

Perspectivas de Estrategia de **Renta Variable**

Tema estrella: ¿Vamos a tener crecimiento del PIB el año que viene?

- **Resumen:** Como ya indicamos en nuestras Perspectivas de Estrategia de Renta Variable de julio, esperábamos una fuerte temporada de publicaciones de resultados (3 de cada 4 han sorprendido al alza en BPA en el S&P500), lo que ha provocado subidas en los mercados de renta variable (el S&P500 subió un 7,23% en julio). Pero en agosto, esperamos que los mercados vuelvan a bajar. El principal asunto que corre por los pasillos de los mercados es el miedo a un crecimiento muy pequeño, si es que hay crecimiento, lo que ha sometido las acciones y al riesgo en general a una presión bajista. Esperamos que esta tendencia continúe, dado que el flujo de malos datos va a seguir lo que se va a traducir en una bajada del precio de las acciones, al ajustar el mercado sus previsiones de beneficios a la vista de estas nuevas perspectivas económicas.
- **Panorama a corto plazo: BAJISTA.** En los próximos 1-3 meses tenemos una posición bajista en renta variable. La continuación del asunto de la debilidad del crecimiento del PIB global debería conllevar revisiones de beneficios a la baja. Asimismo, el recorte del gasto público en toda Europa durante este año y el que viene alimenta la preocupación sobre la forma en que todo ello va a afectar al crecimiento, no sólo a largo plazo, sino también a medio. El incremento de los beneficios no puede situarse significativamente de forma estructural por encima del crecimiento del PIB durante mucho tiempo, y a la vista de nuestras expectativas de crecimiento del PIB, estamos llegando a la conclusión de que las previsiones de beneficios se tendrían que revisar a la baja. Todo ello debería desencadenar en un proceso bajista de las acciones.
- **Panorama a largo plazo: Neutral.** En los próximos 3-12 meses, tenemos una posición neutral respecto de las acciones. Fundamentalmente seguimos sin creer que hayamos entrado en un mercado alcista cíclico de varios años para las acciones de mercados desarrollados; ya que se van a tener que afrontar vientos estructurales en contra. Pero esperamos un repliegue de los precios significativo este año que nos lleve a la baja en términos de expectativas de beneficios y valoración. Y lo más probable es que cuando los mercados empiecen a anticipar el desarrollo del crecimiento de los beneficios en 2012, veamos revisiones alcistas de los beneficios que provocarán subidas en los mercados de renta variable.

