

Perspectivas para 2012

Más allá del abismo

EN ESTA EDICIÓN

1. Aspectos más destacados
2. Reseña del mercado
3. Perspectivas para 2012
4. El cambio hacia el cortoplacismo
5. El marco para las acciones
6. El marco frente a los títulos públicos
7. Commodities e inmuebles
8. Nuestras perspectivas para las clases de activos
9. Conclusión

1. Aspectos más destacados

- Este 2011 demostró ser un año extremadamente volátil, en gran parte debido a la constante incertidumbre en torno a la situación de deuda soberana de la Eurozona.
- El crecimiento se desaceleró durante el año, y el Fondo Monetario Internacional (FMI) recortó su proyección de crecimiento económico del Producto Bruto Interno (PBI) de 2,5% a 1,6%.
- Las economías desarrolladas –dentro de las cuales, la de los Estados Unidos es la principal excepción – están embarcadas en medidas de austeridad, en tanto el mundo emergente se está ocupando de morigerar su crecimiento más sólido a fin de evitar cualquier amenaza de inflación.
- Cualquier mejora que tenga lugar el año entrante en gran parte depende de que la Eurozona encuentre una solución adecuada a sus problemas.
- Frente a este contexto, muchos inversores fugaron hacia lo que consideraron refugios, lo que provocó que los precios del oro registraran picos máximos y que los rendimientos de los títulos públicos registraran bajas generacionales.
- El cortoplacismo reina en esos mercados volátiles, creando oportunidades en algunas clases de activos para aquellos inversores que tengan una visión a más largo plazo.
- En la actualidad, las acciones buscan ofrecer el mejor valor, con muchas compañías en buena posición financiera luego de haber aplicado sus propias medidas de austeridad en medio de la recesión crediticia, los balances sólidos permiten un constante crecimiento de los dividendos.
- Las valoraciones de las acciones siguen siendo bajas, lo que refleja perspectivas económicas flojas en Occidente. Esto pasa por alto dos factores fundamentales: que muchas compañías occidentales tienen una creciente exposición de ganancias en el Este, y el potencial de las acciones de los mercados emergentes de beneficiarse de las perspectivas macroeconómicas mucho más sólidas de la región.
- Los títulos públicos principales de Occidente representan un valor escaso, y las inversiones en refugios a corto plazo obligan a bajar los rendimientos. En algunos casos, esta clase de activo actualmente ofrece la posibilidad de rendimientos reales negativos (rendimientos luego de un ajuste por inflación).
- Una combinación de una inflación a largo plazo más persistente y la industrialización de los mercados emergentes favorece a los activos físicos, como los inmuebles y los commodities. El panorama positivo de oferta y demanda también resulta favorable para estos últimos.
- El oro ha demostrado ser popular como refugio pero sin rendimiento; el metal precioso supone un desafío para el valor y es probable que sufra cuando los inversores quieran volver a invertir otra vez en activos más orientados al riesgo.

2. Los mercados vieron el abismo una vez más en 2011

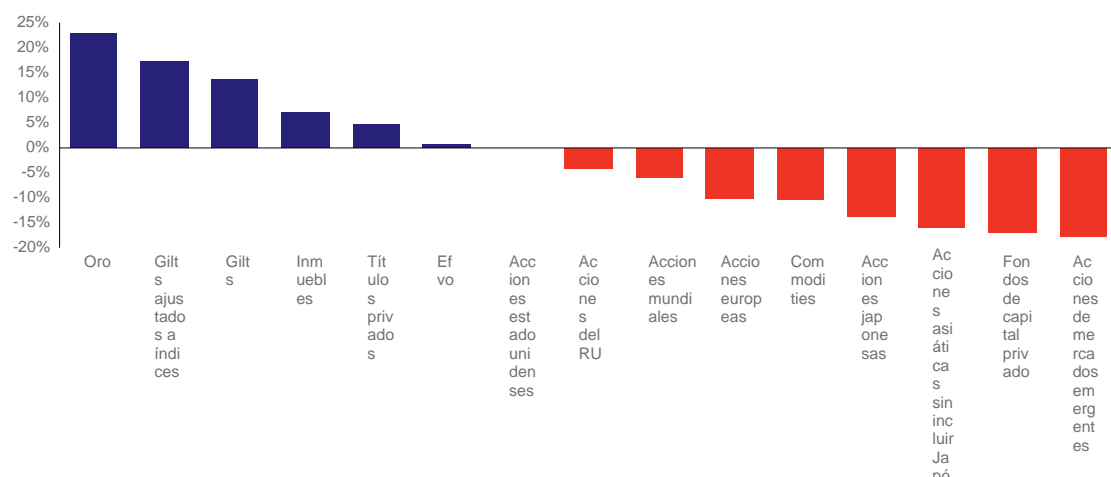
Si bien comenzó bastante robusto, el panorama se deterioró abruptamente a medida que fue avanzando el año; los inversores se enfrentaron con la posibilidad de una recesión (y algunos hasta argumentaron depresión) e incluso cuestionaron el futuro del sistema

financiero. Las fallas pronto fueron evidentes: los disturbios en Oriente Medio se extendieron a Libia y provocaron la mayor suba en los precios del petróleo en dos años y medio. Japón luego sufrió un terremoto gigantesco, un tsunami y un incidente nuclear en el mes de marzo, lo que provocó problemas en la cadena de suministros para gran parte del año.

