

Schroders

Política de asignación de activos

Resumen

Ante la persistencia de las dificultades en los mercados de crédito y el deterioro de la actividad económica mundial, consideramos que, en este momento, resultaría prematuro modificar nuestra posición infraponderada en renta variable. Esta postura cauta está reafirmada por nuestros modelos cuantitativos, que continúan apuntando hacia una desaceleración; una fase en la que históricamente la renta variable no ha superado a la renta fija ni al efectivo. Mantenemos la sobreponderación en efectivo y la infraponderación en renta fija. Los bonos gubernamentales han repuntado con fuerza, y es necesario que se recupere el apetito por el riesgo en el sistema bancario antes de que se normalicen las condiciones en el mercado de crédito.

Perspectivas económicas

La situación macroeconómica se ha deteriorado aún más, por lo que hemos recortado nuestras previsiones de crecimiento económico mundial al mismo tiempo que hemos elevado las previsiones de inflación. La reducción del crecimiento mundial se concentra en la OCDE, encabezada por EE.UU. Ahora esperamos que EE.UU. entre en recesión durante el primer semestre de 2008 pero posteriormente, en torno a mediados de año, debería producirse una modesta recuperación gradual a medida que se estabilice el sector inmobiliario, baje el precio del crudo y los recortes fiscales y de los tipos de interés sustenten el gasto.

Aunque nos enfrentamos a una desaceleración a escala mundial, será moderada comparada con otras anteriores. Esto se debe, principalmente, a la fortaleza de los mercados emergentes, cuyas perspectivas de crecimiento hemos aumentado con el objetivo de reflejar en parte el elevado precio de las materias primas y las boyantes condiciones de liquidez en Asia. Sin embargo, una de las consecuencias del llamado "decoupling" es que hemos aumentado la previsión de inflación debido a la subida de los costes de la energía y los alimentos. En general, esperamos que el crecimiento mundial se desacelere al 2,9% en 2008, seguido de una recuperación hasta el 3,4% en 2009. Asimismo, creemos que la inflación general alcanzará el 3,6% este año y caerá al 2,5% el año que viene.

Los riesgos que presenta nuestro escenario base siguen presentando un sesgo a la baja en cuanto a crecimiento, ya sea dentro de un panorama de crisis crediticia que realmente haga caer a la economía en una trampa de liquidez o un periodo de estanflación. Ninguna de estos escenarios alternativos resulta especialmente atractivo para los activos de riesgo.

Perspectivas para los tipos de interés

En nuestra opinión, la Reserva Federal (Fed) relajará la política de tipos aún más. La inflación seguirá siendo un motivo de preocupación, pero la desaceleración de la actividad económica y el impacto de la crisis crediticia deberían aliviar los temores ante los precios. Según nuestro escenario base, los tipos de interés de EE.UU., situados actualmente al 2,25%, deberían bajar de nuevo y mantenerse en el 2% durante el resto de 2008. No obstante, existen grandes posibilidades de que los tipos de interés puedan caer por debajo de estos niveles.

Se prevé que el Banco Central Europeo (BCE) recorte los tipos de interés en el segundo trimestre de este año en respuesta a la desaceleración de la actividad económica, principalmente debido a una caída en la inversión y una moderación del crecimiento de las exportaciones. Es posible que las exportaciones se vean afectadas por la fortaleza del euro, aunque el crecimiento continuo de las economías emergentes lo compensará en cierta medida. La inflación debería repuntar en torno a mediados de año y caer posteriormente.



En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra continuará relajando su política de tipos en 2008, a medida que se consolide la interacción entre unas condiciones de concesión de préstamos más estrictas, unos diferenciales crediticios más amplios y un mercado inmobiliario en proceso de debilitamiento. Al mismo tiempo, el repunte de la inflación a corto plazo probablemente reducirá la velocidad de reacción del Banco, aunque es posible que reduzca los tipos de interés al 4,25% a finales de año conforme la desaceleración apriete el paso.

Por su parte, el Banco de Japón ha expresado su intención de normalizar los tipos de interés, aunque el deterioro de la actividad económica y la crisis crediticia le impedirá tomar medidas en 2008. Por lo tanto, esperamos que los tipos de interés se mantengan sin cambios en el 0,5% durante el resto del año.