SAXO BANK RESEARCH

David Karsbøl
Economista Jefe
DKA@SaxoBank.com

John J. Hardy
Consultor de Divisas
JJH@SaxoBank.com

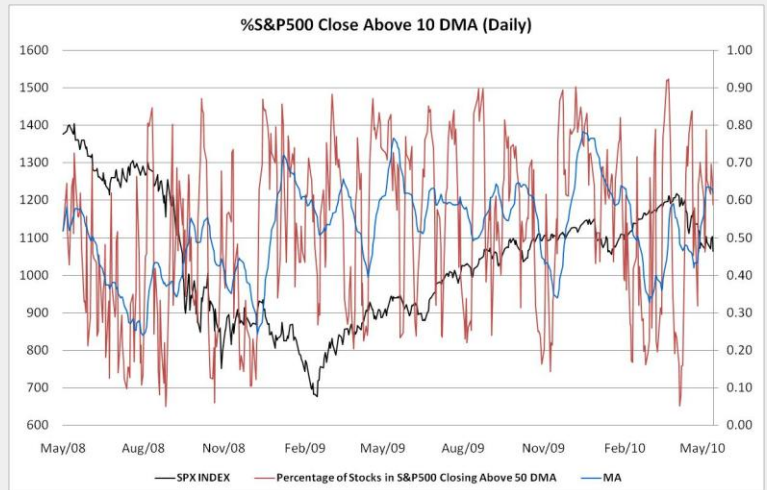
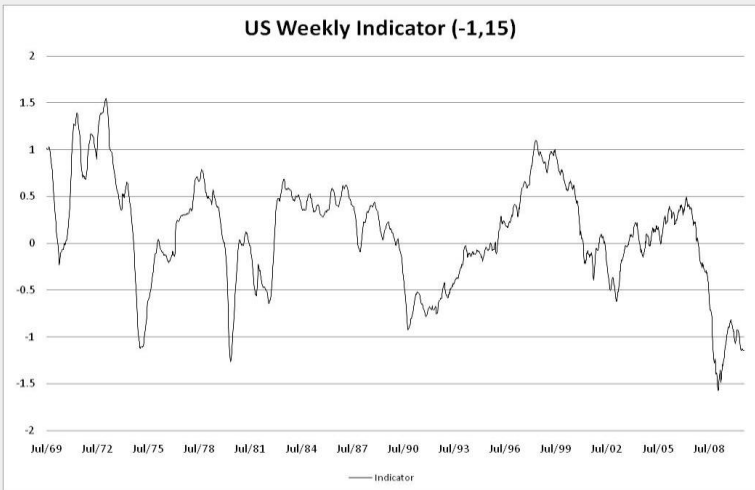
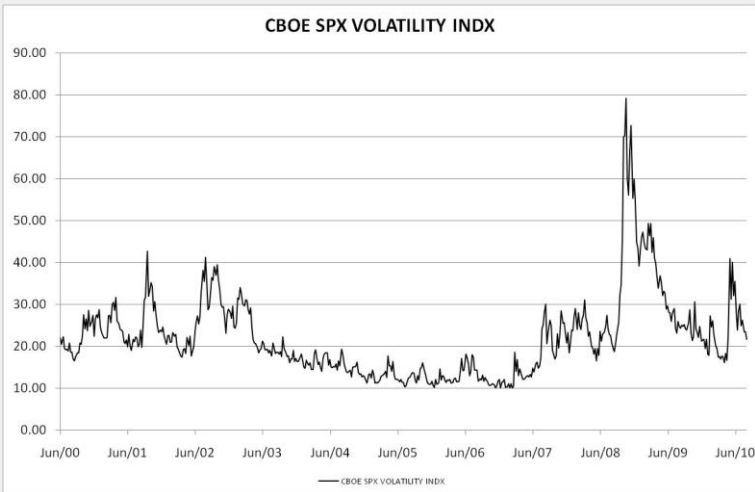
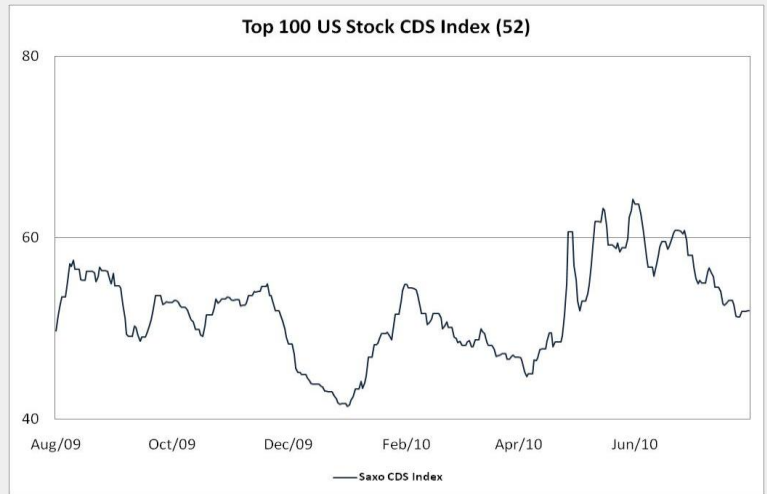
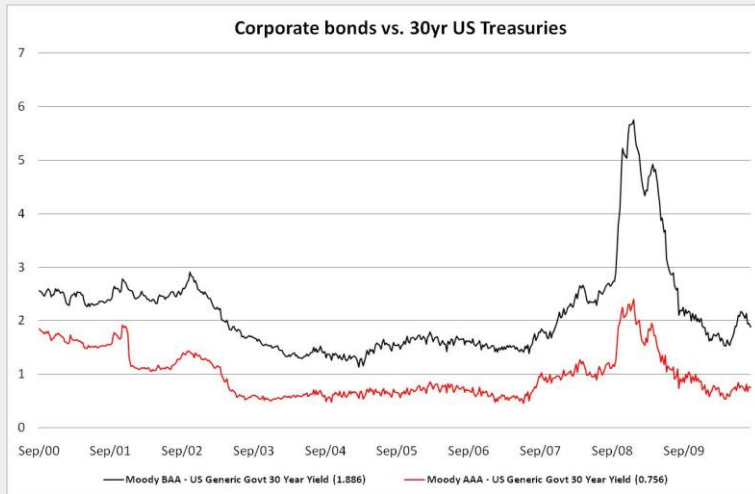
Christian T. Blaabjerg
Jefe de Estrategia de
Renta Variable
CTB@SaxoBank.com

Mads Koefoed
Estratega de Mercado
MKOF@SaxoBank.com

Robin B.-Sjöback
Estratega de Mercado
RSJO@SaxoBank.com

Para comunicaciones importantes,
remitase al Apartado de
Comunicaciones, que podrá encontrar
al final del presente documento.