Aunque la verdadera prueba para el nerviosismo de los inversores llegó durante el verano. Los temores se concentraron en Europa, ya que muchos países sufrieron desde problemas de deuda soberana elevada hasta niveles del PBI, déficit presupuestario y bajo crecimiento. Si bien esto se concentró en los países periféricos de Europa hasta el otoño, las señales de contagio se extendieron a naciones más importantes, como Italia y España, puesto que los rendimientos de los bonos subieron hasta el 7% y el 6% respectivamente. Esto, a su vez, ejerció presión sobre el sector bancario, un tenedor importante de deuda soberana, y volvieron a surgir las preocupaciones de que muchos en Europa necesitarían recapitalizarse o acelerar un apalancamiento (bajando sus niveles de deuda). Asimismo, como subieron los costos de financiación de los bancos, su capacidad de autofinanciarse fue limitada, lo que impidió que brindaran créditos a la economía real. Otro de los desafíos que enfrentaron los mercados fue el de la desaceleración del crecimiento económico. El crecimiento mundial se ha estado recuperando de manera constante desde fines de la recesión provocada por la crisis financiera de 2008 (aunque un poco desigual, con un crecimiento flojo en las regiones desarrolladas y cifras más contundentes en los mercados emergentes).

No obstante, hacia 2011, este crecimiento comenzó a caer rápidamente. En enero, el FMI pronosticó un crecimiento del 2,5% del PBI en las economías avanzadas, aunque lo modificó a la baja a 1,6% en septiembre. Las economías emergentes siguieron beneficiándose de los impulsores de crecimiento estructural, pero no fueron totalmente inmunes a la desaceleración en el mundo desarrollado, y tuvieron que subir las tasas de interés en su lucha contra la inflación. Como consecuencia, el FMI recortó su proyección de crecimiento para 2011 de 6,5% a 6,4%. En resumen, la combinación de un crecimiento económico lento y temores de que el euro e incluso la Unión Europea dejen de existir en sus formas actuales hizo que los inversores huyeran de las clases de activo de mayor riesgo, como las acciones y los commodities, según muestra el gráfico a continuación. Buscaron consuelo en áreas defensivas por tradición, como los refugios que brindan los títulos públicos y el oro. Niveles de volatilidad inusualmente altos en el valor de los distintos tipos de inversiones fueron evidentes durante gran parte del año.

Desempeño de las principales clases de activos en 2011 (GBP £)



Fuente: Morninastar, retornos totales en libras esterlinas del 31 de diciembre de 2010 al 30 de noviembre de 2011

3. Perspectivas para 2012

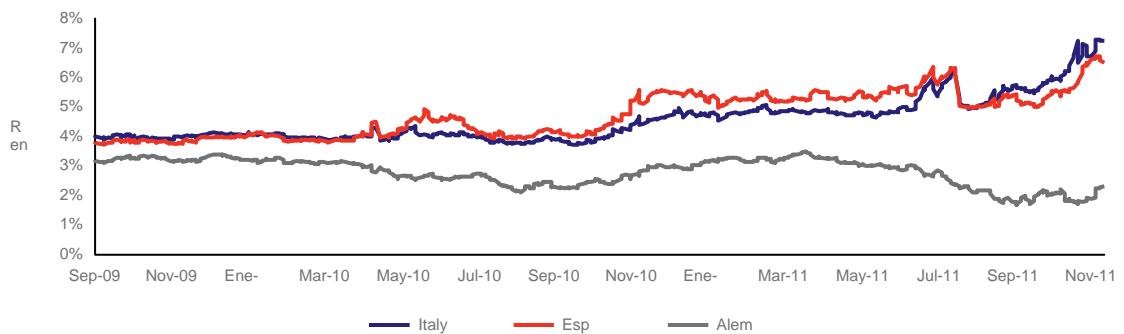
La clave de las perspectivas para 2012 es que las autoridades europeas encuentren una solución integral a la constante crisis de deuda soberana de la Eurozona. Los funcionarios han estado aplicando un criterio "curita" a sus problemas: en lugar de afrontar las cosas temprano, los políticos sólo actuaron cuando se vieron frente a una fuerte presión del mercado, y sólo en ese momento generaron lo suficiente para frenar la ola. Esto sirvió únicamente para resaltar las deficiencias fundamentales de las estructuras de la Eurozona.

Un enfoque tan tardío y tan poco comprometido rara vez responde a los problemas de mercado: los inversores siempre pasan al siguiente problema y, a menudo, lo que comenzó siendo un problema pequeño rápidamente se convierte en algo mucho más serio. La situación que vivió Europa durante el verano sirve de ejemplo. Casi desde el primer día, los inversores consideraron inadecuado el paquete de rescate para Grecia.

Con rapidez pasaron a atacar los mercados de títulos públicos españoles e italianos mucho más importantes de manera sistemática, lo que provocó una suba de los rendimientos a niveles sin precedentes.

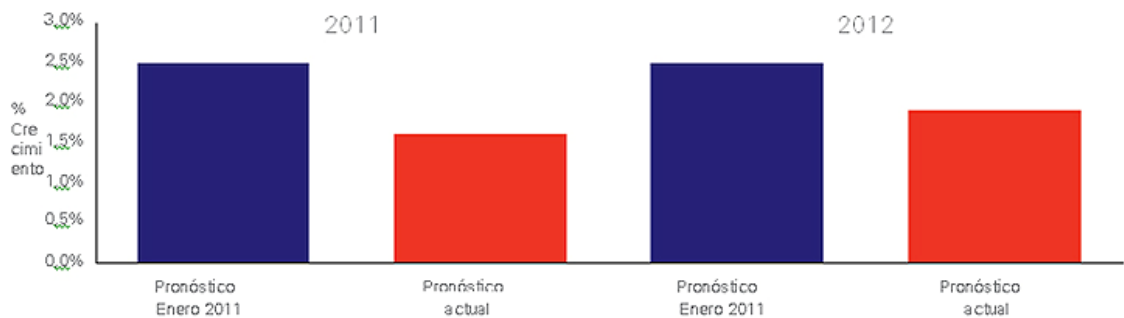
Es probable que el crecimiento económico mundial siga bajo presión, según muestra el segundo gráfico. Esto se debe, en parte, a que muchas economías desarrolladas están instigando paquetes de austeridad y los mercados emergentes están poniendo el freno para desacelerar una amenaza de aumento de la inflación, aunque Europa claramente está agravando el problema. Pese a que muchas compañías europeas están en posiciones financieras relativamente sólidas, han dejado de invertir, prefieren esperar hasta que aumente la confianza antes de gastar el efectivo que tienen.

