



# ESTRATEGIA DE INVERSION

11 de junio de 2010

Junio  
10

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS.....	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS .....	3
Punto de vista.....	3
Zonas desarrolladas .....	4
Zonas emergentes.....	5
MERCADOS DE RENTA FIJA.....	6
Bonos de gobierno.....	6
Crédito IG y HY .....	7
MERCADO DE DIVISAS.....	8
MERCADOS DE RENTA VARIABLE .....	9
Mercados desarrollados.....	9
Mercados emergentes.....	11
ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS .....	13
Materias primas.....	13
ADVERTENCIA.....	14

## En la encrucijada

Las últimas semanas han reflejado el avance del pesimismo y del nerviosismo en los mercados, a través de reacciones violentas y a veces en contradicción con los datos económicos o las opciones políticas. Deben distinguirse los «rumores» de los auténticos problemas de fondo. El nerviosismo ambiental refleja el grado de incertidumbre que afecta a los posibles escenarios de los próximos meses: prosecución del crecimiento o ralentización, o incluso «double dip»; retorno o no de problemáticas sistémicas en el sector financiero; credibilidad - e impacto sobre el crecimiento de los planes de reducción de los déficits públicos; perennidad de la Eurozona... Sobre estos elementos de riesgo, nuestro escenario central se basa en los siguientes puntos:

- la ralentización del crecimiento tendrá lugar en los países desarrollados, y la reducción de los déficits a partir de 2011 debería contribuir. Sin embargo, esto no debería provocar un retorno de la recesión ya que las bases del crecimiento, aunque modesto, perduran (inversión, consumo ligeramente positivo, exportaciones en el caso europeo...).
- Los riesgos de insolvencia soberana en la Eurozona (o su disgregación) nos parecen escasos hoy en día, habida cuenta del plan de emergencia implementado en las últimas semanas. Esto no descarta los riesgos a más largo plazo pero constituye, pese a todo, un elemento de estabilización.
- Los riesgos de liquidez en el sector financiero no deben sobreestimarse: los bancos centrales, incluido el BCE, deberían tomar las medidas apropiadas para descartarlos.

Por lo tanto existen riesgos estructurales que, no cabe duda, afectarán duraderamente el apetito por el riesgo. Conjugados a la ralentización del crecimiento en las economías occidentales, deberían mantener bajo presión a medio plazo el conjunto de los activos de riesgo de estos mercados. Aún así, tras continuar la corrección del mes de mayo, cabe recordar que la realidad actual es compleja. El crecimiento mundial es positivo, los beneficios de las empresas siguen aumentando, la política monetaria será acomodaticia durante mucho tiempo... Podríamos añadir las valoraciones que se han distendido para las clases de activos que, desde principios de año, han caído. Esto nos lleva a considerar que la estabilización del entorno a corto plazo es más probable que una nueva bajada de los activos de riesgo.

En consecuencia, en el mes de junio nuestra cartera marca una pausa en el movimiento de disminución del riesgo y se encuentra bastante cercana a la del mes de mayo. Nos mantenemos neutros en la renta variable de los países desarrollados (con una reducción de la infrponderación de la Eurozona y siempre una preferencia por el mercado estadounidense). Seguimos esperando una ocasión más favorable para volver sobre la renta variable emergente. En la renta fija, conservamos una posición un poco más larga sobre el *High Yield*. En cuanto a las materias primas, aumentamos ligeramente el peso de los metales y del oro.



## ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

### Decisiones de asignación

- Mantenemos una cartera parecida a la del mes de mayo.
- Renta variable: neutralidad sobre la renta variable desarrollada (sin cambio). Preferencia por la renta variable emergente a medio plazo, pero la correlación con la renta variable desarrollada implica una ponderación bastante semejante a corto plazo.
- Renta fija: mantenemos la preferencia por el *High Yield*.
- Materias primas: esperamos un mejor timing sobre el petróleo, preferencia por el oro.

### Arbitraje renta variable desarrollada

- Mantenemos la sobreponderación del mercado estadounidense y, en menor medida, del Reino Unido.
- Nueva reducción de la infraponderación de la Eurozona.
- Retorno a la neutralidad sobre Japón.