Perspectivas de Estrategia de Renta Variable

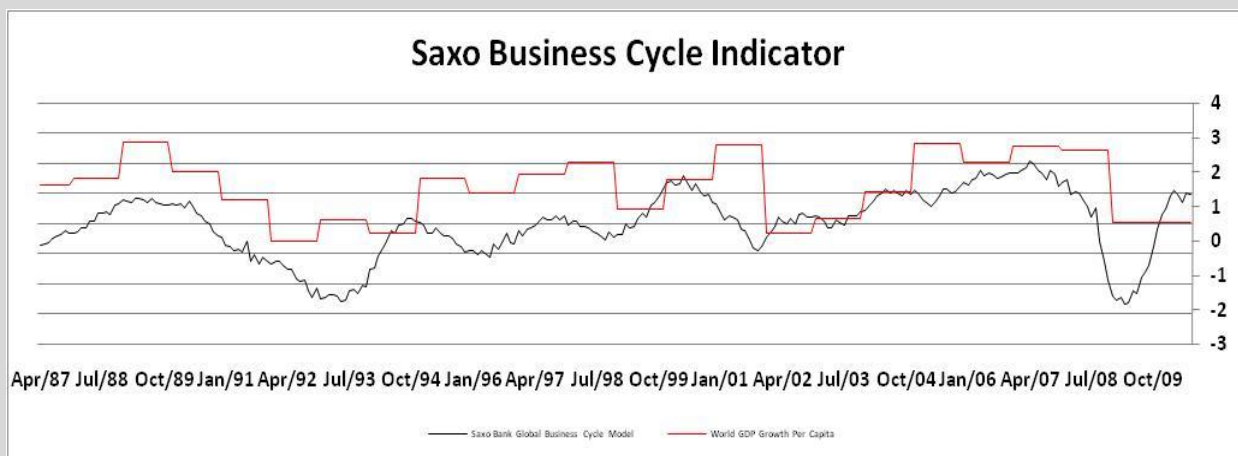


Comentarios: El riesgo se está replegando, los diferenciales de bonos se están volviendo a estrechar, el VIX está tendiendo a la baja y el índice de CDS hace lo propio. El CAPE se ha replegado hasta 19,78 pero aún sigue por encima de la media a largo plazo 16x; está claro que las acciones no resultan atractivas a largo plazo. Nuestro indicador semanal de EE.UU. vuelve a tender a la baja tras la corrección. Nuestro nuevo indicador técnico, el porcentaje de acciones del S&P500 que cotizan por encima de su media móvil de 50 días, indica que las acciones tienen posibilidades de subir a corto plazo (solamente el 50% de las acciones está cotizando por encima de su media móvil de 50 días).

Perspectivas de Estrategia de Renta Variable

Los principales agentes del mercado

- Está claro que la recuperación se está disipando, especialmente en EE.UU. y Europa, donde las estimaciones de crecimiento del PIB para 2011 se están revisando a la baja. La recuperación ha dado signos claros de fortaleza, especialmente en Asia, pero China está empezando a dar muestras de debilidad en términos de bajadas de las expectativas de crecimiento. Como llevamos diciendo en los últimos meses, esta recuperación no es sostenible a largo plazo simplemente porque gran parte del crecimiento se ha debido a los bajos tipos de interés y a los estímulos masivos de los gobiernos. Así lo refleja hasta cierto punto el Indicador del Ciclo Económico de Saxo, pero esperamos que el indicador vuelva a bajar.