El costo del endeudamiento público aumentó de manera considerable para Italia y España



Fuente: Reuters, del 30 de septiembre de 2009 al 29 de noviembre de 2011

Crecimiento económico en deterioro para los mercados desarrollados



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), a septiembre de 2011

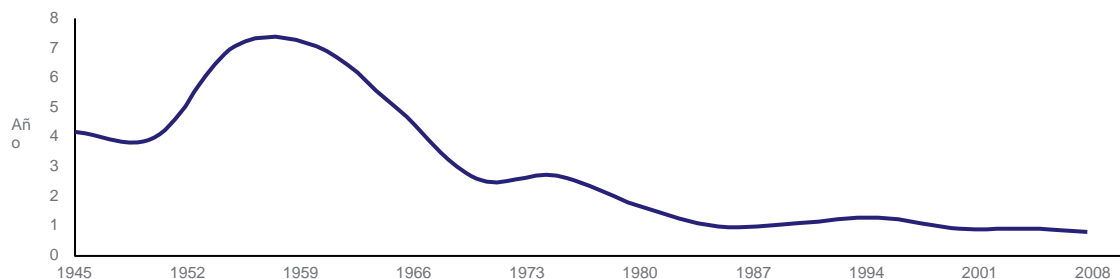
Frente a tal incertidumbre, ¿de qué manera los inversores posicionan una cartera e incluso siguen manteniendo clases de activos de mayor riesgo? Tal vez la mejor respuesta a esto esté condensada en lo que dijo Warren Buffett: "Tema cuando otros son codiciosos, y sea codicioso cuando otros son temerosos".

4. El cambio hacia el cortoplacismo

Detrás de estas palabras, sin embargo, hay algo mucho más fundamental. En síntesis, los mercados han pasado de estar dominados por los inversores con horizontes de inversión a largo plazo a estar impulsados por el cortoplacismo. En gran medida, esto es entendible. Cuando la volatilidad es alta, como ahora, los inversores rápidamente pasan de concentrarse en la generación de riquezas a concentrarse en preservarlas. La posibilidad

de ver cómo el valor del capital ganado con esfuerzo se desmorona abruptamente es más de lo que los inversores pueden tolerar. Prefieren evitar áreas de mayor riesgo e invertir en clases de activos más conservadoras, aunque estas últimas parezcan costosas en el largo plazo. Este cambio al cortoplacismo, no obstante, está conformado por tendencias estructurales más profundas dentro de los mercados bursátiles mundiales. Históricamente, los administradores de fondos de pensión fueron inversores a largo plazo clásicos. Tenían obligaciones a largo plazo y necesitaban invertir en activos que pudieran crecer para satisfacer tales obligaciones; cabe mencionar que la volatilidad a corto plazo no era una preocupación fundamental y estaba vista como un precio que valía la pena pagar para el crecimiento del capital. Sin embargo, últimamente ha habido un cambio de conducta, ya que muchos fondos ya no apuntan a obligaciones futuras sino que se concentran en los aportes. Bajó la necesidad de tener clases de activo de riesgo, ya que los bonos hacen el trabajo independientemente de si generan o no valor en el largo plazo. Consideramos esto como una debilidad fundamental en materia de cómo financiamos a los individuos cuando se jubilan. Además, la regulación es tal que se solicitó a muchos fondos que vendieran sus clases de activos de riesgo y se pasen a los bonos. El incremento de los fondos de cobertura y de los inversores más frecuentes ha exacerbado este problema, acentuando la volatilidad. Describir los fondos de cobertura como una clase de activo es darles un nombre inapropiado: en su lugar, algunos constituyen un grupo de diferentes estrategias de inversión. Su característica común, sin embargo, es que por lo general buscan generar retornos positivos independientemente de las condiciones del mercado. Es este requerimiento el que a menudo construye un aspecto de comportamiento negativo en la manera en que dichos fondos invierten: si los mercados comienzan a caer abruptamente, los fondos de cobertura a menudo venden para preservar el capital en lugar de buscar valor, lo que, por lo general, provoca una caída mayor en los precios de los activos (según ilustra el gráfico a continuación). Los operadores de mayor frecuencia son tal vez aun peores; a menudo mantienen inversiones por milisegundos según los resultados de sus modelos informáticos y aumentan más la volatilidad a corto plazo. En esto, sin embargo, hay una oportunidad para aquellos inversores preparados y capaces de invertir para el largo plazo; el cortoplacismo crea algunas oportunidades de inversión excepcionales.

Los inversores institucionales estadounidenses se concentran más en el corto plazo



Fuente: Según datos de Morningstar y Bolsa de Valores de Nueva York.

5. El marco para las acciones

Si se ve a través de la niebla a corto plazo, las acciones ofrecen algunas oportunidades excelentes para generar riquezas en el largo plazo, como parte de una cartera equilibrada. Las compañías, a diferencia de los gobiernos y los consumidores, han estado manejándose de una manera extremadamente prudente. Mientras estos estaban generando deuda hasta niveles insostenibles, las compañías estaban pagando préstamos y generando saldos en efectivo. Los rendimientos de los dividendos de las acciones en la actualidad se ubican en niveles atractivos —como lo demuestra el primer gráfico—, en comparación con los títulos públicos, en tanto los balances de las compañías les están permitiendo aumentar los dividendos, lo que resulta una combinación muy atractiva en un contexto de tasas de interés bajas.

