



«Los emergentes son los mejor posicionados, y los más endeudados, entre ellos España, necesitarán más tiempo para recuperar crecimientos»

Persiste la mejora, pero también las dudas

En el último mes, la «crisis gemela» (financiera-económica) ha dado nuevas señales de mejora, sobre todo en el frente financiero, que se reflejan en más devoluciones de ayudas por parte de entidades, especialmente en EEUU y en el caso de las más grandes (las pequeñas siguen quebrando, hasta sumar 140 en 2009). En consecuencia, el TARP (herramienta para salvar al sistema financiero lanzado en octubre de 2008 y prorrogada hasta octubre de 2010) «sólo» costará 500.000 millones de dólares, frente a los 700.000 millones con los que fue dotado. El equipo de Obama ha estado presto en anunciar que estos 200.000 millones se destinarán a nuevas medidas de estímulo económico, especialmente a familias y al mercado inmobiliario. El argumento es doble: 1) la posición cíclica de la economía todavía no es sólida (es necesario, al menos, contar con señales claras de creación de empleo y el último dato de EEUU decepcionó) y 2) los apoyos desde los Estados tienen un impacto positivo (aunque, como es obvio, sobre este punto existe en la actualidad un importante debate entre los economistas).

Así pues, aunque los últimos indicadores vuelven a poner de manifiesto la pauta de recuperación económica global, ésta se producirá a ritmo lento y sin ser suficiente como para eliminar la importante lista de riesgos todavía existencias (aunque sí sirve para desechar el escenario de «gran depresión» vigente hace apenas nueve meses). Ahora bien, la recuperación será desigual por países (parece que los emergentes son los mejor posicionados, y los más endeudados, entre ellos España, y que necesitarán más tiempo para recuperar crecimientos en línea con el potencial), no lineal y muy dependiente de la retirada de las medidas de apoyo aplicadas en 2008 y 2009.

Porque la economía se enfrenta a un importante reto desde la política monetaria. Después de que ésta adoptase una nueva «utilidad» (acabar con la crisis financiera), los bancos centrales decretaron el pasado

mes de diciembre la fecha para la retirada de las importantes (y eficaces) medidas no convencionales. 2010 será el año en el que veamos el efecto de esas estrategias de salida y cuando se prepare el terreno para comenzar a elevar los tipos de interés de referencia, escenario que, en Afi, no contemplamos hasta 2011, dado que la recuperación económica será, como hemos comentado, gradual y, sobre todo, porque la inflación continuará bajo control (subyacentes en rango 1,5-2,0%), por más que en los dos últimos meses haya sorprendido el repunte de las tasas generales.

La mejora de la situación económica está permitiendo que los mercados continúen con su favorable *momentum*, especialmente los de renta variable, que han superado relativamente bien el repunte de los niveles de TIR de los bonos, sobre todo del 10 años en EEUU, en un contexto en el que las valoraciones están bastante ajustadas. Anticipamos que en 2010 podríamos asistir a una fuerte presión al alza en los tramos largos de las curvas por varios motivos: 1) final del *quantitative easing*, 2) mantenimiento de déficit públicos elevados, 3) advertencias por parte de las agencias de *rating* y 4) cierta normalización de la inflación. La extrema infravaloración de los activos financieros, la política monetaria no convencional y un escenario económico mucho mejor de lo esperado, no por bueno, sino por menos malo, explican la evolución de los mercados en 2009, pero, para 2010, el escenario no es tan positivo. Ni los mercados bursátiles (PER 18x) ni la renta fija privada (el proceso de reducción de diferenciales está prácticamente concluido) están ya baratos, sino «correctamente» valorados. Por ello, para que volvamos a conseguir rendimientos por encima del 10%, no sólo es necesario que la recuperación económica mundial se consolide, sino que sorprenda por su magnitud (los beneficios empresariales deberían crecer al 50% y no al 30% descontado) ::

DAVID CANO es socio de Afi y Director General de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es