Repercusiones para los mercados

La perspectiva de una recuperación moderada en nuestro escenario base debería sustentar los mercados de renta variable y los activos de riesgo en general, aunque necesitaríamos ver pruebas de que la economía estadounidense se estabiliza y que la Fed se adelanta a la curva antes de que ésta se adelante. La cuestión sería entonces si los inversores están dispuestos, o pueden, ver a través de la nube que ha envuelto al sector bancario hasta su recuperación. En esta fase, las perspectivas son especialmente sombrías dada la incertidumbre creada por el proceso de desapalancamiento y, aparentemente, sería demasiado temprano para volver a los activos de riesgo. Esta postura reafirma nuestro modelo cuantitativo, que continúa apuntando a una desaceleración, una fase durante la cual la renta variable no superó al efectivo y experimentó la mayor volatilidad en el pasado.

La buena noticia es que, según nuestras proyecciones actuales, podríamos estar acercándonos al final de esta fase de desaceleración. Un nuevo incremento de la debilidad económica significaría que, en los próximos meses, el modelo marcaría un movimiento a la siguiente fase del ciclo, la cual denominamos recesión. Aunque esto puede sonar peor que la desaceleración, en términos de rendimiento económico ha sido una de las más favorables para los mercados de renta variable en el pasado.

Cuando el modelo sale de la fase de desaceleración, la distribución de activos se basa fundamentalmente en las valoraciones. Debido al margen cada vez mayor que separa el rendimiento de los bonos gubernamentales de la renta variable, es posible que esto haga pensar en una sobreponderación en renta variable dado que esta clase de activos resulta barata. En resumen, el mensaje es mantener la precaución e infraponderar los activos de riesgo con vistas más positivas según avance el ciclo. Con el panorama actual, esto podría suceder en verano.

Perspectivas por regiones para el mercado de renta variable

Debido a sus cualidades defensivas, mantenemos una posición sobreponderada en renta variable estadounidense. Aunque es posible que el deterioro de la economía y las dificultades en los mercados de crédito empujen a EE.UU. hacia una recesión en el primer semestre del año, una respuesta rápida de la Fed en forma de nuevos recortes de tipos y medidas fiscales agresivas podría facilitar una recuperación moderada en torno a mediados de año. Las valoraciones siguen siendo atractivas y la confianza entre los inversores internacionales hacia la renta variable estadounidense ha mejorado en los últimos meses.

Al otro lado del Atlántico, los beneficios en Europa han resultado decepcionantes en los últimos meses y menos atractivos comparados con otros mercados, por lo que mantenemos la infraponderación. La confianza hacia la región también ha ido empeorando. En el Reino Unido, nuestra posición infraponderada no ha sufrido variaciones. Los inversores continúan percibiendo al Reino Unido como la región menos sobrevalorada, pero sigue siendo la región menos favorecida

para posiciones sobreponderadas. Las perspectivas de crecimiento de los beneficios también siguen siendo poco convincentes comparadas con las de otros mercados.

Hemos cambiado nuestra posición en Japón de infraponderada a neutra, dado que consideramos que el mercado se encuentra cerca de su punto mínimo. La confianza hacia Japón ha mejorado ligeramente y las valoraciones se encuentran en su nivel más atractivo en décadas. Sin embargo, es posible que el inestable panorama político y la débil situación macroeconómica sigan ejerciendo presión sobre el mercado.

En el resto del Pacífico ex-Japón hemos modificado nuestra posición de neutral a positiva, porque la región ha obtenido una rentabilidad inferior en los últimos meses, a pesar de sus cualidades defensivas. No obstante, este último revés significa que las valoraciones resultan atractivas por primera vez en mucho tiempo, respaldadas por una fuerte demanda interna. Mientras tanto, la combinación de fuerte crecimiento, aumento de la confianza y mejora de las perspectivas de crecimiento de los beneficios en los mercados emergentes soporta nuestra posición sobreponderada comparada con otras regiones.

Perspectivas por sectores para la renta fija

Mantenemos nuestra posición infraponderada en renta fija. El rendimiento de los bonos gubernamentales ha seguido cayendo, mientras los inversores centran su atención en el temor a una recesión en EE.UU. y asumen unos tipos de interés más bajos. Dado que las tasas de inflación consideradas "equilibradas" cotizan con prima frente a las expectativas inflacionarias a largo plazo del consenso, preferimos los bonos gubernamentales convencionales y mantenemos nuestra infraponderación en bonos ligados a un índice. En cuanto a los bonos con calificación de inversión, mantenemos una posición neutra. Las valoraciones resultan interesantes, pero el mercado se encuentra sumido en un proceso de desapalancamiento y podría debilitarse aún más. Los diferenciales de los bonos de High Yield también se han ampliado más y están descontando una severa recesión, aunque mantendremos nuestra posición neutra hasta que el mercado recupere cierto grado de normalidad.