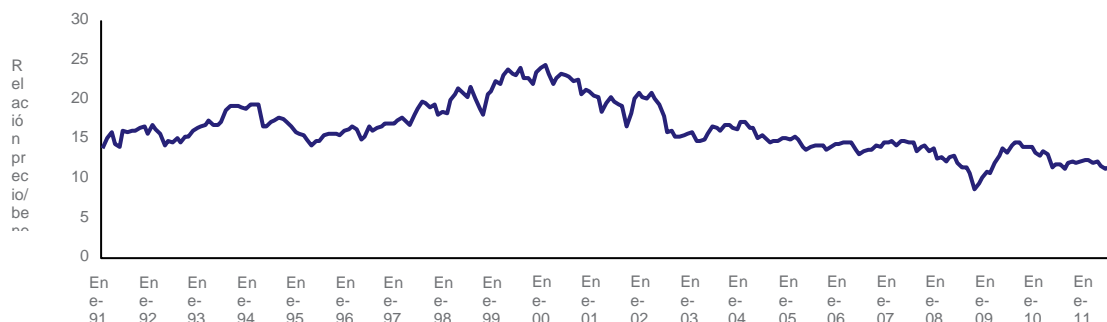
La rentabilidad por dividendo de acciones se encuentra en niveles



Fuente:UBS, del31 de diciembre de 1974 al 30 de noviembre de 2011

Las valoraciones también son extremadamente bajas según estándares anteriores, como muestra el gráfico a continuación. En cierta medida, esto se justifica con la posibilidad de que el crecimiento en las economías desarrolladas sea algo menor que los niveles históricos. Pero enfocarse en tasas de crecimiento más bajas en las economías desarrolladas pasa por alto dos características fundamentales. En primer lugar, las compañías en los mercados desarrollados son cada vez más globales en sus perspectivas. No son tan sólo un participante en el crecimiento económico del país donde residen, sino que se benefician del mayor crecimiento mundial.

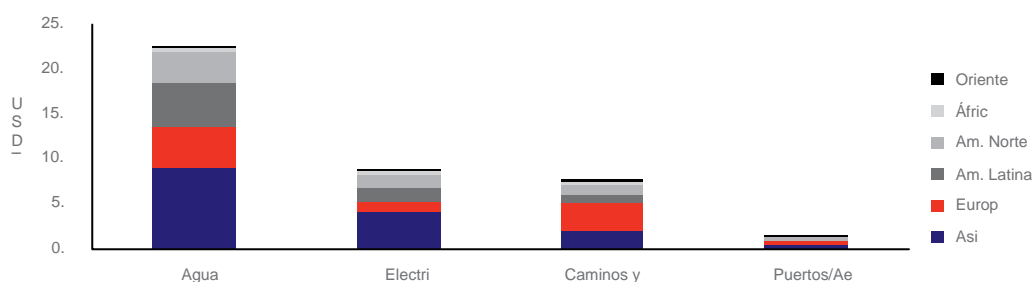
Las valoraciones de las acciones parecen atractivas



Fuente: HSBC, al 30 de septiembre de 2011

En segundo lugar, las acciones de los mercados emergentes en sí ofrecen a los inversores la oportunidad de beneficiarse de tendencias de crecimiento estructural positivas que muestran las economías en desarrollo. Sin embargo, el desempeño de muchos mercados emergentes en 2011 indica que aún no son autosuficientes y dependen mucho de las exportaciones al mundo desarrollado. A medida que sigan creciendo, sin embargo, inevitablemente habrá mayores gastos en materia de infraestructura local –según muestra el gráfico a continuación – y una población cada vez más acaudalada buscará consumir más. Esto disminuirá la dependencia de las exportaciones y con ello se logrará que las economías de los mercados emergentes, y posiblemente los mercados bursátiles, defiendan cada vez más su propio destino.

Los requerimientos de infraestructura futuros de los mercados



Fuente: Booz Allen Hamilton, Global Infrastructure Partners, World Energy Outlook, OECD, Boeing, Drewry Shipping Consultants, US Dept. of Transportation as at 2007

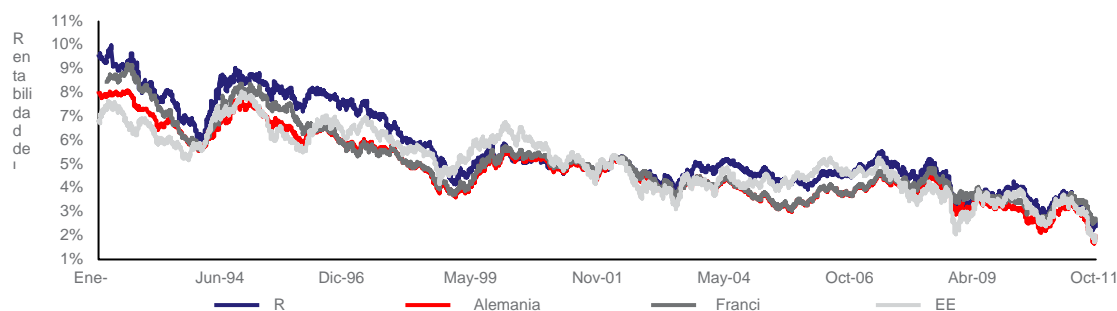
6. El marco frente a los títulos públicos

El reflejo de este valor en acciones es la sobrevaluación en muchos mercados de títulos públicos, con rendimientos que, en muchos casos, no alcanzan para cubrir la inflación. Los títulos públicos no sólo han sido uno de los principales beneficiarios del cambio hacia el cortoplacismo, sino también de la tendencia de baja a largo plazo de la inflación global y las tasas de interés. Una vez más, mucho de esto ha sido impulsado por los mercados emergentes, que se convierten cada vez más en el motor de producción de la economía mundial.

