

Focus

Los altos riesgos no deben desalentar las oportunidades de inversión en 2011

Resumen

- Los inversores siguen lidiando con elevados riesgos económicos y políticos. Nos encontramos ahora en un nuevo mundo, y una cooperación internacional más estrecha es la única manera de devolver las cosas a su sitio. Dados los variados intereses de los distintos países, éste será un proceso largo, con pequeños y sucesivos pasos.
- Ese nuevo mundo es muy evidente en los mercados de renta fija. No hace mucho tiempo había una clara distinción entre los bonos de los países OCDE y aquellos de los países emergentes (¡mayor riesgo!), pero ahora esta diferencia se ha vuelto, cuando menos, menos clara. El mercado de bonos soberanos europeo es un buen ejemplo (Irlanda, Portugal, etc).
- En la arena económica, los responsables políticos ya no pueden valerse exclusivamente de su arsenal tradicional de medidas, de efectos conocidos. Como ejemplo, el programa que la Reserva Federal puso en marcha a principios de Noviembre para adquirir 600 billones de dólares en Bonos gubernamentales ("Quantitative Easing 2").
- En nuestro escenario base (60% de probabilidad), vemos buenas oportunidades en renta variable, valores de "real estate" y materias primas. También vemos positivamente bonos "high yield" y deuda emergente en divisa local y en divisa "fuerte".
- Nuestros tres temas de inversión son: búsqueda de cupón (acciones de alto dividendo, productos de "spread"), mercados emergentes (renta variable y bonos) y gasto empresarial (recompra de acciones, incremento de dividendos, M&A). La manera en que las grandes compañías utilicen su abundante tesorería tendrá un efecto sustancial en los mercados financieros.

La economía global está en una fase de transición. Las economías desarrolladas siguen todavía ocupadas reduciendo deuda, lo que ha resultado en un crecimiento por debajo de la media en la mayoría de los países. Alemania es quizás la principal excepción; está mostrando un crecimiento sólido, en parte gracias a sus exportaciones a China y otros países asiáticos. Las economías emergentes, no hace mucho muy dependientes del ciclo económico de las economías más maduras, muestran un crecimiento estructural. Esta combinación ha resultado en un crecimiento global razonable pero también en unos considerables desequilibrios mundiales, entre otros la relación entre EEUU (los déficits más grandes) y China (los mayores superávits).

Las relaciones Geo-Políticas han cambiado profundamente

Elevados riesgos políticos en fase de transición

Los desequilibrios sólo pueden ser atacados mediante una mayor colaboración global. Dados los variados intereses, éste será un proceso largo, con pequeños y sucesivos pasos. Esto significa que los inversores tendrán que lidiar periódicamente con tensiones en los mercados de divisas. No esperamos una guerra comercial (proteccionismo a gran escala), asumiendo que los políticos mantengan la cabeza fría. Los problemas en los mercados de bonos soberanos europeos no van a desaparecer por el momento. Y mientras hasta hace no mucho tiempo los europeos podíamos mirar hacia EEUU para ver a dónde se encaminaban nuestras economías, ese indicador ya no existe. Las cifras económicas de China, una de las mayores máquinas de la economía mundial, son un nuevo indicador del devenir del resto de las economías.

Los riesgos económicos son también más altos de lo normal

El mundo debe ser redescubierto. Las soluciones tradicionales, como un recorte en los tipos oficiales de los bancos centrales y/o déficits presupuestarios crecientes permitidos por los gobiernos, están agotadas. Las economías desarrolladas han tomado medidas para reducir sus déficits, a la vez que el crecimiento económico en la mayoría de los países se mantiene por debajo de la media a largo plazo. Esta situación requiere políticas no convencionales, como la decisión de la Reserva Federal de adquirir bonos por valor de 600 billones de dólares ("Quantitative Easing 2"). Los responsables políticos tienen poca experiencia en los efectos de esta táctica, pero creemos que es necesaria para reducir el riesgo de una recaída global ("double dip").

Estimamos en un 60% la probabilidad de que nuestro escenario sea realidad

Hemos traducido nuestras expectativas en tres escenarios: nuestro escenario base (lenta recuperación), el de riesgo de recaída económica y el escenario de fuerte crecimiento. Como muestra el cuadro, hay amplias diferencias entre los diferentes activos en lo que se refiere a los retornos esperados.

