



VISIÓN DE LOS Gestores



Los bancos centrales de todo el mundo han adoptado una nueva serie de medidas de expansión monetaria ante el debilitamiento que muestran los indicadores macroeconómicos del segundo trimestre. En realidad, los tipos de interés de referencia ya se encuentran a niveles muy bajos, y el impacto real que se puede esperar de estas acciones es muy modesto.

Las bolsas mundiales han mantenido un comportamiento muy volátil y desigual, con revalorizaciones cercanas al 8% en los índices DAX de Alemania y S&P500 de EEUU, y fuertes descensos en otros mercados como España, con caídas superiores al 17%. Los diferenciales de los tipos de interés de mercado se han ampliado hasta niveles desconocidos: mientras el Tesoro español ha llegado a colocar bonos a 10 años pagando una rentabilidad del 6,5%, los inversores que quieren colocar sus ahorros en deuda alemana tienen que estar dispuestos a no recibir ningún rendimiento por su inversión, o incluso a pagar para poder comprar estas emisiones a plazos más cortos.

En su último informe de perspectivas económicas,

«El FMI prevé caídas del Producto Interior Bruto del 1,5% en España y del 1,9% en Italia respectivamente»

el Fondo Monetario Internacional ha rebajado el crecimiento económico global para el conjunto de 2012 al 3,5%, aunque esta estimación requiere que la coyuntura global no se deteriore mucho más. Los problemas que según el FMI amenazan este escenario relativamente benigno son un empeoramiento adicional de la crisis europea, una mayor ralentización de las economías emergentes y un fuerte aumento de la presión fiscal en Norteamérica a finales de año. El FMI prevé caídas del Producto Interior Bruto del 1,5% en España y del 1,9% en Italia, respectivamente.

En Europa, a pesar de las medidas urgentes que los dirigentes políticos están adoptando, asistimos a una fragmentación del mercado bancario y de capitales. Los países dependientes de la financiación externa, como

Italia y España, están viendo cómo el coste de financiación para sus tesoros y empresas se eleva hasta los niveles más altos desde la creación del Euro, mientras en otros, como Alemania, Holanda y Dinamarca, la financiación de la deuda ha caído a niveles muy bajos. Por ejemplo, el Tesoro de España está colocando sus bonos a 10 años con una rentabilidad superior al 6,5%, pero Alemania y Holanda lo hacen pagando apenas un 1,5%. A un plazo de dos años, España tiene que pagar una rentabilidad del 5% por colocar sus bonos, mientras la de los bonos alemanes y holandeses es negativa: en otras palabras, los inversores están dispuestos a pagar para invertir en sus emisiones.

Los mercados muestran que los inversores han empezado a trazar una línea imaginaria que separa los países acreedores de los deudores, ante la eventualidad de que el Euro pueda romperse. En España, este proceso ha culminado en la intervención de las cajas, que ahora deberán ser liquidadas o privatizadas. Las cajas han demostrado ser unas entidades incapaces de financiarse en los mercados de capitales, tras haber acumulado unas abultadas carteras de préstamos incobrables bajo el control de organizaciones políticas de todos los colores. Además, las dificultades para acceder al crédito se han extendido indiscriminadamente a empresas y particulares, acentuando la intensidad de la crisis. España tiene un problema de endeudamiento excesivo, que se suma a los problemas que hemos expuesto en otras ocasiones: una competitividad baja y la antes comentada dependencia externa.

El problema del elevado endeudamiento público no es exclusivo de España, se trata de un problema global que debería suscitar las dudas de cualquier inversor. No es únicamente la consecuencia de la crisis actual, como algunos economistas explican, sino de la interminable sucesión de déficits públicos anuales derivados de un enorme desfase estructural entre ingresos y gastos. El hecho de que la fiscalidad en Occidente haya alcanzado unos niveles insostenibles para los ciudadanos debería hacernos pensar en la sostenibilidad de la actual

configuración de los Estados. Como resultado, el sector público compite con empresas y particulares en la captación de capital en los mercados financieros. En ocasiones lo hace de un modo muy sutil; por ejemplo, las nuevas regulaciones bancarias obligan a las entidades financieras a mantener unas elevadas inversiones en deuda pública, bajo el pretexto de que se trata de activos de mínimo riesgo y muy líquidos. En realidad son recursos que no pueden dirigirse a la financiación del sector privado.

En EE.UU., el aumento de los programas de gasto ha elevado el déficit público a niveles cercanos al 10% del Producto Interior Público. El Congreso tiene que decidir si aprueba una prórroga de las exenciones fiscales que promovió la Administración Republicana de George W. Bush, y que ya han sido extendidas varias veces por otras administraciones, en un reconocimiento

implícito de que un nuevo aumento de impuestos es inasumible. Este problema se ha situado en el centro del debate político de la campaña electoral, lo que hace temer que no se tome decisión alguna. Si el Congreso no actuara, se produciría un aumento automático y general de los impuestos sobre las rentas y un incremento de las cotizaciones sociales para las empresas, con unas consecuencias imprevisibles sobre la confianza y el empleo. Por el lado positivo, las cifras de nuevas casas y los resultados de las empresas

constructoras muestran sin ningún género de dudas que la recuperación del sector inmobiliario en EE.UU. es un hecho. Aunque es cierto que se produce desde unos niveles de actividad muy bajos, la mejora de este sector tendrá unos efectos muy beneficiosos sobre el resto de la economía, y especialmente sobre la salud del sector financiero.

En resumen, si en los últimos años las rentabilidades de los activos de renta fija ya venían siendo muy bajas, hoy lo son más, con rentabilidades incluso negativas, cuando paradójicamente en algunos activos existe un mayor riesgo de insolvencia. Se trata de una situación excepcional que requiere la máxima atención para la selección de activos de renta fija y renta variable de nuestras carteras. ■

■
«El problema del elevado endeudamiento público no es exclusivo de España, se trata de un problema global que debería preocupar a cualquier inversor»