- Los datos fuera de EE.UU. han estado últimamente en el punto de mira de los mercados y las conclusiones han sido malas. Las revisiones bajistas, junto con las declaraciones poco agresivas de la Reserva han provocado claramente algunas ventas masivas de riesgo en las acciones. La última declaración de la Reserva afirmaba que se va a efectuar un alivio cuantitativo ligero, y nosotros esperamos que se lance a un alivio cuantitativo de verdad a finales de año, ya que no vemos mejoría de las perspectivas económicas en EE.UU. Al igual que ocurre con los datos de EE.UU., los de China y Reino Unido no son precisamente alentadores, y esto debería provocar cierta presión bajista en el riesgo, incluidas las acciones.
- Posiblemente el asunto más relevante que veremos durante el mes de agosto serán los movimientos rápidos que se producirán en las lentas perspectivas macroeconómicas para las principales economías (EE.UU., Reino Unido y China), lo que debería provocar inmediatamente una bajada de las acciones. En los mercados de acciones, todo ello debería conllevar revisiones de beneficios negativos como soporte de las bajadas de los precios.
- A medio plazo, principalmente durante el resto de 2010, esperamos ver cómo los beneficios para 2011 se revisan a la baja ante unas perspectivas macroeconómicas tan flojas. No obstante, esperamos que la Reserva se lance a un alivio cuantitativo que provoque la vuelta del apetito de riesgo, ya que deberíamos afrontar unos tipos de interés a largo plazo más bajos. Seguramente todo ello dará un impulso a corto plazo a los activos de riesgo, incluidas las acciones, pero esperamos revisiones de beneficios negativas graduales durante lo que queda de 2010, lo que debería compensar cualquier entusiasmo renovado a corto plazo por las acciones en el mercado. Pero una vez que se hayan efectuado los reajustes por las expectativas de beneficios en 2011, creemos que las acciones empezarán a subir.
- Los últimos 30 años de caídas dobles y evolución de los beneficios muestran que nuestras compañías son eficientes al entrar en la segunda oleada de recesión. Los beneficios no suelen entrar en caída doble, sino que se restablecen. En términos de valoración, gran parte de todo ello ya se ha tenido en cuenta, pero aún hay margen para más ajustes bajistas en los precios de las acciones. No obstante, a medida que nos acercamos a final de año, esperamos que las acciones suban al comenzar los mercados a tomar en cuenta las expectativas de beneficios para 2012. Esperamos que los beneficios suban un 10-12% en 2012.

Perspectivas de Estrategia de Renta Variable

Cuestiones y ponderación del sector.

- En el mes de julio fue un acierto el añadir riesgo a nuestra cartera. No obstante, creemos que ahora toca volver a mostrarse cauto. Como indicamos en la sección anterior, los Principales Agentes del Mercado, esperamos que los mercados se replieguen durante el mes de agosto y en menor medida, durante lo que queda de año. En un ambiente como este, nos gustaría la exposición a sectores clásicamente defensivos como la asistencia sanitaria, la primera necesidad y en menor medida, los servicios públicos.