Sea como fuere, las grandes diferencias en los resultados de los tres escenarios nos indican la necesidad de seguir muy activamente la evolución económica y de los mercados.

Tres escenarios			
Escenario	Lenta recuperación	Recaída	"Momentum" fuerte
Probabilidad	60%	25%	15%
Renta Variable	8-12%	-15%	+15%
Renta Fija	2-5%	+7%	-5%
Valores "Real Estate"	9-14%	-20%	+20%
Commodities	9-14%	-25%	+20%

Fuente: ING IM

La fortaleza económica radica en los mercados emergentes y en las grandes compañías

En los países emergentes la crisis crediticia ha tenido un impacto leve en general. A nivel de compañías, la fortaleza se encuentra en las grandes, que han conseguido reparar sus balances en un corto espacio de tiempo. Es más, las grandes empresas en EEUU y Europa disfrutan actualmente de una enorme tesorería. Teniendo en cuenta los riesgos y la volatilidad general actual, este entorno ofrece oportunidades para aquellos inversores que estén preparados para explotar estas posibilidades, tanto en renta fija como variable.

El crecimiento en las economías desarrolladas y emergentes continúa divergiendo

Un mundo a dos velocidades

Se espera que el crecimiento en las economías emergentes sea estructuralmente más alto que en los países desarrollados en los próximos años. Los factores, de todos conocidos, son entre otros la baja deuda, el fuerte crecimiento de la población, el crecimiento estructural de la productividad y el enorme potencial del crecimiento interno.

Las divisas emergentes se apreciarán fuertemente en el medio plazo

Un país como China, que es un ejemplo para muchos países emergentes, ha acumulado un gran superávit en su balanza de pagos, lo que ha posibilitado la estimulación de su economía durante la crisis del crédito. Esperamos que China utilice ese superávit, que le ha facilitado la adopción de políticas independientes, para mantener a flote el crecimiento económico durante futuras crisis. Pasadas experiencias (Japón en los 60 y 70) nos enseñan que incrementos estructurales en la productividad llevaron a fuertes apreciaciones de la divisa correspondiente. Aunque China mantiene su propia política, pensamos que el Renminbi no podrá evitar una apreciación estructural a medio- largo plazo. Las tensiones entre EEUU y China pueden persistir de momento, a veces en un primer plano y en otras como trasfondo de la situación económica.

Visión Económica Mundial – Escenario Base

	Crecimiento PIB (%)		Inflación (%)		Tipos (% fin de año)	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Mundo	4.8	3.8	2.9	2.7		
Ec. desarrolladas	2.2	1.6	1.2	1.0	0.45	0.53
EEUU	2.6	1.8	1.5	0.9	0.13	0.13
Eurozona	1.5	1.7	1.3	1.6	1.0	1.25
Japón	2.9	1.1	-1.0	-0.6	0.10	0.10
Reino Unido	1.4	1.5	3.1	2.5	0.50	0.50
Ec. emergentes	8.1	6.5	5.1	4.9		
China	10.1	8.5	2.8	3.6		

Fuente: ING IM

Renta Fija: Rentabilidad de Bonos Soberanos permanecerá baja de momento

Núcleo de la Cartera de renta fija

Nos encontramos en una situación de crecimiento económico nominal bajo en las economías desarrolladas, amplia liquidez y políticas monetarias extremadamente acomodaticias. Esto, en nuestra opinión, pondrá una presión estructural en la rentabilidad de los bonos soberanos de muchos países (EEUU, Alemania, Holanda...) por algún tiempo. La búsqueda de "cupón" es uno de nuestros temas de inversión para 2011, tal y como lo ha sido en 2010. Dependiendo del riesgo asumible por el inversor, en mayor ó menor medida se puede formar un núcleo de cartera con bonos soberanos, si bien parece claro que una inversión única en estos activos (EEUU, Alemania, Holanda...) no nos proporcionará un retorno razonable.

Productos de "spread" para conseguir un retorno razonable

Con el objetivo de aumentar el "yield" de la cartera, el resto del portfolio de renta fija deberá contener activos de mayor riesgo, aunque también una mayor rentabilidad esperada. Consideramos los bonos "high yield" y la deuda de mercados emergentes, tanto en divisa local como en divisa fuerte. Los "high yield" globales y europeos ofrecen actualmente rentabilidades del 7.3% y 6.6% respectivamente (índice cubierto a Euros). La deuda emergente en divisa fuerte está en torno al 5.3%. La deuda emergente en divisa local (mercado monetario) en torno al 2.2% y los bonos en divisa local en el 6.2% (cifras a 17 de Noviembre 2010).