Otros activos

Nuestra posición cauta en Property permanece intacta. Las valoraciones en el sector cotizado resultan más atractivas comparado con el mercado directo en el Reino Unido, mientras que en Europa continental ocurre lo contrario. Hemos adoptado una posición neutra en Hedge Funds y mantenemos una posición negativa en Capital Riesgo. El panorama para las materias primas es variado: es posible que la preocupación por el crecimiento influya en el precio del crudo y de los metales básicos, pero en agricultura, la baja relación de existencias con respecto a la demanda debería seguir sustentando los precios. Mantenemos nuestra posición neutra en materias primas en general.

Resumen de perspectivas

Nuestras perspectivas se clasifican como + positivas, - negativas y 0 neutras.

Clases de activos		
Renta variable	-	<ul style="list-style-type: none"> Nuestro modelo cíclico continúa apuntando hacia una desaceleración, un periodo en el que la renta variable se comporta peor que la renta fija y el efectivo. Aunque las valoraciones permanecen a niveles atractivos, resultan irrelevantes en esta fase del ciclo. La crisis crediticia significa que la financiación para la actividad de adquisiciones corporativas –un fuerte respaldo de los mercados de renta variable en el pasado –se ha reducido considerablemente. Los beneficios corporativos siguen siendo positivos, pero el riesgo de que éstos disminuyan y reduzcan su calificación es real. Sin embargo, la respuesta política debe ser rápida en forma de relajación de la política monetaria y medidas fiscales agresivas que conduzcan a una recuperación mundial moderada dentro de unos meses, que respalde la renta variable.
Valor vs. Crecimiento	-	<ul style="list-style-type: none"> A medida que el crecimiento de los beneficios se vuelva más escaso en 2008, los inversores buscarán empresas cuyos beneficios sean menos sensibles al ciclo económico, de modo que preferimos el crecimiento.
	+	
Grandes compañías vs. Pequeñas compañías	+	<ul style="list-style-type: none"> La diferencia de valoración entre la gran capitalización y la pequeña capitalización ha empezado a estrecharse pero, en esta etapa del ciclo, todavía preferimos las empresas grandes debido a su mayor exposición a la economía global. También es posible que la caída de la actividad del capital riesgo afecte más a las pequeñas empresas que a las grandes.
	-	
Renta fija	-	<ul style="list-style-type: none"> Los mercados de bonos gubernamentales han seguido repuntando con fuerza, dado que los inversores han buscado opciones seguras y han tenido presente el temor a una recesión en EE.UU. La tasa de inflación continúa operando con prima en comparación con las expectativas inflacionarias consensuadas a largo plazo, por lo que mantenemos una posición infraponderada en bonos vinculados a un índice. Mantenemos una posición neutra en bonos con calificación de inversión y de High Yield ante las dificultades en los mercados de crédito, y tenemos en cuenta que los diferenciales de crédito están asumiendo una fuerte recesión.
Efectivo	+	<ul style="list-style-type: none"> Hemos mantenido nuestra sobreponderación al efectivo porque es una opción segura ante el difícil momento que atraviesan los mercados de crédito y el deterioro del panorama macroeconómico. Es posible que la débil actividad económica influya más que el aumento de la inflación en la toma de decisiones de los bancos centrales. Se prevén recortes de los tipos de interés en EE.UU., la Zona Euro y el Reino Unido. Creemos que la normalización de los tipos en Japón se aplazará hasta 2009.
Alternativas	-	<ul style="list-style-type: none"> Property: Las valoraciones en el sector cotizado resultan más atractivas comparadas con las del mercado directo en el Reino Unido, mientras que en Europa continental ocurre lo contrario. Nuestros modelos señalan una infraponderación en propiedades comerciales tanto en EE.UU. como en Europa continental.
	0	<ul style="list-style-type: none"> Hedge Funds: Hemos cambiado nuestra posición de positiva a neutra ante el temor de que la crisis crediticia provoque más víctimas. Las estrategias de posiciones long/short de renta variable, que normalmente se suelen decantar por el largo plazo, han pasado apuros, mientras que las estrategias market neutral se comportan negativamente durante periodos de volatilidad prolongada. Por otra parte, la volatilidad debería continuar favoreciendo a las estrategias macro bien gestionadas. Las estrategias de renta fija también parecen prometedoras. Sin embargo, las estrategias de crédito atraviesan un mal momento, pero irán recuperando atractivo cuando la crisis sub-prime empiece a retroceder.
	-	<ul style="list-style-type: none"> Capital riesgo: Las operaciones grandes se han agotado debido a la falta de financiación de la deuda, mientras que algunas firmas empezarán a presentar más problemas si la economía continúa empeorando.