Este fenómeno tuvo dos impactos en relación con la baja en los rendimientos de los títulos. Primero, mediante la exportación de bienes de consumo más baratos a las economías occidentales, se mantuvieron bajas las tasas de interés. Segundo, estas exportaciones generaron superávit considerable en cuenta corriente en los mercados desarrollados, los cuales en muchos casos fueron reciclados hacia los títulos públicos occidentales, lo que también hizo bajar los rendimientos (según lo ilustra el gráfico a continuación). Si bien las presiones inflacionarias parecen atenuadas en el futuro cercano, dado que los paquetes de austeridad en Occidente contribuyen a ello, vemos que la tendencia bajista estructural en la inflación está llegando a su fin. Los salarios en muchos mercados emergentes están subiendo con rapidez, a medida que estas economías se hacen más ricas y sus trabajadores demandan mayores salarios.

Asimismo, dado que la economía mundial se reequilibra en el largo plazo, es poco probable que se repitan los flujos hacia títulos públicos occidentales de los últimos años. Por lo tanto, los bonos han sido los beneficiarios de una tormenta casi perfecta, una baja a largo plazo en los rendimientos (según muestra el gráfico a continuación), acelerada por los inversores que buscan seguridad en el corto plazo. Sin embargo, seguramente a medida que las demandas de los evangelizadores de los bonos por rendimientos estructuralmente más bajos se tornen más elocuentes, los inversores con perspectivas a largo plazo deberían evitar una clase de activo con posibilidades de retornos reales negativos a largo plazo.

Caída en la rentabilidad de los títulos públicos

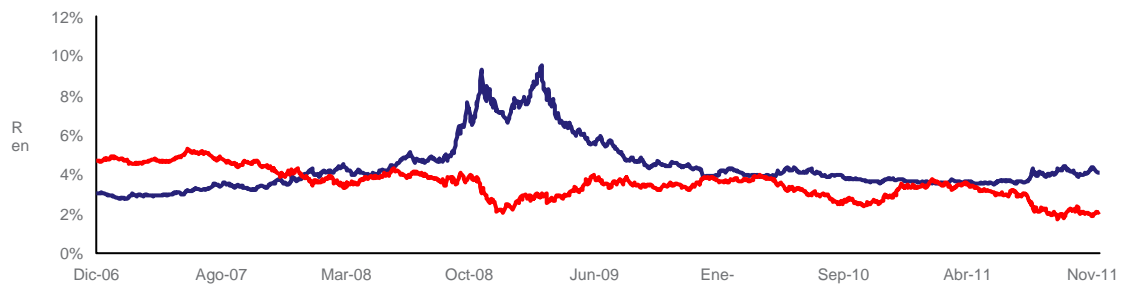


Fuente: Reuters, del 02 de enero de 1992 al 03 de octubre de 2011

7. Commodities e inmuebles

La combinación de una inflación que demostró ser cada vez más persistente y la industrialización de los mercados emergentes favorece a los activos físicos. Sectores de mercado como los commodities y los inmuebles ven subir sus valores con la inflación y también se benefician de la demanda mundial, dada la urbanización de los mercados emergentes. Si bien muchos commodities han sufrido bajas de precio en 2011, como reflejo de la desaceleración del crecimiento económico, deberían beneficiarse a más largo plazo de las presiones aparentemente imparables de la creciente demanda de proyectos de infraestructura y oferta limitada en muchos casos. Los precios en el largo plazo atraviesan considerables presiones alcistas. A menudo los rendimientos de los inmuebles también ofrecen a los inversores una mejora decente por encima de muchos títulos públicos (según el gráfico que figura abajo), lo que siempre resulta una característica atractiva en un contexto de tasas de interés bajas.

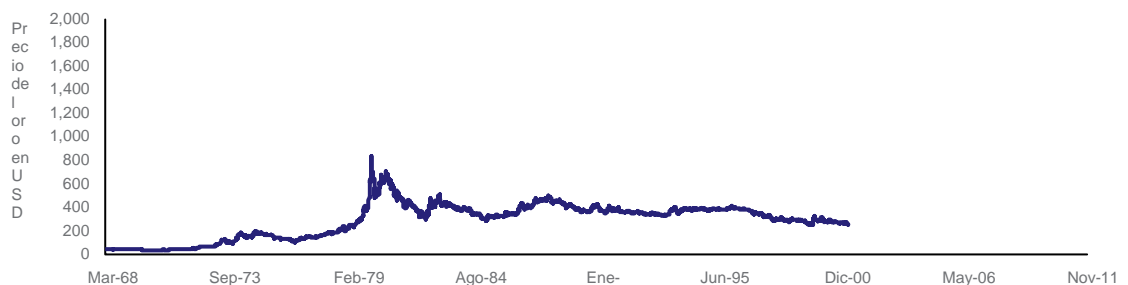
La rentabilidad de los inmuebles parece atractiva frente a los títulos



Fuente: Datastream. del 29 de diciembre de 2006 al 06 de diciembre de 2011

La única excepción de esto es el oro (según figura en el cuadro a continuación). Para muchos, esto representa la verdadera inversión segura, ya que es un activo físico y, para descontento de muchos banqueros centrales, no se puede imprimir más. Hasta cierto punto, simpatizamos con esta visión, ya que el oro por lo general mejora los retornos de una cartera, al mismo tiempo que reduce los riesgos. Sin embargo, tiene un problema importante, ya que sin retorno no se le puede asignar un valor fundamental. Sin duda, como inversión representa la otra cara de la moneda respecto de inversiones en activos de riesgo, es decir, cuanta más gente evite los activos de riesgo, más gente será la que busque comprar oro con su capital. No obstante, cuando cambien los activos de riesgo, en realidad nadie querrá ser el último en tener oro.