### Arbitraje renta variable emergente

- Sobreponderación de Corea y Rusia.
- Enfoque ligeramente más positivo sobre China.
- Infraponderación de India, Brasil y África del Sur.

### Cartera modelo diversificada tipo – Clientes institucionales

Las apuestas de esta cartera modelo se miden contra el cash y pueden transponerse a cualquier otra cartera, referenciada o no.

#### MULTI-ASSET CLASS<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	0.03	0.4%	0.2%
Emerging Equities	0.04	0.3%	0.6%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	-0.03	-1.4%	0.0%
Investment Grade	0.01	0.2%	-0.1%
High Yield	0.06	1.3%	1.7%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.0%
Base Metals	0.04	0.5%	0.3%
Gold	0.08	0.7%	0.5%
Agricultural	0.00	0.0%	0.0%
Cash Euro		-1.9%	-3.4%
Module Total		0.0%	0.0%

#### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.66%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

#### EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.34	2.6%	2.4%
Canada	-0.06	-0.5%	-0.7%
Euroland	-0.08	-0.7%	-1.0%
Japan	0.00	-0.1%	1.2%
UK	0.09	0.7%	0.7%
Switzerland	-0.07	-0.6%	-0.9%
Australia	-0.22	-1.4%	-1.7%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

#### BOND COUNTRIES SOVEREIGN<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.0	-1.2%	-7.0%
Euroland	0.5	9.5%	6.4%
Japan	0.0	-1.2%	-4.8%
UK	-0.5	-6.1%	-0.7%
Switzerland	0.0	-1.2%	6.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

#### EQUITY EMERGING COUNTRIES<sup>2</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.05	-0.2%	-0.5%
China	0.05	0.3%	0.0%
India	-0.10	-0.5%	-0.5%
South-Korea	0.13	0.9%	1.2%
Taiwan	0.00	0.1%	0.3%
Russia	0.15	0.7%	0.4%
South Africa	-0.20	-1.4%	-1.1%
Turkey	0.02	0.2%	0.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.0%



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Punto de vista

### Un entorno más difícil

La crisis soberana en primer plano...

...y por largo tiempo

Hacia una estabilización de la actividad

Posible aumento del riesgo a tener en cuenta

**Un plan creíble que sin embargo no convence.** Durante estas últimas semanas, las inquietudes sobre las deudas soberanas en Europa han monopolizado la atención de los inversores y ocultado ciertos indicadores que son más bien alentadores (procedentes de Estados Unidos y de las zonas emergentes), así como las revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento. Los temores persisten a pesar del anuncio, por parte de las autoridades europeas, del plan excepcional de estabilización y de apoyo que resuelve, en teoría, los problemas de liquidez. Por otra parte, los parlamentos nacionales adoptaron rápidamente las leyes necesarias para la implementación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, lo que refuerza la credibilidad del mismo. Por último, la decisión del BCE, consistente en comprar deuda pública, limita los riesgos de nuevos ataques especulativos. Pese a estos diversos elementos, la volatilidad sigue alta respecto a los niveles observados hasta finales de abril, y el euro no logra recuperarse. Pensamos que estas evoluciones traducen el hecho de que ahora se toma en cuenta el **riesgo más estructural de solvencia de los Estados**, consecuencia de las medidas de reactivación presupuestaria y de la recesión.

**Las preocupaciones macroeconómicas deberían volver al primer plano** dado que el reequilibraje de las finanzas públicas penalizará el crecimiento. Habida cuenta de la duración de los procedimientos presupuestarios y de algunas elecciones por venir, es poco probable que los países que no se encuentran directamente bajo la presión de los mercados implementen medidas de saneamiento a partir de 2010. Aún así, ya se han establecido compromisos para una mayor "virtud presupuestaria" a partir de 2011 (especialmente en Alemania) o se establecerán de aquí a verano (Reino Unido). El paso a una política menos expansionista se llevará a cabo, aunque los datos económicos podrían ser cada vez más decepcionantes, dado que la fase de aceleración de la economía vinculada al ciclo industrial termina para dar paso a un crecimiento que pese a ser positivo es limitado. En este contexto, el empleo mejorará muy lentamente, manteniéndose la tasa de paro a un nivel alto.

