

Estrategias para huir de la recesión

Tras las últimas cifras macroeconómicas publicadas, queda claro que la recesión técnica (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo) llama ya a las puertas de la zona Euro. El PIB 3T 08 ha caído el -0,2% trimestral en el conjunto de la región, y los datos a nivel nacional han generado sorpresas de todo tipo. Tanto negativas por la contracción del PIB de Alemania (-0,5% t/t); neutras, porque España confirma el crecimiento negativo ya adelantado por el Banco de España (-0,2% t/t); y "positivas", dado que Francia esquiva el crecimiento negativo (+0,1% t/t).

El panorama en EEUU es de un patente deterioro. Preocupa especialmente la dinámica de enfriamiento del mercado laboral, con las peticiones semanales de subsidio de desempleo en niveles de 516.000, el más alto desde septiembre de 2001. Un repunte inesperado que no se justifica por factores estacionales; los niveles de paro semanal son compatibles con una destrucción de 300.000 puestos de trabajo al mes. Otro de los problemas graves es la demanda interna. Desde un punto de vista meramente cuantitativo, y de cara a la revisión del PIB 3T08, es bueno que el déficit comercial volviera a estrecharse en septiembre, pero no lo es tanto que, por un lado, las exportaciones retrocedan (reflejando la moderación de la demanda global con el agravante del fortalecimiento del dólar), y, por otro, que las importaciones, al margen del efecto de la caída del petróleo, desciendan con fuerza (al fin y al cabo reflejan la desaceleración de la demanda interna).

En este entorno, el BCE, al igual que el Banco de Inglaterra, dibuja un escenario de fuerte deterioro del ciclo europeo, y vuelve a reconocer de manera tácita su error al subir tipos en julio. El mero reconocimiento de errores pasados deja entrever su predisposición a corregirlos en el futuro, lo que aumenta las probabilidades de asistir a bajadas de tipos por debajo de los mínimos históricos del BCE (2% desde el 3,25% actual) en el 2T09.

Planes de rescate

Con este difícil entorno, tanto los inversores como los gobiernos se plantean la eficacia de medidas de rescate. Así, el mercado está ávido de nuevas propuestas, como las que este fin de semana pasado se hicieron en la cumbre del G20. La falta de consistencia de las que se han adoptado en EEUU –el famoso TARP o macroplan de rescate– no ha sentado bien. En esta línea se enmarcan los comentarios del Secretario del Tesoro de EEUU, Paulson, que en un cambio de tercio, señaló que el Tesoro de EEUU no está considerando la compra de activos "tóxicos" incluidos en los balances bancarios. Paulson se decantó por apoyar la recapitalización de las entidades como forma de estabilizar el sistema financiero, subrayando la importancia de que los bancos utilicen los fondos recibidos para mantener el dinamismo del crédito y evitar un mayor daño en el crecimiento económico.

Además, Paulson señaló la necesidad de apoyar la reactivación del crédito al consumo a través de otros canales ajenos al bancario. ¿Cómo? A través de una mayor utilización del mercado de titulaciones o ABS (*Asset Backed Securities*) de máxima calidad crediticia, un mercado ávido de liquidez. Un mercado que ha caído de forma estrepitosa, y cuyos efectos están afectando a la concesión de crédito a hogares, que se nutre, en un 40%, de la titulización de recibos de tarjetas de crédito y de préstamos para estudios y adquisición de automóviles.

Conclusiones G-20

A nivel global, las líneas maestras de la cumbre del G20, celebrada este fin de semana en Washington, son las siguientes:

- 1) Reforma del FMI y del Banco Mundial, con mayor protagonismo de los países emergentes.
- 2) Fomento de planes de estímulo fiscal para la reactivación económica.
- 3) Incremento de la transparencia y de la coordinación en la regulación de mercados e instrumentos financieros.
- 4) Reforzamiento de la vigilancia de las agencias de calificación crediticia.
- 5) Creación de un colegio de supervisores para el control de la actividad bancaria.
- 6) Armonización y revisión de las normas contables.
- 7) Potenciación de la libertad de comercio a través del desbloqueo de la ronda de Doha.

