario europeo.

La demanda de China y EE.UU. ha vuelto a tirar, lo cual estimulará de nuevo las inversiones no residenciales.

Las empresas en el sector real de la economía y los bancos se han ido reestructurando sustancialmente en los últimos años, cosa que está detrás de gran parte del crecimiento de los beneficios que serán clave tanto para la economía como para los mercados.

En China se ha producido una pausa cíclica moderada durante los últimos 6 meses. Se debilitan las inversiones fijas, pero no los sectores de la economía que eran el objetivo del gobierno: la construcción y el acero.

El consumo privado sigue fortaleciéndose, las inversiones directas hacia China siguen fuertes y la inflación se ha moderado últimamente debido a una reducción de los precios alimenticios, que pesan alrededor de un tercio del índice y por subvenciones del gobierno.

El 29 de octubre el gobierno subió el tipo de referencia para los bancos (tipo de depósito a 1 año) con 25pb a 2,25%. Pero también eliminaron el "techo" para los tipos que pueden cobrar los bancos.

Para este año, en China, se estima que:

La economía probablemente crecerá alrededor de un 8%, en vez de un 9%.

Existirá un triple "colchón" en forma de un consumo privado fuerte, exportaciones poco dependientes del ciclo económico global y un probable superávit presupuestario para este año, que podría destinarse a inversiones en instalaciones eléctricas y sistemas de transporte.

El precio del petróleo y las materias primas constituyen un problema para los márgenes de beneficio, pero no para la inflación.

Los sectores con más potencial serán probablemente el consumo, sectores exportadores en general, energía y seguros de vida.

Con referencia a América Latina, vamos a tener en cuenta Brasil, donde se ha producido una recuperación fuerte este año. Es decir el PIB real está creciendo por encima de 6%; ralentización de la producción industrial en meses recientes por China y otros países; mejora de la balanza comercial vía exportaciones; e incremento del superávit del sector público y reducción de la Deuda Pública además de las inversiones extranjeras directas en el país, lo que conlleva flujos de capital hacia el país.

Brasil se encuentra en una especie de "círculo virtuoso" por el momento, donde el crecimiento de la economía se seguirá traduciendo en crecimiento de los beneficios de las empresas, además, la valoración del mercado es relativamente favorable, según medidas como PER fwd, Price-to-book, ROE, y rentabilidad por dividendo y la divisa parece infravalorada.

Respecto a los datos de inflación a nivel mundial, hay que destacar que la recuperación económica mundial, junto con el alza del precio de petróleo ha supuesto un repunte de la inflación general en EE.UU. y Europa. Si a esto restamos el componente de energía, la tendencia es mucho menos acusada. La evidencia está siendo que una parte muy reducida de la subida del precio de petróleo y otras materias primas se traslada a los precios finales.

En EE.UU. el grado de competencia y las importaciones de Asia moderan la inflación, mientras que en Europa lo hacen la baja actividad y la fortaleza del Euro.

La Reserva Federal está en un proceso de "normalización" de su política monetaria, pero será un proceso muy lento, y a la menor señal de problemas para la economía se interrumpirá. Toda esta calma es porque la economía está todavía lejos de su límite de capacidad y la inflación está controlada. El alto endeudamiento de los consumidores también introduce riesgo de una política excesivamente dura.

En la Zona Euro, el debate está empezando a tocar la posibilidad de una bajada de tipos, aunque el mercado sigue descontando subidas.

Los factores fundamentales que se han situado detrás de la renta variable internacional han diferido sustancialmente del pasado, y son:

El ciclo económico sigue siendo importante para el "top-line" de las empresas, pero los beneficios se han hecho menos cíclicos que antes y esto refleja medidas, sin precedentes, de reestructuraciones y reducciones de costes en ambos lados del Atlántico y en Japón.

El esfuerzo corporativo hacia la eficiencia se manifiesta en incrementos de la productividad y reducción de los costes unitarios, que a nivel macroeconómico se traduce a poca creación de empleo.

Desde el punto de vista de los últimos años – después del pinchazo de la burbuja bursátil – las economías y los mercados pasarán conceptualmente por 3 fases:

1. Reestructuración y mejora de los márgenes de beneficio.
2. Expansión corporativa (primero vía inversiones en equipo, después vía expansión de plantilla) y crecimiento del "top-line".
3. Endeudamiento corporativo y apalancamiento financiero.

Desde esta óptica EE.UU., con probabilidad está en la fase 2), Europa en la 1), mientras que Japón está entre la 1) y la 2).

Llegados a este punto cabe hacerse la pregunta de que fase es mejor desde el punto de vista de beneficios. Para algunos bancos, la fase 2) es superior a la 1) porque implica una expansión duradera. Muchos expertos discrepan, porque no ven la sostenibilidad de la expansión estadounidense.

Europa ciertamente está detrás, pero el potencial de incrementar la eficiencia es mayor.

A los analistas sigue gustando Europa más que EE.UU. por motivo de:

Su posición retrasada en el ciclo de 3 fases, cosa que implica potencial de incrementar beneficios vía mejoras de la eficiencia.

Las valoraciones que son más favorables en Europa que en EE.UU. tanto a nivel general como por sectores.

Por la ausencia de grandes desequilibrios macro.

Gusta también Japón por su posición entre la fase 1) y 2) donde el incremento del "top-line" se une con mejoras de la eficiencia. Su situación cíclica que parece más sólida que en recuperaciones anteriores (que han resultado ser falsas) y por una demanda continua de China y Occidente.

La divisa ha sido el factor diferencial en un año plano y sin volatilidad hasta los últimos meses y por tanto, el efecto valoración se dejó de notar tras las elecciones, pero el efecto divisa ha seguido primando la inversión en Euros.

En el plano sectorial, la lógica "fundamental" se ha acabado imponiendo.

Utilities se benefician de los bajos tipos y de la apertura de mercados (caso alemán).

Telecomunicaciones, por fin recoge parte del potencial que tenía.

Industrial sube gracias a la reestructuración empresarial.

Farmacia y Tecnología acaban pagando los altos ratios a los que cotizan.

El sector energético se beneficia del precio del crudo, pero el riesgo es muy elevado.

Con la excepción de las petroleras, la mayoría de los grandes valores europeos no se encuentran entre los que más han subido, todo lo contrario que en el caso español donde Telefónica y BBVA, han permitido que el Ibex lo hiciera mejor que el resto de índices del continente. En los últimos 2 años, la valoración relativa del mercado americano frente al europeo ha aumentado, sin embargo, el "momentum de beneficios" parece favorecer al mercado americano. Actualmente el crecimiento esperado es similar en el S&P 500 que en el Dow Jones Stoxx 600 y que en los últimos 2 años, la valoración relativa del mercado inglés frente al alemán ha aumentado. Las estimaciones de crecimiento de beneficios en Alemania se mantienen estables (por encima del 10%), mientras que el Reino Unido ha visto disminuir con fuerza las suyas.

Para concluir, los mercados más interesantes son Alemania, Japón y España, por crecimiento de beneficios, valoración relativa y como consecuencia del modelo de elección. Desde un punto de vista sectorial, las valoraciones son ligeramente más favorables a Europa.

Por sectores, finanzas, telecomunicaciones consumo cíclico e industrial serían por los que apostaríamos.

**Kristian Santos Cousido**  
**Gestor de Finanzas Personales**  
**Inversis Banco León**