Sector	Exposición
Recursos	
Energía	Neutral. Pese al retorno del petróleo de Oriente Medio, últimamente nos parece complicado operar con un escenario de repliegue del crecimiento económico y unos precios de la energía en aumento.
Materiales	Infraponderado. En este sector toca beta y a pesar de la exposición de las compañías del S&P500 al creciente agroindustria y a las bajadas de precios de los metales y la minería, nosotros somos reticentes a la exposición a este sector.
Exportadores	
Industriales	Neutral. Este ha sido uno de los sectores que se ha beneficiado del crecimiento global, la solidez de los precios sólidos de las materias primas y las exportaciones en EE.UU. y el gasto por las medidas de estímulo. No obstante, con los vientos macroeconómicos en contra que se avecinan, estamos reduciendo nuestra exposición a este sector, pero seguimos reconociendo que este sector está relativamente bien valorado en comparación con otros sectores.
Tecnología	Neutral. Las compañías tecnológicas del S&P500 están entre las primeras del mundo. Esperamos que el ciclo de inversión corporativa entre en modo de sustitución, lo que debería ofrecer un soporte a las compañías tecnológicas. Pese a las recientes revisiones negativas en las previsiones de ventas, el sector aún parece bastante atractivo en términos de valoración.
Defensivos	
Primera necesidad	Sobreponderado. Este sector ofrece unos rendimientos de beneficios atractivos y unos rendimientos de los dividendos por encima de la media, con la capacidad de aumentar los ratios de distribución.
Asistencia sanitaria	Sobreponderado. Los beneficios de algunas de las compañías más grandes del sector farmacéutico están en riesgo; en parte por la política sanitaria de EE.UU. y la reforma y en parte por las expiraciones de patentes, en su mayoría en 2012 y en adelante. Pero los márgenes en este sector siguen siendo muy atractivos y es probable que las compañías con menor dependencia de los beneficios de EE.UU. prosperen.
Telecomunicaciones	Infraponderado. Parece que está plenamente valorado en comparación con otros sectores. No esperamos subidas cíclicas en este sector y nos preocupa la capacidad de los precios y el potencial de crecimiento del sector.
Servicios públicos	Sobreponderado. Sigue siendo una opción muy sólida en términos de rendimientos de los dividendos y si los tipos de interés siguen bajos, las acciones sustituirán claramente a los bonos. Esta es la opción clásicamente defensiva y debería beneficiarse por el creciente interés en los mercados de acciones cuando los precios se replieguen.
Otros	
Varios	Infraponderado. Dada la exposición al consumidor estadounidenses de la mayoría de minoristas del S&P500, estamos preocupados a medio y largo plazo por la recuperación de los BPA en este sector. Los últimos informes macroeconómicos fuera de EE.UU. indican que los consumidores aún no se han recuperado.
Financiero	Neutral. Lo más probable es que beneficios de las financieras reboten con fuerza al dejar de incrementar los bancos las reservas por pérdidas por créditos en 2010, y los tipos de intereses de margen neto aún se benefician de los tipos de interés tan bajos. La única razón por la que no optamos aquí por una posición sobreponderada son las sospechas de una peor solvencia del sector.

Perspectivas de Estrategia de Renta Variable

Perspectivas de beneficios

- En general somos mucho más negativos respecto de las expectativas de beneficios que el consenso, ya que esperamos unos datos macroeconómicos adversos de gran peso durante el segundo semestre de este año, aderezados con unos recortes significativos del gasto estatal, especialmente en Europa. Evidentemente esto supondrá un golpe para el crecimiento económico en adelante y en nuestra opinión, nos llevará a una caída doble en las principales economías, pero como ya hemos dicho, seguimos fieles a un escenario modesto a la hora de hacer estimaciones del impacto sobre las ganancias. No obstante, en nuestra opinión, las expectativas de ganancias de consenso no están en absoluto conectadas con la realidad macroeconómica que rodea al mundo corporativo, a pesar de que el consenso ha empezado a bajar y esperamos que esta tendencia continúe durante gran parte del T3.
- Hay que hacer una matización respecto del ámbito financiero, y de los bancos en particular. En nuestra opinión, los beneficios de los bancos cuentan con un sólido soporte por la forma actual de la curva de rendimiento, y más en general, por el nivel inusualmente bajo de los tipos de interés. No obstante, estamos convencidos de que los bancos, y en particular los bancos europeos, no han compensado en absoluto las pérdidas que sufrieron por las inversiones *subprime* y más recientemente, por las pérdidas procedentes de la crisis de la deuda soberana. Pero a la vista de la última revisión de la propuesta de Basilea III en la que se hace evidente la flexibilización del marco regulatorio global, esperamos una vuelta al pasado en términos de BPA para los bancos. Por consiguiente, hemos revisado nuestras estimaciones de crecimiento de los BPA al alza para este sector.

Cuadro: Estimaciones de BPA para el S&P500

Sector	Crecimiento Interanual BPA (%) – IBES			Crecimiento Interanual BPA (%) – Saxo Bank		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2009/2010	2010/2011	2011/2012
S&P500	31%	15%	14%	14%	4%	10%
Recursos						
Energía	43%	18%	20%	15%	2%	15%
Materiales	67%	24%	15%	27%	2%	8%
Exportadores						
Industriales	21%	18%	17%	7%	2%	13%
Tecnología	45%	11%	11%	16%	1%	9%
Defensivos						
Primera necesidad	8%	8%	10%	3%	4%	8%
Asistencia sanitaria	7%	9%	7%	3%	3%	6%
Telecomunicaciones	1%	15%	15%	2%	-1%	11%
Servicios públicos	2%	3%	1%	0%	1%	2%
Otros						
Varios	43%	17%	17%	15%	-2%	13%
Financieros	136%	28%	20%	100%	8%	17%

Fuente: Thomson-Reuters DataStream, Saxo Bank Research

Perspectivas de Estrategia de Renta Variable

Previsión de niveles de índices

Actualmente, las perspectivas de una caída doble han provocado claramente ventas masivas de acciones. Nuestro argumento principal, como pusimos de relieve en nuestras Perspectivas de Estrategia de Renta Variable anteriores consiste en que la mayor parte del repliegue de las ganancias ya se ha tomado en cuenta en los precios, razón por la que no esperamos que las acciones entren en ventas masivas a largo plazo desde los niveles actuales, salvo que los mercados se vieran golpeados por un fuerte pánico.