El oro se considera un refugio relativo



Fuente: Reuters. del 03 de enero de 2005 al 30 de noviembre de 2011

8. Nuestras perspectivas para las clases de activos

ACCIONES DEL REINO UNIDO

Si bien las perspectivas para la economía británica siguen siendo débiles y dependen de los acontecimientos de la Eurozona, tenemos una visión más positiva sobre las acciones del Reino Unido. Se benefician de una exposición considerable en las economías internacionales, donde el PBI mundial posiblemente sea un impulsor más importante para las acciones del RU que el mismo PBI del Reino Unido. A diferencia del gobierno del Reino Unido, muchas compañías disfrutaban de balances sólidos y el mercado bursátil también tiende a mostrar características defensivas, lo que debería ser favorable en tiempos de incertidumbre económica. Las valoraciones son atractivas, con una relación precio/beneficio futura de 8,6 (frente a un promedio de 10 años de 14) y un rendimiento de dividendos de 3,6 por ciento. Asimismo, los inversores de libras esterlinas que invierten en acciones del RU se beneficiarían de cualquier depreciación de la moneda, lo que puede ser el resultado de la extensión de la flexibilización cuantitativa por parte del Banco de Inglaterra y más debilitamiento de las perspectivas mundiales.

Positiva

ACCIONES EUROPEAS CONTINENTALES

Las perspectivas para Europa continental siguen dominadas por la crisis de deuda de la Eurozona y la capacidad de los políticos de encontrar una solución permanente al problema. Las acciones europeas se negocian a una relación precio/beneficio futura baja de 8,8, lo que implica que la clase de activo ofrece un valor considerable en caso de que se alcance una solución. Sin embargo, la crisis de deuda ya está afectando la economía europea; los índices de servicios y de producción Purchasing Managers Index (PMI) se contrajeron firmemente en octubre. Una ruptura de la Eurozona, que no es nuestro escenario central, tendría implicancias negativas serias para la economía europea y probablemente las acciones sufrirían bajas significativas si esto sucediera. Aunque es probable que el efecto en las compañías individuales varíe considerablemente, en especial debido al resurgimiento del riesgo cambiario y posibles efectos en los balances.

Positivas

ACCIONES ESTADOUNIDENSES

Las perspectivas para la economía estadounidense siguen siendo difíciles, en especial dado que la desocupación está tenazmente alta cerca del 9%, y el consumo es un impulsor clave del crecimiento. Sin embargo, Estados Unidos no parece estar gozando de un crecimiento más sólido que el de otras economías desarrolladas. Esto tal vez brinde algo de respaldo para las ganancias corporativas de 2012, al menos en comparación con otros mercados desarrollados, en especial, si las medidas de estímulo económico se extienden a 2012. Si bien las valoraciones son algo más altas que las de otros mercados desarrollados, con una proyección de la relación precio/beneficio de 10,9 para 2012, consideramos que es una prima justa, dado el impulso económico más fuerte y menores riesgos extremos respecto de Europa. El punto muerto político ha sido un grave impedimento para que Estados Unidos negocie sus problemas presupuestarios; el país es el único entre las principales economías que no está implementando una austeridad fiscal. En 2012 habrá elecciones presidenciales y para el congreso y esperamos que luego de las etapas primarias de la contienda, durante las cuales los candidatos probablemente apelen a sus bases partidarias estrictas, busquen pilares comunes y modos realistas de resolver las presiones presupuestarias a largo plazo.

Positivas

ACCIONES JAPONESAS

Las acciones japonesas con frecuencia se negociaron de manera desconectada de otros mercados en 2011. Al igual que otros mercados bursátiles, las valoraciones se mantienen atractivas, en especial si las compañías japonesas pueden impulsar sus niveles de rentabilidad financiera, aunque probablemente esto suceda a más largo plazo. Para 2012, es probable que las acciones japonesas se vean afectadas por la desaceleración del crecimiento mundial, en tanto también es probable que la apreciación del yen desanime el desempeño corporativo.

Positivas

ACCIONES DE MERCADOS EMERGENTES

Fenómenos potentes a más largo plazo, como la industrialización y la urbanización, al igual que más posiciones fiscales sólidas, sustentan nuestra visión positiva sobre las acciones de los mercados emergentes. Seguimos viendo un crecimiento más fuerte de las economías emergentes frente a las economías desarrolladas en 2012, aunque a ritmos más lentos que antes. Las acciones de los mercados emergentes tuvieron un desempeño más bajo que las de los mercados desarrollados en 2011 y hay riesgo de que más modificaciones a la baja en el crecimiento mundial puedan llevarlas a que se sigan negociando como participantes de mayor riesgo, en lugar de reflejar las características estructurales superiores de sus economías. Sin embargo, las valoraciones son atractivas: las acciones de los mercados emergentes se negocian alrededor de 9 veces sobre las ganancias del año próximo, frente a un promedio de 10 años de alrededor de 11. Las acciones de Europa del Este están expuestas al riesgo de una recesión crediticia, a medida que los bancos que están desapalancando retiren el crédito de la región. En Europa del Este, favorecemos las acciones rusas, donde las valoraciones siguen siendo bajas y se ubican en una relación precio/beneficio de alrededor de 4,9 (frente a un promedio de 10 años de alrededor de 8) y el país es un participante en el sector de petróleo y otros commodities de procesos mineros y extractivos para los que tenemos visiones positivas. El panorama para el precio del crudo representa el riesgo fundamental para la clase de activo y una desaceleración económica más pronunciada, que probablemente lleve a una caída importante en el precio del crudo, sería en particular negativa para las acciones rusas, aunque este no es nuestro escenario central. Los riesgos políticos también continúan, en especial en un año de elecciones presidenciales.

Las acciones latinoamericanas también tienen una valoración muy atractiva de una relación precio/beneficio futura de 8 para 2012, frente al promedio de cinco años de 11,4. La desaceleración de la demanda mundial y la baja en los precios de los commodities han despertado temores en América Latina; sin embargo, pese a esto, las existencias de commodities se mantienen ajustadas en general y, hasta ahora, parecen bajas las probabilidades de un colapso similar al ocurrido en 2008/2009. En caso de que hubiera una baja prolongada, las economías de la región cuentan con muchas herramientas a su disposición para contrarrestar esto; por ejemplo, hay un amplio margen para recortar las tasas si fuera necesario (Brasil ya comenzó a aplicar esta medida). En el plano macroeconómico, muchos países latinoamericanos están en mejores condiciones que sus pares de los mercados desarrollados, con niveles más altos de confianza de los consumidores y cuentas fiscales sólidas.