	0	<ul style="list-style-type: none"> • Materias primas: Se presentan distintas perspectivas. El precio del crudo es vulnerable a la inquietud por el crecimiento, al igual que el precio de los metales básicos, mientras que el oro parece sobrevalorado. Por otra parte, la baja relación de existencias frente a la demanda en algunos productos agrícolas clave debería continuar sustentando los precios. • Nuestros modelos apuntan a una sobreponderación en energía y agricultura, así como una infraponderación en valores industriales y metales preciosos.
Mercados de renta variable regionales		
EE.UU.	+	<ul style="list-style-type: none"> • Los datos macroeconómicos han seguido debilitándose y ahora prevemos que la economía entrará en recesión en la primera mitad de 2008. Sin embargo, es posible que dicha recesión vaya seguida de una recuperación moderada en torno a mediados de año conforme la Fed reduzca los tipos de manera drástica y las medidas fiscales se dejen sentir sobre la economía. • Las cualidades defensivas de la región deberían prestar apoyo, tal y como lo sugiere la elevada confianza en que EE.UU. obtenga una rentabilidad superior comparado con la renta variable global dentro de nuestro modelo macroeconómico. • Aparte del sector financiero, los balances se encuentran en buen estado y las valoraciones presentan un nivel atractivo. • La confianza hacia la renta variable estadounidense ha mejorado desde el último trimestre hasta un máximo en seis años, y muchos inversores están considerando sobreponderar la región en los próximos meses. • En la parte negativa, el crecimiento del beneficio por acción ha disminuido en los próximos meses y EE.UU. es actualmente unos de los mercados con peores perspectivas de crecimiento de los beneficios.
Reino Unido	-	<ul style="list-style-type: none"> • Preveamos que el crecimiento se desacelerará hasta el 1,7% en 2008, a medida que se vayan viendo las repercusiones del aletargado mercado inmobiliario y del alto nivel de endeudamiento de los consumidores sobre la economía. • Sin embargo, el Banco de Inglaterra debería dejar de lado su preocupación por la inflación y recortar los tipos al 4,25% a finales de año, conforme la desaceleración apriete el paso. • Los inversores continúan percibiendo al Reino Unido como la región menos sobrevalorada, pero sigue siendo la región menos favorecida para posiciones sobreponderadas. • Las perspectivas de crecimiento de beneficios en el Reino Unido se mantienen a la baja y resultan poco convincentes comparado con otros mercados.
Europa sin Reino Unido	-	<ul style="list-style-type: none"> • La desconfianza hacia la región aumenta gradualmente y los inversores siguen con la intención de reducir su exposición al mercado en los próximos meses. • Los beneficios han decepcionado en los últimos meses y resultan menos atractivos comparados con otros mercados. Es posible que la fortaleza del euro desaliente a las ventas. • Volviendo a la economía, esperamos que el BCE reduzca los tipos de interés en el segundo trimestre de este año, en respuesta al debilitamiento de la actividad, provocando una recuperación moderada en 2009.
Japón	0	<ul style="list-style-type: none"> • Hemos cambiado nuestra posición de infraponderada a neutral en Japón. • Consideramos que el mercado se encuentra cerca de su punto mínimo. Las valoraciones muestran su nivel más atractivo en décadas y la exposición del sector financiero a los títulos subprime es limitada. • No obstante, es posible que el inestable panorama político y el deterioro de la actividad económica sigan ejerciendo presión sobre el mercado • La confianza hacia Japón ha mejorado ligeramente desde el último trimestre, aunque sigue siendo poco convincente comparada con otros mercados. • El crecimiento de los beneficios comparado con otros mercados sigue pareciendo poco atractivo y preveamos que los beneficios caerán este año.