**Conservamos nuestra hipótesis de ralentización del crecimiento** durante los próximos trimestres en los países occidentales; la recuperación nos parece sólida aunque moderada. Sin embargo, es probable que el riesgo de empeoramiento de la situación (retorno de la recesión, o « double dip ») haya aumentado en estos últimos tiempos. La búsqueda acelerada de la reducción de los déficits públicos sería muy penalizadora para la coyuntura, y si las tensiones que han aparecido en los mercados interbancarios en Europa duraran y aumentaran, podrían afectar al crédito. Esto se produce con un trasfondo de retroceso persistente de la inflación sub-yacente (menos del 1% en Europa y en Estados Unidos) que agudiza los temores de deflación. Tanto la recesión como la deflación (que no forman parte de nuestro escenario central) serían particularmente problemáticas en ausencia de márgenes de maniobra de política económica.

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %											
	2009		2010				2011				2009		2010				2011			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
<small>M= Mean; H= High; L=Low</small>																				
<b>Developed Economies</b>																				
USA	-2.4	3.3	3.9	2.9	[3.2]	3.1	4.4	1.9	[3.1]	-0.3	2.0	2.6	1.6	[2.1]	1.9	3.8	0.6	[1.9]		
Canada	-2.6	3.3	3.7	2.5	[3.2]	3.0	3.6	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.7	[2.2]		
Euro zone	-4.0	1.1	1.7	0.7	[1.2]	1.5	2.6	0.9	[1.5]	0.3	1.3	1.6	1.0	[1.2]	1.4	1.9	0.8	[1.4]		
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.4	1.1	[2.3]	2.2	2.9	3.2	2.2	[2.7]	1.8	3.6	0.3	[1.7]		
Switzerland	-1.5	1.9	2.5	0.9	[1.8]	1.9	2.8	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.3	[1.0]	1.0	1.5	0.5	[1.1]		
Japan	-5.2	2.4	3.2	1.7	[2.2]	1.7	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.0	-0.6	-1.4	[-1.1]	-0.2	0.4	-0.7	[-0.2]		
Australia	1.3	3.2	3.8	2.6	[3.3]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.8	3.4	2.4	[2.6]	2.9	3.8	2.6	[2.8]		

Source: Consensus Forecasts as of 10/05/2010



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas desarrolladas

### El crecimiento de los países desarrollados ha sido y seguirá siendo desigual

Los norteamericanos consumen, los japoneses exportan, los europeos se deprimen

La Eurozona siempre a la zaga

En Estados Unidos, el crecimiento es real pero debería ralentizarse en el segundo semestre

Los bancos centrales deberían seguir sosteniendo la actividad

El PIB de la OCDE está volviendo a crecer desde hace cuatro trimestres, pero su reparto es desigual en los tres bloques: los países en donde la demanda interna es satisfactoria, e incluso sólida (Estados Unidos, Canadá), los que logran seguir exportando (Japón, Suiza) y Europa (incluido el Reino Unido), donde el consumo sigue deprimido y las importaciones han aumentado a principios de 2010. Esta situación podría perdurar e incluso acentuarse en el segundo semestre, cuando la actividad se estabilice después del ritmo alto observado desde el 4º trimestre (0,9% y 0,7% en variación trimestral para la OCDE).

**En la Eurozona**, las perspectivas de crecimiento han sido regularmente revisadas a la baja, inclusive por el BCE que ahora espera sólo un 1,2% para 2011. La depreciación del euro no compensa las inquietudes vinculadas a los problemas estructurales de deuda soberana, un consumo limitado por el paro y la perspectiva de una mayor disciplina presupuestaria. La inversión productiva, justificada en ciertos países por el vigor de la demanda externa, podría verse frenada por un acceso siempre difícil al crédito.