Positivas

ACCIONES ASIÁTICAS (SIN INCLUIR JAPÓN)

La desaceleración en la actividad económica mundial tuvo un impacto en Asia, sin incluir Japón, dados sus niveles relativamente altos de exportaciones a los países desarrollados. No obstante, todavía consideramos que el contexto económico es favorable, ya que sus economías ofrecen un crecimiento más robusto que el del mundo desarrollado. La inflación está mostrando señales de moderación y podría haber políticas monetarias flexibles en 2012, lo que consideraríamos positivo para las economías y los mercados bursátiles de la región. En Asia, sin incluir Japón, preferimos las acciones japonesas, en las que las valoraciones son bajas a nuestro modo de ver, en donde el mercado se negocia en una relación precio/beneficio de 8,2 para 2012, un nivel que está considerablemente por debajo del promedio de 10 años del mercado de 12,5. Existen riesgos que las subas rápidas en los precios de los inmuebles residenciales podrían revertir y convertirse en desestabilizadores para partes de la economía, pero, en líneas generales, prevemos un aterrizaje suave en lugar de una caída brusca para la economía y prevemos un crecimiento económico en torno al 8% para 2012, debido a un cambio previsible en las autoridades chinas.

Positivas

TÍTULOS PÚBLICOS DEL REINO UNIDO

Las amplias medidas de austeridad del gobierno del Reino Unido aseguraron mantener bajas las tasas de interés, en particular en comparación con algunos de los mercados de títulos públicos más afectados de la Eurozona. Cada vez más se ve al Reino Unido como un tipo de refugio. Asimismo, puesto que ha caído el recorrido previsto de la inflación, el Banco de Inglaterra expandió su programa de compra de activos. Esto provocó una caída de los títulos públicos (gilts) a niveles que, a nuestro modo de ver, no ofrecen posibilidades de rendimientos atractivos, en especial dadas las tasas de inflación actuales. A falta de una mejora en los datos macroeconómicos del Reino Unido, los rendimientos pueden mantenerse en niveles bajos por algún tiempo, aunque las medidas constructivas para resolver la crisis de deuda soberana de la Eurozona podrían provocar una suba de los gilts y una baja en los precios, a medida que se reduzca la prima de refugio del mercado.

Negativas

TÍTULOS PÚBLICOS EUROPEOS

El panorama para la economía de la Eurozona se deterioró considerablemente en el último trimestre. Los economistas ahora proyectan una recesión técnica (dos trimestres consecutivos de crecimiento de la producción real negativo) en 2012. Los países con altos niveles de deuda o relaciones de déficit presupuestario vieron cómo sus costos de financiación aumentaban vertiginosamente a niveles récord desde que se lanzó el euro, dentro de los cuales los rendimientos de los títulos italianos y españoles causaron una preocupación especial. Incluso las economías principales, supuestamente inmunes al contagio de los países periféricos, vieron cómo los rendimientos de los títulos públicos subían muy por encima de los respectivos rendimientos de referencia alemanes. Aumentó la probabilidad de una ruptura de la Eurozona, pero si bien la situación es difícil de predecir, prevemos que los políticos eventualmente establecerán un programa contundente para restablecer la confianza de mercado, dado que el daño colateral sería muy grave. Esto puede implicar la aplicación más estricta de un Pacto de Estabilidad y Crecimiento modificado en el mediano plazo, lo que abre el camino para una participación más drástica del Banco Central Europeo en el corto plazo. En líneas generales, somos cautos sobre los títulos de deuda europeos más afectados, al igual que sobre los títulos públicos alemanes, debido a los bajos rendimientos que ofrecen, ya que una resolución de los problemas de la Eurozona dejaría a Alemania con obligaciones financieras adicionales.

Neutrales

TÍTULOS PÚBLICOS ESTADOUNIDENSES (TÍTULOS DEL TESORO)

Los rendimientos de los títulos públicos estadounidenses (títulos del Tesoro) se mantienen muy bajos, pese a que los inversores están perdiendo confianza en el papel de las instituciones políticas para afrontar los problemas presupuestarios fundamentales. El Super Comité Presupuestario del Congreso de los EE.UU. no pudo llegar a un acuerdo bipartidario para la reducción del déficit luego de tres meses de intensas negociaciones, pese al punto muerto político durante el verano que llevó a la baja de un punto de la calificación crediticia estadounidense por parte de Standard & Poor's. Un aspecto más positivo para los títulos del Tesoro fue que la Reserva Federal decidió extender el vencimiento promedio de sus tenencias en títulos públicos vendiendo USD400.000 millones de títulos a corto plazo y comprando bonos a más largo plazo. También se comprometió a mantener bajas las tasas de los fondos federales por un período de tiempo más prolongado. A pesar de las acciones de la Reserva Federal que actualmente están favoreciendo a los precios, nos mantenemos con una cautela negativa respecto de los títulos del Tesoro estadounidense como clase de activo. Creemos que puede seguir la sorpresa positiva vista en los datos económicos y en caso de que la Eurozona llegue a un acuerdo sobre una solución definitiva para su crisis de deuda soberana, la prima de refugio incluida en los precios de los títulos del tesoro estadounidense puede empezar a evaporarse. Esto provocaría una suba de los rendimientos a niveles que reflejarían más el contexto económico y fiscal actual.