Teniendo en cuenta que el recelo que despertaba la cumbre era elevado, ante la falta de concreción de una agenda de trabajo previa a la reunión y el poco tiempo disponible en las sesiones de trabajo previstas, no puede hablarse de decepción. Ya de por sí, constituye un éxito que los 22 países asistentes se hayan puesto de acuerdo en las líneas estratégicas para combatir la crisis financiera. También es positivo que el diagnóstico de la crisis financiera y el plan de acción sean más explícitos de lo que cabía esperar y que los países hayan acordado un calendario estricto para desarrollar los acuerdos (antes del 31 de marzo de 2009 deberían haberse puesto en marcha las medidas más destacadas).

El comunicado oficial de la cumbre transmite una idea de urgencia y, aunque sólo propone principios genéricos de reforma del sistema financiero y líneas muy generales de actuación económica, deja bien claro que el sistema financiero mundial debe reformarse sobre los principios de una mayor transparencia y rendición de cuentas de todos los agentes financieros. Aunque no se considera necesario un supervisor global, se admite la necesidad de reformar las instituciones multilaterales (FMI y Banco Mundial).

Por tanto, la cumbre de este fin de semana ha supuesto el primer paso, necesario, aunque todavía pequeño, para reformar la arquitectura financiera mundial y establecer una agenda para combatir la crisis. En conclusión, la consolidación de la coordinación a nivel internacional en el establecimiento de medidas de apoyo (con reorientación desde el sector financiero al sector real), el establecimiento de un punto de partida para las reformas que requiere el sistema financiero, entre ellas la homogeneización de la regulación financiera y de las normas contables en aras de fomentar la transparencia a nivel internacional, promover la transparencia en la actividad de las agencias de *rating*, y plantear un papel de mayor protagonismo para FMI y Banco Mundial, reforzando su apoyo a las economías con mayores necesidades de financiación, son los puntos más positivos de la cumbre. El impacto sobre los mercados debería ser reducido, pero no tendría que ser negativo puesto que se ha potenciado la coordinación en el ámbito de actuación contra la crisis.