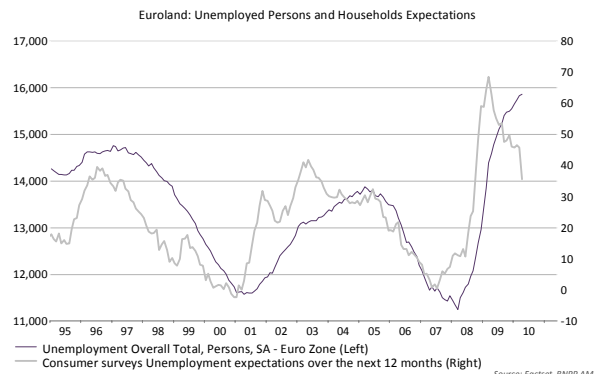
**En Estados Unidos** se ha ido implantando poco a poco un crecimiento auto-mantenido, pero debería ser limitado. El consumo privado se ha visto sostenido por las transferencias sociales y la disminución de la tasa de ahorro. En los próximos meses, la progresión de los salarios debería acelerarse, pero la recuperación del empleo es modesta (si excluimos las contrataciones temporales generadas por el censo). La tasa de paro (9,8% en mayo) no debería disminuir próximamente, lo que podría afectar a la confianza de los hogares y el consumo privado. La actividad industrial se encuentra probablemente cerca de su punto máximo (ver encuestas e indicadores compuestos) pero no por ello se desplomará. La inversión productiva puede constituir un relevo de crecimiento pero, al igual que para el empleo, las PYMES parecen ajenas a este movimiento. Aún así, el PIB del 2º trimestre debería beneficiarse de la renovación de ciertos equipos y de la reactivación del mercado inmobiliario en abril. Incluso si esta mejora se debe en gran parte a una ventaja fiscal, los gastos vinculados a la vivienda (bienes duraderos, acondicionamiento...) deberían aumentar. El crecimiento del PIB habría de ser comparable al del 1º trimestre (+3% en ritmo anualizado) y luego decrecer ligeramente.

Aunque ha mejorado en estos últimos meses, la coyuntura sigue siendo frágil y justifica plenamente el statu quo sobre las políticas monetarias de la FED y del BCE en un contexto de reaparición de tensiones financieras.

Estados Unidos: ligeros signos de ralentización



Eurozona: decrece la demanda interna



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas emergentes

Mayor aceleración, pero el ritmo de crecimiento se mantiene muy alto

Les economías emergentes siguen presentando un crecimiento sostenido

Al contrario de los miembros del G7, los países emergentes tienen un bajo nivel de endeudamiento

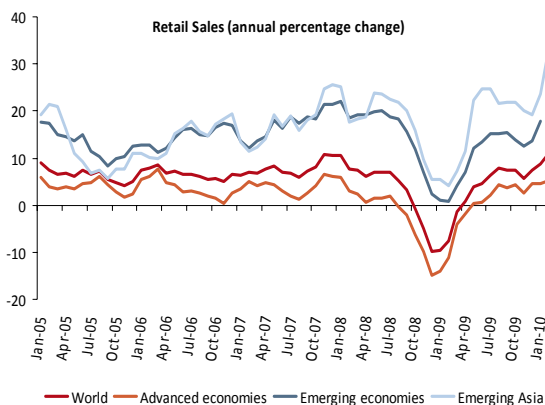
China: aceleración del reequilibraje de la economía por el aumento de los salarios

La vuelta del crecimiento en los países emergentes, sostenida por la demanda doméstica, ha sido muy vigorosa y debería mantener un nivel elevado durante los próximos trimestres. Sin embargo, tal y como lo destacá- bamos el mes pasado, el potencial de crecimiento ha sido alcanzado en numerosos países de Asia y en Brasil, y las economías emergentes deberían iniciar una fase de deceleración. Asimismo, los últimos sondeos sobre la actividad suponen que el dinamismo de la economía global debería marcar una pausa en verano. En efecto, el nivel de los PMI de los países emergentes, excepción de la India, retrocedió sustancialmente pero aún así se mantiene en zona de expansión. Este retroceso se explica, en particular, por la disminución de los nuevos pedidos y por la ralentización de la producción industrial, debido a la desfavorable coyuntura mundial.