Negativas

TÍTULOS PRIVADOS

Las preocupaciones sobre las dificultades con que se enfrenta Grecia y otras naciones europeas en problemas, al igual que la desaceleración del impulso económico, provocaron que los títulos privados tuvieran un desempeño más bajo que los títulos públicos en 2011. Los problemas financieros fueron más débiles que los no relacionados con las finanzas, en mayor parte debido al grado de su exposición ante los países periféricos de Europa. La deuda con menos prioridades de pago dentro de la estructura de capital, como los instrumentos de Nivel 1, fue la que más sufrió. Los títulos privados emitidos por otros sectores no financieros también sufrieron, debido a los efectos de contagio y a una mayor expectativa de que a las compañías no les irá tan bien si se deteriora el contexto económico. El bajo desempeño de los títulos privados en 2011 fue testigo de cómo las diferencias en los rendimientos sobre los emisores de deuda soberana más seguros suben a niveles relativamente atractivos, en especial, si los temores de una doble recesión son exagerados. Por lo tanto, la clase de activos parece atractiva con miras al futuro.

Positivas

DEUDA SOBERANA DE MERCADOS EMERGENTES

Los mercados de deuda de los mercados emergentes han sufrido una transformación en los últimos años; los países mostraron mejores posiciones fiscales y balanzas comerciales, al igual que un crecimiento económico robusto. Las valoraciones se mantienen razonables y vemos que la deuda soberana de los mercados emergentes tiene un mejor desempeño que la deuda de los mercados de bonos de las economías desarrolladas "seguras"; en nuestra opinión, estas últimas ofrecen rendimientos muy bajos a los inversores.

Neutrales

INMUEBLES

Tenemos una opinión ampliamente positiva respecto de los inmuebles como clase de activo. Ofrecen una mejora de rendimiento atractivo respecto de los títulos públicos, lo que persistiría, dado que los bancos centrales mantienen políticas monetarias acomodaticias. La región del Pacífico asiático cuenta con los aspectos económicos fundamentales más sólidos, aunque el crecimiento de los alquileres podría moderarse si se desacelera la economía mundial. Es probable que los altos niveles de desocupación en los Estados Unidos y el difícil panorama para la economía europea presenten un contexto desafiante para el crecimiento de los alquileres.

Positivas

ORO

Las tasas de interés bajas y las probabilidades de que los gobiernos de las economías desarrolladas inyecten más liquidez en el mercado han sido favorables para el oro. Nos mantenemos alerta en cuanto a los riesgos de que se forme una burbuja en la clase de activo. La brusca venta masiva ocurrida en septiembre de 2011 indica que el oro no es necesariamente defensivo y que podría sufrir una baja significativa en caso de que se corrijan los desequilibrios mundiales y se despeje la incertidumbre. El riesgo y la dificultad en la valoración del oro nos generan cautela en la tenencia de posiciones de consideración en el largo plazo. No obstante, dado que puede brindar algo de cobertura ante acontecimientos negativos extremos, seguimos recomendando tenencias modestas en carteras diversificadas, en tanto el panorama para la economía mundial continúe tan incierto.

Neutrales

COMMODITIES

Creemos que los productos de procesos mineros y extractivos y los productos agrícolas ofrecen perspectivas para retornos atractivos a largo plazo, dado el crecimiento constante de la demanda por parte de los mercados emergentes. Esto está creciendo desde una base baja, y la oferta se mantiene restringida debido a una baja en los gastos de capital de minería luego de la crisis financiera de 2008. Muchos mercados de commodities han sufrido bajas en 2011, dada la desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, puesto que las economías emergentes son los impulsores clave del crecimiento de la demanda y no prevemos una recesión mundial, creemos que las bajas de precios que hubo en 2011 son correcciones y no el final de tendencias positivas a largo plazo.

Positivas

DIVISAS

Muchos mercados de divisas se vieron impulsados por factores similares a los de las acciones y los títulos, como el franco suizo, por ejemplo, que se apreció considerablemente. Una resolución de la crisis de deuda soberana de la Eurozona sería positiva para el euro aunque negativa para el franco suizo, y posiblemente para el dólar y el yen, en caso de que dicha resolución venga acompañada de un importante aumento en el interés por el riesgo. En el largo plazo, consideramos que las divisas de los mercados emergentes están bien posicionadas para sufrir una apreciación, lo que refleja sus ventajas estructurales a largo plazo, si bien las acciones en materia de políticas pueden desacelerar el proceso.

Positivas

9. Conclusión

Tenemos interés en no minimizar los riesgos de invertir en los mercados bursátiles mundiales en la actualidad. Lamentablemente, la dirección a corto plazo está en manos de los políticos. En Occidente, los políticos están lidiando con el exceso de deuda, los desequilibrios económicos mundiales y, tal vez lo más importante, con cómo resolver la crisis de deuda de la Eurozona ante una gobernabilidad inadecuada. Por el contrario, en Asia, están caminando por la cuerda floja de la reducción de la inflación sin destruir el crecimiento por completo. Históricamente, las autoridades chinas en particular han tenido éxito en lograrlo, pero los riesgos persisten. Esto genera un corto plazo incierto, pero para aquellos que se puedan dar el lujo de tomar decisiones de inversión a largo plazo, este mundo cada vez más a corto plazo está creando algunas oportunidades poco comunes para generar riquezas. El punto de partida tal vez sea incierto, pero la ventaja eventual es potencialmente significativa.

Alec Letchfield
CIO, Wealth UK, HSBC Global Asset Management

Las opiniones aquí expresadas son las de HSBC Global Asset Management y no constituyen asesoramiento de inversión alguno. No se admite responsabilidad alguna por destinatarios que actúen en forma independiente sobre el contenido del presente documento. Los resultados pasados no deberán considerarse una indicación de futuros rendimientos. El valor de las inversiones y de cualquier ingreso que provenga de ellas podrá bajar o subir. Cualquier pronóstico, proyección u objetivo que aquí se presente es sólo indicativo y no está garantizado de ninguna manera. HSBC Global Asset Management no se hace responsable de que no se cumpla ese pronóstico, proyección u objetivo.

HSBC Premier