Bajada del Euribor

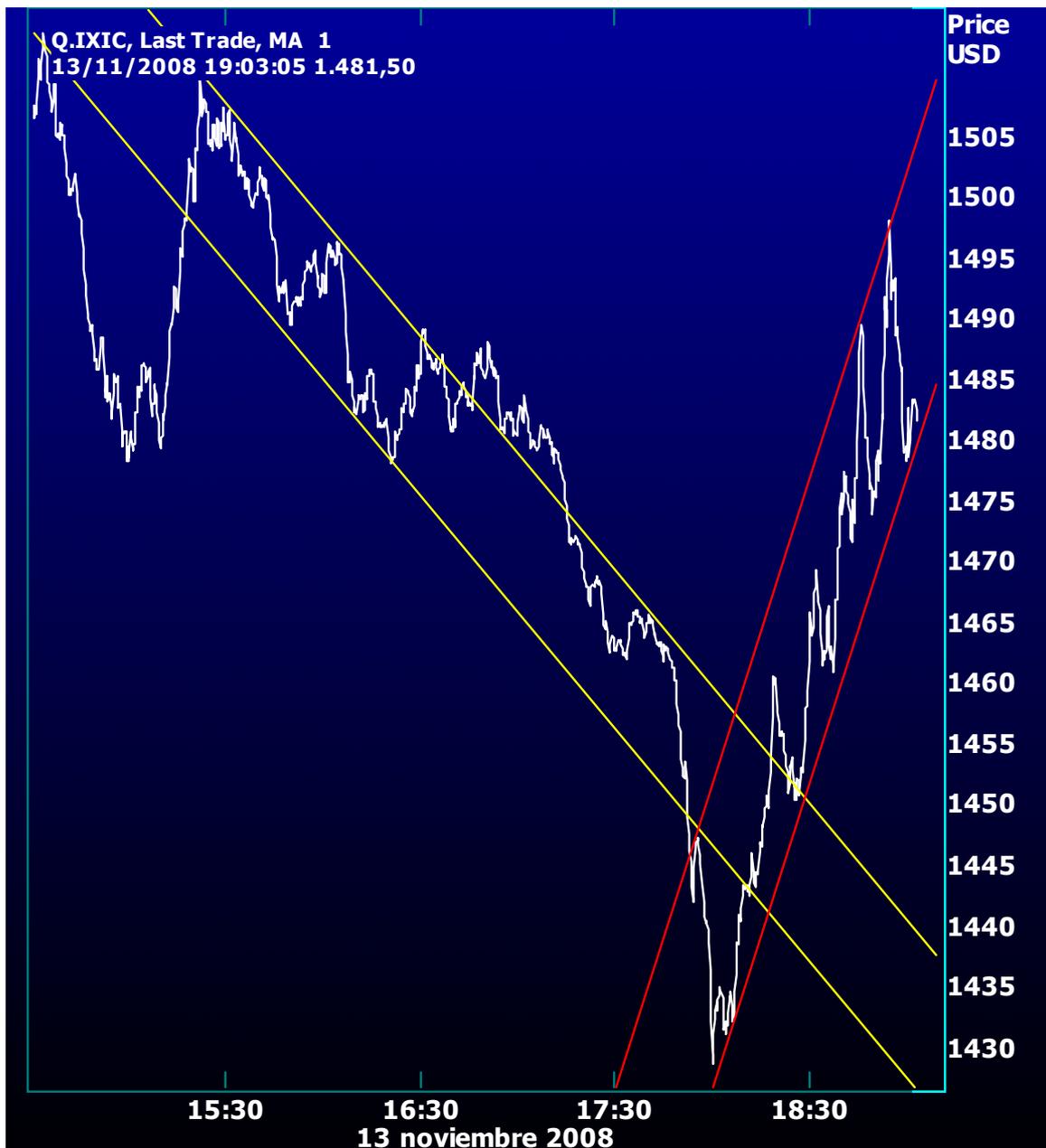
Al margen de las nuevas medidas, en el mercado interbancario, la relajación monetaria, junto a la ligera relajación de la prima de riesgo del mercado interbancario, tiene una lectura positiva: la bajada del Euribor 12 meses hasta niveles del 4,37%, más de un punto por debajo del máximo alcanzado durante la primera quincena de octubre.

(Evolución Euribor 12 meses)



No obstante, a pesar de que el interbancario baja todos los días -el tipo a 1 mes está en el 3,86%- sigue habiendo una gran desconfianza entre los bancos, por lo que siguen si prestarse unos a otros salvo en el cortísimo plazo.

Y es que el miedo sigue sin desaparecer de los mercados con lo que ello supone para los activos con mayor riesgo - Renta Variable, etc- y la consiguiente huida hacia la calidad de los activos de Deuda Pública. Esto se refleja en la fuerte volatilidad aún presente en las bolsas, aunque se ha reducido un poco, lo que es fácilmente observable en el siguiente gráfico intradía del mercado americano (Nasdaq) del pasado jueves. En este caso, el índice llegó a caer un 5% y al cabo de un rato, tan sólo un 0,28%.



(Gráfico intradía del jueves 13 noviembre en Nasdaq)

Por ello, todavía no es momento de rotar posiciones a ciclo, es mejor mantener un posicionamiento defensivo. No obstante, desde estos niveles debería producirse un rebote en el mercado más o menos consistente en el tiempo y más sano cuanto más pausado sea. Y a pesar de que la volatilidad sigue en niveles elevados, desde hace algunas semanas algunas cosas han cambiado y el mercado empieza a mirar con buenos ojos parte de los últimos acontecimientos. Además, los niveles de sobreventa extremos ha generado las valoraciones más atractivas de los últimos veinticinco años, y las caídas doblan el promedio de bajadas en fases recesivas. Por este motivo, en la confianza que se están poniendo los cimientos para la recuperación a medio y largo plazo, y bajo la presunción de la eficacia de medidas adoptadas, se podría empezar a asumir algo más de riesgo en las carteras, eso sí, en sectores defensivos y poco apalancados al ciclo.

Alvaro Martín Caballero
Director BANIF León