Pacífico sin Japón (Australia, Nueva Zelanda, Hong Kong y Singapur)	0	<ul style="list-style-type: none"> Hemos cambiado nuestra posición de positiva a neutra en la región Pacífico excepto Japón. La región se ha quedado rezagada en los últimos meses, dado que el nerviosismo de China ha arrastrado a Hong Kong, Australia ha tenido una mala racha y Singapur ha proporcionado poca capacidad defensiva. No obstante, las valoraciones resultan atractivas por primera vez en mucho tiempo, respaldadas por una fuerte demanda interna. Las perspectivas de crecimiento de los beneficios en la región siguen siendo relativamente sólidas y atractivas comparadas con las de otros mercados.
Mercados emergentes	+	<ul style="list-style-type: none"> Hemos aumentado nuestras previsiones de crecimiento de la región al 6,9% para este año, como resultado del "decoupling", los elevados precios de las materias primas y la liquidez en Asia. La política monetaria sigue estando vinculada en gran medida a EE.UU. de modo que el sobrecalentamiento es motivo de preocupación. No obstante, es posible que los bancos centrales asiáticos tomen medidas para enfriar la actividad, incluida una importante revalorización de divisas en 2008. El sentimiento hacia los mercados emergentes se mantiene alto a pesar de haber caído levemente este mes. La región se percibe como el mercado más sobrevalorado en comparación con otros, pero los inversores planean aumentar su exposición en los próximos 12 meses. A pesar de la caída en el crecimiento de los beneficios por acción registrado en los últimos meses, los mercados emergentes tienen las mejores perspectivas de crecimiento de beneficios comparado con otras regiones. En la parte negativa, nuestro modelo indica que la confianza en que los mercados emergentes superen a la renta variable mundial es bastante baja.
Sectores de renta fija		
Gubernamental	0	<ul style="list-style-type: none"> Los rendimientos han caído ya que los inversores continúan pasándose a títulos más seguros y asumiendo unos tipos de interés más bajos. Las curvas entre 3 meses y 2 años permanecen invertidas, mientras que las de 2 a 10 años se han vuelto más pronunciadas en todas partes, excepto Japón, especialmente en EE.UU., donde los recortes de los tipos de interés han sido más drásticos. Continuamos favoreciendo los bonos gubernamentales convencionales por encima de los bonos ligados a un índice por motivos de valoración.
Corporativa de alta calidad	0	<ul style="list-style-type: none"> Los diferenciales crediticios han continuado ampliándose ante la preocupación por la economía estadounidense y la persistencia de dificultades en los mercados de crédito globales. Sin embargo, los diferenciales se encuentran ahora más cerca de los niveles alcanzados en recesiones anteriores, de modo que, ya se han tenido en cuenta gran parte de las noticias negativas. La política complaciente del banco central, las nuevas medidas en materia política y una curva de tipos más pronunciada deberían prestar apoyo, pero es necesario que se recupere el apetito por el riesgo en el sistema bancario para que los préstamos vuelvan a aumentar antes de que las condiciones se normalicen.
Alto riesgo (Deuda de mercados emergentes / High Yield)	0	<ul style="list-style-type: none"> Este sector debería generar una rentabilidad total ligeramente positiva en los próximos 12 meses, aunque no superará a su rendimiento. Las últimas fluctuaciones en los diferenciales de High Yield indican que el mercado parece relativamente barato y que los diferenciales de rendimiento están aumentando, pero todavía dentro de su valor justo. Según nuestro modelo, el mercado es barato y tiene posibilidades de seguir avanzando en el mismo territorio. Las tasas de impago se mantendrán moderadas, pero los diferenciales se ampliarán de todos modos ya que los inversores exigirán una mayor prima de riesgo.
Bonos indexados	-	<ul style="list-style-type: none"> Los rendimientos reales en EE.UU. y el Reino Unido han caído con rapidez últimamente y ahora se sitúan por debajo de la franja de una desviación típica. Los bonos vinculados a índices de EE.UU. y el Reino Unido ofrecen escaso valor dado que las tasas de inflación siguen estando por encima de las expectativas del consenso sobre inflación.

Información Importante:

Sólo para inversores y asesores profesionales. **Este documento no está destinado a clientes privados.**

Este documento tiene fines informativos exclusivamente y no se considera material promocional de ningún tipo. La información aquí contenida no se entiende como oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor o instrumento afín en este documento. No se debe depositar su confianza en las opiniones e información recogidas en el documento a la hora de tomar decisiones de inversión y/o estratégicas. La información aquí contenida se considera fiable, pero Schroder Investment Management Ltd (SIM) no garantiza su integridad ni su exactitud. Esto no excluye ni restringe ningún deber ni responsabilidad que SIM haya contraído hacia sus clientes en virtud de la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000 (y sus posteriores modificaciones) o de cualquier otro sistema normativo.

Publicado por Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, Londres EC2V 7QA. Autorizado y regulado por la Autoridad de Servicios Financieros.

Para su seguridad, las comunicaciones serán grabadas o controladas.