Nuestro principal escenario es que en términos del S&P500, vamos a cerrar el año en torno a 1008. El camino que esperábamos que siguieran las acciones en general en 2010 sigue siendo el mismo que cuando redactamos las Perspectivas Anuales: en el primer semestre de 2010, las acciones subirán llevadas por el optimismo generalizado por la recuperación global, mientras que en el segundo semestre del años esperábamos un repliegue por los datos macroeconómicos adversos que se verán golpeados más aún por los fuertes recortes del gasto de los gobiernos, especialmente en Europa. La primera oleada de repliegues ha evolucionado un poco antes de lo esperado, pero los grandes temas que llevan al repliegue fueron los esperados y deberían prepararse para otra corrección en los mercados de renta variable a principios de otoño.

Cuadro: Perspectivas de Niveles de Índices

Índice	Actual*	ESep 10	EDic 10	EMar 11	EJunio 11
S&P500	1089	1048	1008	1048	1138
Nasdaq100	1845	1809	1751	1809	1939
DAX	6154	5883	5646	5883	6332
FTSE100	5245	4793	4550	4793	5348
Nikkei225	9292	9324	9007	9324	9837
MSCI EM	982	873	819	873	992

*) Cierre a 11 de agosto de 2010. Fuente: Saxo Bank Research.

Perspectivas de Estrategia de **Renta Variable**

General

El presente documento contiene información sobre los servicios y productos de Saxo Bank A/S (en adelante, "Saxo Bank"). El material se ofrece únicamente a efectos informativos independientemente de los objetivos de inversión, la situación financiera, o los medios de los inversores particulares. Por consiguiente, la información incluida en el presente documento no se interpretará como un análisis; ni como una oferta de compra o venta; ni como la solicitud de una oferta de compra o venta de cualesquiera valores, productos financieros o instrumentos; ni como la participación en cualesquiera estrategias de negociación particulares, en cualesquiera jurisdicciones en las que dicha oferta o solicitud, o estrategia de negociación serían ilegales. Saxo Bank no garantiza la exactitud ni la integridad de la información o los análisis suministrados. Saxo Bank no responderá ante cualesquiera clientes o terceros por la exactitud o la integridad de la información o de cualesquiera comentarios sobre mercados ofrecidos a través del presente servicio a clientes, ni por cualesquiera retrasos, inexactitudes, errores, interrupciones u omisiones en la prestación del mismo, por cualesquiera daños ocasionados directa o indirectamente por dichos retrasos, inexactitudes, errores, interrupciones u omisiones, o por cualesquiera suspensiones del servicio. Saxo Bank no asumirá ninguna responsabilidad por el contenido de cualquier otro sitio web, enlazado o no a este sitio, o por las consecuencias de sus actuaciones en base al contenido de otros sitios web. La apertura del presente sitio web no convierte al usuario en cliente de Saxo Bank; y Saxo Bank no responderá ante los mismos por cualesquiera responsabilidades al respecto.

Comunicación del análisis y exención de responsabilidad

Advertencia

Saxo Bank A/S no responderá por cualesquiera pérdidas con ocasión de cualesquiera inversiones en base a cualesquiera análisis, previsiones u otras informaciones incluidas en el presente documento. El contenido de la presente publicación no constituirá una promesa o garantía explícita o implícita por parte de Saxo Bank de que los clientes se beneficiarán de las estrategias incluidas o de que las pérdidas relacionadas con las mismas pueden ser o serán limitadas. Las negociaciones de conformidad con el análisis, especialmente las inversiones con apalancamiento, tales como las negociaciones con divisas y las inversiones en derivados, pueden ser muy especulativas, lo que puede provocar pérdidas y beneficios, en particular cuando las condiciones mencionadas en el análisis no se producen de conformidad con la previsión.