



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

8 DE SEPTIEMBRE DE 2016

ANÁLISIS ECONÓMICO VERANO 2016

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

Vuelta a la normalidad

En dos meses las bolsas han recuperado los niveles previos a la consulta sobre el Brexit. La libra se ha estabilizado, el petróleo se ha consolidado en un rango de 40-50 dólares por barril y los resultados del primer semestre permiten augurar un crecimiento de resultados de dígito alto a tipo de cambio constante para las compañías globales. En Estados Unidos antes de final de año la Reserva Federal podría subir los tipos de interés. El BCE mantendrá a corto plazo los tipos cero y seguirá comprando activos, pero si se confirma la subida de tipos en Estados Unidos el mercado podría empezar a descontar que, en un plazo no muy lejano, los tipos positivos y la política monetaria normalizada podrían verse también en Europa.

Los mercados han mantenido un tono positivo en verano. Las fuertes convulsiones posteriores al referéndum sobre el Brexit han quedado atrás. El petróleo se ha consolidado en un rango de 40-50 dólares por barril y la bolsa americana ha marcado nuevos máximos.

La voluntad del Reino Unido de abandonar la Unión Europea parece clara, pero no es menos claro que el proceso será lento (no anterior a 2019), no traumático, y que el resultado final podría determinar una relación que, en términos estrictamente económicos, no diferiría sustancialmente de la actual. La cotización de la libra se ha estabilizado. Los últimos datos de coyuntura económica procedentes de Gran Bretaña no han registrado cambios sustanciales. Tampoco podemos esperar, por lo menos a corto y medio plazo, variaciones significativas de los resultados de las compañías europeas con actividad relevante en el Reino Unido, ni deslocalizaciones de empresas derivadas de la decisión tomada en el referéndum.

Los buenos datos de empleo y salarios en Estados Unidos sugieren que la **Reserva Federal puede, antes de final de año, subir nuevamente los tipos de interés.** Esta noticia debería ser tomada por el mercado como una confirmación de que la crisis financiera desencadenada hace ya ocho años ha quedado definitivamente atrás, y de que la política monetaria se normaliza.

El BCE, que hasta ahora ha seguido los pasos de la Fed con un retraso de dos años, mantendrá a corto plazo su política de tipos cero y compra de activos, pero si se confirma la subida en Estados Unidos, el mercado

podría empezar a descontar que en un plazo no muy lejano los tipos positivos y la normalización monetaria podrían verse también en Europa.

En la bolsa americana las grandes compañías ofrecen una rentabilidad por dividendo de entorno al 2% y la tasa de rentabilidad pagada por las grandes compañías por su deuda con duración media de 5 años está también alrededor del 2%; tasas bajas para ambas formas de financiación como corresponde a un entorno de tipos bajos, pero con una razonable similitud entre ambas. Por el contrario, en la bolsa europea, mientras que las rentabilidades por dividendo de las grandes compañías de la eurozona se sitúan en máximos históricos (superiores en media al 4%), lo que pagan por su deuda está en mínimos, y en concreto en torno a diez veces por debajo de lo que pagan vía dividendo (0,4% es la tasa interna de rentabilidad que ofrece una cartera diversificada de bonos corporativos con duración media de 5 años emitidos por las compañías del Euro Stoxx 50). Esta anomalía deberá corregirse, y el margen es tan alto que permite, a la vez un repunte de las cotizaciones bursátiles y de los tipos de interés.

Dividendos crecientes e intereses menguantes. En teoría es el escenario ideal para la inversión en bolsa. Así lo ha interpretado la bolsa americana, que cotiza en zona de máximos históricos; pero no la europea, que sólo para recuperar el nivel alcanzado el año pasado (lejano del máximo histórico) debería subir un 25%. La percepción de riesgo ha pesado. El paso del tiempo, la comprobación de que, trimestre a trimestre, resultado a resultado, la actividad económica se recupera, las empresas generan más beneficio y reparten más dividendo, terminará por normalizarla.

La economía mundial está creciendo al 3% en términos reales, las ventas de automóviles siguen marcando, mes tras mes, máximos históricos en Asia, notablemente en China, y muestran crecimiento de doble dígito en Europa. Estos datos permiten augurar un crecimiento de resultados de un dígito alto, a tipo de cambio constante, para las compañías globales.

Al final, la bolsa atiende a lo que de verdad le importa: crecimiento del beneficio, preferiblemente en un entorno de tipos bajos. Ambos factores se dan.

Las bolsas han mantenido en los meses de verano y principalmente en agosto un tono positivo. Los principales índices bursátiles han cerrado los meses de julio y agosto con ganancias moderadas, del 5,5% en el caso del Euro Stoxx 50. Consideramos que la recuperación del sector bancario está llamada a proseguir en un entorno de gradual normalización de la política monetaria. Cualquier subida de tipos hasta niveles no superiores al 2% sería muy bien recibida por las cuentas de resultados de este sector, y debería permitir la recuperación de la cotización de sus acciones hasta niveles que le aproximaran, como mínimo, a su valor en libros. A título indicativo, el índice

bancario de la zona euro, que ahora cotiza ligeramente por debajo de los 100 puntos, debería situarse en los 170 puntos si, en promedio, los bancos que lo integran, alcanzaran una valoración bursátil igual a su valor contable. **Que los tipos de interés suban (o más bien se normalicen) no es negativo para la bolsa, mientras sigan bajos. Pero para el sector bancario es claramente positivo,** mientras se mantengan en niveles que, permitiendo una recuperación del margen de intereses, mantengan la carga financiera de sus acreedores en niveles que no pongan en riesgo la morosidad.

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A
© Know Square S.L.