



Por Augustin Picquendar
Gestor de fondos en DNCA Investments

«Volatilidad en máximos históricos y oportunidades en Europa»

Los mercados están recobrando progresivamente el pulso después de una racha de fuerte volatilidad en todas las clases de activos a comienzos de año. Sin embargo, persisten los riesgos monetarios (Fed), la incertidumbre política (el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, las elecciones en España y en EE. UU.) y las amenazas económicas (China).

La inquietud en torno al crecimiento mundial no se ha disipado totalmente debido a las dificultades que viven varios mercados emergentes, que están enfrentándose a crisis internas o problemas de exceso de capacidad industrial.

Las acciones europeas no han escapado a este sentimiento negativo, a pesar de la recuperación económica de la zona euro. Sus valoraciones están ciertamente próximas a sus medias históricas, pero las previsiones de BPA son un tanto pobres.

En un entorno en el que los tipos de interés están en mínimos históricos, las rentabilidades bursátiles ofrecen un sostén incuestionable. Por ese motivo, la renta variable europea, que va a beneficiarse del potencial de crecimiento económico de la zona euro, debería seguir contando con el favor de los inversores.

Las bolsas internacionales han sufrido su peor inicio de año en casi tres décadas. Las proyecciones sobre el crecimiento mundial no han dejado de revisarse a la baja desde el verano de 2015, y sus consecuencias para las previsiones de beneficios de las empresas cotizadas son un reflejo de un amplio abanico de inquietudes, fundamentalmente en Asia, Latinoamérica y EE. UU. Sin embargo, China ha sido la principal fuente de preocupación para los mercados desde 2015. Cada nueva oleada de temores a un aterrizaje forzoso en China, que provocaría un deterioro estructural en la productividad económica del país, se

extiende al conjunto de la economía mundial. Las medidas actuales del gobierno para ajustar el tejido industrial y reducir el exceso de capacidad están tirando a la baja de los precios de las materias primas y de los pedidos manufactureros en todo el mundo. La política monetaria expansiva del banco central chino también está luchando contra sus propias limitaciones, en un país donde la suma de la deuda del sector público y el privado podría empezar a alcanzar niveles insostenibles.

Las dudas en torno al crecimiento estadounidense están comenzando a desestabilizar el panorama macroeconómico mundial, sobre todo tras las cifras del primer trimestre de 2016. Según las últimas estimaciones, el crecimiento del PIB finalmente se redujo hasta el +0,80 % (fuente: US Bureau Of Economic Analysis, Bloomberg) en el primer trimestre del año, y en el conjunto del año el crecimiento potencial de EE. UU. cayó hasta el 1,40 % según algunos economistas (fuente: estudios económicos de JP Morgan), una cifra muy inferior a las de años anteriores. Sin embargo, a juzgar por las últimas estadísticas del mercado inmobiliario, el paro y el gasto de consumo, el segundo trimestre del año parece que mostrará una mejoría. No deberíamos subestimar las consecuencias de unas elecciones de alto riesgo, donde unos candidatos poco ortodoxos (Trump y Sanders) fueron el foco de atención durante las primarias. Por último, la Fed preparó el terreno recientemente para una posible subida de los tipos de interés más pronto que tarde y, en este sentido, el enésimo golpe de timón en esta saga despertaría dudas entre los inversores.

En este entorno, la renta variable europea sigue siendo la clase de activo más atractiva. Europa va a registrar la mayor tasa de crecimiento positivo entre las regiones económicas más importantes del mundo en 2016. Se prevé que la zona euro se expanda a un ritmo del 1,8 % en 2016, frente al 1,6 % de 2015 (fuente: Factset Economic Aggregates). La concesión de créditos a hogares y empresas refleja la relativa fortaleza de las tendencias económicas. Este ímpetu positivo implica que el potencial de crecimiento de los beneficios empresariales es mayor en la zona euro y, por lo tanto, las posibilidades de que aumenten los volúmenes de transacciones de servicios, bienes de equipo, etc. a través de las ventas minoristas y la inversión empresarial siguen intactas en la región. El aumento de los volúmenes de negocio, que está comenzando a materializarse incluso en el sector de la construcción, que tradicionalmente es el que más tarda en mostrar señales de recuperación, permitirá a las empresas aprovechar por fin las ventajas de su apalancamiento operativo; un apalancamiento operativo que reforzaron los equipos directivos durante la crisis financiera y durante el difícil periodo entre 2010 y 2015, cuando la crisis del euro y la desaceleración de China lastraron el comercio mundial.

Es cierto que Europa no está totalmente a cubierto de las crisis externas, pero los factores de crecimiento intrínsecos son claramente visibles. El mayor ritmo de crecimiento en el primer trimestre —hasta +0,60 % (fuente: Eurostat), con Francia y España a la cabeza—

superó las expectativas y estuvo acompañado de un apoyo más amplio del BCE, que comenzará a comprar renta fija privada a partir del mes de junio. Sin embargo, el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la UE, que se celebrará el 23 de junio, está minando el ánimo de los inversores. Si Europa recupera su credibilidad política, la renta variable recibirá un impulso. En cualquier caso, el pesimismo de los analistas en torno a los márgenes de beneficios en Europa parece un tanto excesivo. Así, las previsiones de consenso están pecando de cautela y apuntan a un descenso del BPA de casi el 1,50 % en el Eurostoxx 50, frente al incremento de casi el 13 % en 2015 (fuente: Factset Estimates Aggregates), sobre la base de un crecimiento económico previsto cercano al 2 % en la zona euro, pero los beneficios trimestrales anunciados y la postura optimista de las empresas contradicen esta visión tan negativa sobre la zona euro.

La diferencia de valoración entre la bolsa estadounidense y europea se traduce en un descuento de casi el 20 % a favor de la segunda, donde se puede apreciar un mayor dinamismo económico. No se había observado una prima de riesgo relativa de esta magnitud desde la crisis de la zona euro, si bien los fundamentales europeos están mejorando. Salvo que ocurra algún cataclismo político (salida del Reino Unido de la UE, ruptura de España) que reavive los miedos de los inversores, con el tiempo el mercado debería terminar corrigiendo esta anomalía.

Texto terminado de redactar el 3 de junio de 2016 por Augustin Picquendar, gestor de fondos.

Nota: Este documento promocional es una presentación simplificada y no constituye en modo alguno una oferta de suscripción o asesoramiento de inversión.

Este documento no puede reproducirse ni publicarse, ni total ni parcialmente, sin el consentimiento previo de la sociedad gestora.