Dados los altos niveles de crecimiento y buenos fundamentales (baja deuda), los bonos de mercados emergentes son atractivos en sus dos versiones. En el caso de los denominados en divisa local, los inversores se benefician de la presión estructural al alza de las divisas emergentes debido en parte a su mayor crecimiento pero, sobre todo, por los altos crecimientos de productividad en esos países (en comparación con las economías desarrolladas) durante bastantes años sucesivos. Estos factores nos hacen esperar retornos atractivos en el medio-largo plazo.

Todo apunta a un buen 2011 para la renta variable

Los beneficios pueden seguir creciendo significativamente

A pesar del modesto panorama para las economías maduras, los beneficios de las compañías podrían crecer significativamente en 2011. En el caso de las compañías en mercados emergentes en torno al 20%, en el caso de las de EEUU y Europa alrededor del 10%.

El crecimiento de beneficios, las valoraciones y la disponibilidad de "cash" serán, en nuestra opinión, los principales impulsores de la tendencia bursátil en 2011.

Fuentes del crecimiento de los beneficios

La primera fuente será un incremento de los ingresos de entre el 4.5% y el 5.5% motivado por el positivo (aunque por debajo de la media) crecimiento económico en los mercados maduros, pero particularmente por la expansión de los mercados emergentes. El crecimiento de ingresos está impulsando los márgenes operativos porque los costes fijos por unidad de producto están disminuyendo. Además, las compañías se están beneficiando de los muy bajos tipos de interés, que abaratan la financiación de sus actividades. Es más, se están refinanciando más barato y a más largo plazo.

La recompra de acciones también está teniendo un efecto favorable en los beneficios por acción, particularmente en EEUU. El sector bancario es una excepción; deberá emitir más acciones debido a las exigencias más estrictas de los reguladores.

Valoraciones atractivas

Las acciones están atractivamente valoradas a nivel global en comparación tanto con las medias históricas como con los niveles de los bonos. Las cotizaciones no han subido en línea con el sorprendente crecimiento de beneficios, de manera que los PERs están por debajo de la media a largo plazo.

Lo que los inversores parecen no darse cuenta es del efecto positivo de los bajos, o incluso negativos, tipos de interés reales en las valoraciones de las acciones. Tipos más bajos significan que el "cash flow" futuro de la compañía se descuenta a una tasa más baja, lo que empuja los PERs al alza.

¿Dónde se encuentran las mejores oportunidades? Nuestros temas de inversión en 2011

La búsqueda del "cupón" y los mercados emergentes, temas dominantes en 2010, continuarán en 2011. Un nuevo tema es el aumento de los gastos de las empresas.

En el caso de la búsqueda del "cupón" la clave en los mercados maduros está en la alta rentabilidad por dividendo (versus los tipos bajos) y en el

esperado incremento de los dividendos. En Europa el "gap" entre crecimiento de beneficios y crecimiento de dividendos es el más amplio de los últimos 40 años.

Los mercados emergentes siguen siendo un tema por sus mejores fundamentales y valoración. Esta última es muy similar a las de los mercados maduros, cuando hay argumentos (por ejemplo un mayor crecimiento de beneficios) que abogan por una prima.

Los gastos empresariales son un nuevo tema debido a las grandes cantidades de "cash" que han acumulado las compañías. La manera en que estos recursos sean utilizados (recompra de acciones, dividendos más altos, adquisiciones y, esperemos, mayores inversiones) será un impulso significativo a la economía global y a los mercados financieros mundiales.

Alzas significativas en el horizonte

Creemos que un crecimiento de beneficios, unas valoraciones relativamente bajas y una amplia liquidez podrían impulsar las cotizaciones considerablemente en 2011. Estimamos una revalorización de entre el 10% y el 15% en los mercados desarrollados, y del 20% en los emergentes. Esta estimación se basa en un crecimiento de beneficios en 2010 todavía no descontado y en los crecimientos de beneficios esperados en 2011. Hemos mantenido los PERs sin cambios.

Las divisas ofrecen buenas oportunidades para generar Alpha

En nuestra opinión existe el riesgo de que la denominada "guerra de divisas" desemboque en una Guerra comercial. Nuestro sentimiento es que en 2011 habrá, en efecto, una distinción más clara entre las divisas que se aprecian y aquellas que pierden valor. Anticipamos un enfoque constructivo respecto a la presión global sobre las divisas y prevemos una continuación de la apreciación de las divisas emergentes frente a las desarrolladas.

Es importante conocer que los mercados de divisas muestran muchas y distintas tendencias y divergencias de patrones. Pensamos que los inversores deben prestar mucha atención a los mercados de divisas como un tipo de activo independiente. Estos mercados ofrecen grandes oportunidades, aportando descorrelación, alpha e interesantes retornos.

Acciones de Real Estate: Buenos fundamentales y rentabilidad por dividendo interesante

El mejor comportamiento relativo de las acciones de Real Estate debería continuar en 2011. Hay varios factores que soportan esta convicción, en particular el hecho de que muchas compañías han refinanciado sus deudas y que el sector comercial ha superado el punto de inflexión en lo que se refiere a vacantes y alquileres. Además, la rentabilidad por dividendo en los mercados desarrollados es atractiva.

Las Materias Primas se basan en el fuerte crecimiento de los mercados emergentes

La demanda de materias primas debería continuar en 2011. Creemos que los metales preciosos serán los más beneficiados el año que viene, seguidos de los metales industriales. El oro sigue impulsado por varios factores: la huida a la calidad, los bancos centrales son compradores netos de oro, y la producción limitada de las minas. Un par de riesgos a tener en cuenta:

1. El (anteriormente alto) crecimiento en la producción industrial global y en el comercio mundial se está desacelerando.
2. Que China cometa errores en su política o enfríe su economía más de lo debido afectando demasiado al crecimiento. En el caso (poco probable) que la guerra de divisas desemboque en una guerra comercial, las materias primas sufrirían más que otras clases de activos.

Avertissement légal :

Los elementos contenidos en este documento se han elaborado con una finalidad meramente informativa, y no constituyen una oferta, ni en concreto un folleto o una invitación para considerar, comprar o vender ningún título o para participar en ninguna estrategia de contratación. Las inversiones podrán ser adecuadas para inversores privados solamente si estuvieran aconsejados por asesores profesionales por cuenta propia o por cuenta ajena actuando en nombre del inversor en virtud de un contrato formalizado por escrito. Aunque se ha prestado especial atención en la elaboración de los contenidos de este documento, no garantizamos, ni expresa ni implícitamente, la exactitud, la corrección ni la integridad de los mismos. Cualquier información contenida en este documento podrá estar sujeta a cambios o actualizaciones sin previo aviso. Ni ING Investment Management (para este propósito empleando su forma legal ING Investment Management (Europe) B.V.) ni ninguna otra sociedad o fondo perteneciente al Grupo ING, ni ninguno de sus responsables, consejeros o empleados podrá considerarse directa o indirectamente responsable con respecto a la información y/o recomendaciones de ninguna clase expresada en este documento. No se acepta ninguna responsabilidad, directa o indirecta por ninguna pérdida soportada o incurrida por los lectores como resultado de haber hecho uso de esta publicación o por haber basado sus decisiones sobre la misma. Las inversiones conllevan riesgos. Por favor, tengan en cuenta que el valor de sus inversiones podrá aumentar o disminuir, y también que rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras, y en ningún caso deberán considerarse como referencia futura. Esta presentación e información contenida en este documento es confidencial y no deberá ser copiada, reproducida, distribuida o facilitada a ninguna persona en ningún momento sin consentimiento previo y por escrito. Cualquier reclamación surgida en relación o en conexión con los términos y condiciones de esta exención de responsabilidades estarán sujetas a la legislación holandesa.

Todos los productos o valores mencionados en este documento conllevan sus propios riesgos específicos, términos y condiciones, debiendo cada inversor consultarlos de forma individual antes de formalizar cualquier transacción. Todos los productos o valores mencionados en este documento pueden requerir que el inversor esté informado sobre ciertas cuestiones aplicables a las inversiones en dichos productos o servicios, de conformidad con la legislación aplicable. Este documento no pretende y no debe emplearse para solicitar la venta de inversiones o la suscripción de títulos en países donde esté prohibido por las autoridades o la legislación relevantes.