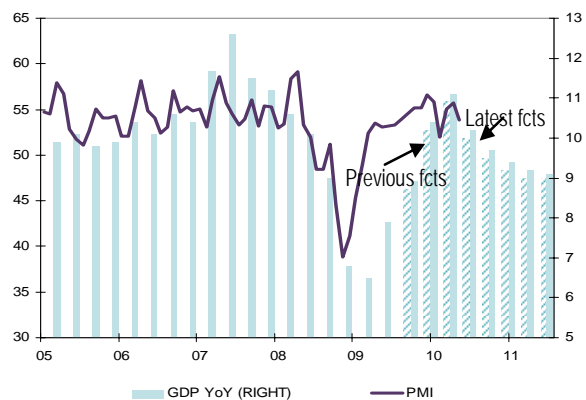
Las economías emergentes no deberían resultar muy afectadas por las proble- máticas europeas, pero sin embargo, en sus decisiones políticas, deberían tener en cuenta un mayor riesgo de ralentización de la demanda procedente de los países desarrollados y del crecimiento global. La región asiática, dotada de balances sólidos, destaca como la mejor preparada para resistir al contagio. En los países del Este, Rusia, con un bajo endeudamiento público y exterior, parece estar en buena posición para luchar contra esta crisis, mientras que Hungría ya padece fuertemente los efectos de la misma. Los principales riesgos para Brasil están en los precios de las materias primas.

La progresión del 11,9% del PIB en el 1<sup>er</sup> trimestre de 2010 debería corres- ponder al pico del ciclo de crecimiento de la economía china. Las ventas inmobiliarias han reaccionado fuertemente a las medidas administrativas, lo que augura perspectivas menos alentadoras para la construcción, mientras que el último PMI también indica una deceleración de los pedidos a la exportación. Estas señales deberían justificar una pausa del estrechamiento monetario. Las autoridades van a acelerar el reequilibraje de la economía aumentando los salarios mínimos. Los fuertes reajustes de salarios concedidos por Foxconn y Honda responden a los retos sociales y demográficos, y van a volcar la tendencia bajista del ratio de los ingresos respecto al PIB, a disminuir el ahorro, y por lo tanto a dopar la parte del consumo privado. La menor dependencia al comercio exterior y a las inversiones reduce la ciclicidad y la volatilidad de la economía.

EM: fuerte crecimiento doméstico



China: se ha franqueado el pico de crecimiento



# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Bonos del Estado

### Las garantías entregadas no logran calmar los temores de los inversores

Europa se dota de medios importantes para sostener a los Estados en dificultad

Posible corrección técnica, pero los tipos de interés se mantendrán bajos

La Unión Europea ha anunciado diferentes medidas destinadas a resolver las problemáticas de refinanciación de ciertos Estados, **con una participación activa del BCE**, que hasta ahora se había mostrado reticente respecto a ciertas operaciones no ortodoxas. La reacción inmediata de los mercados (buena percepción del plan) parece racional, pero luego los inversores han vuelto a focalizarse en las preocupaciones que sobrepasan el perímetro de la crisis soberana europea: ralentización de los países emergentes, regulación de los bancos, incertidumbres macroeconómicas, etc.

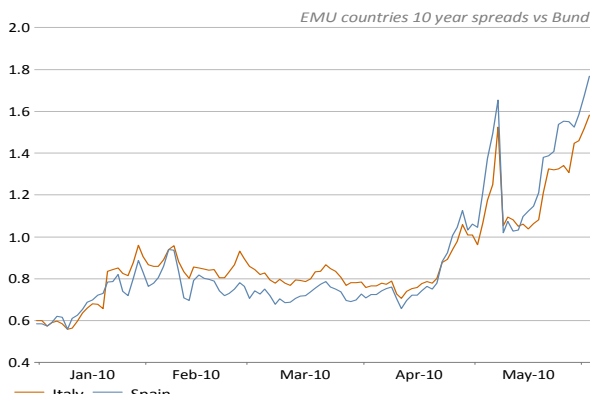
Sin embargo, se podrían encontrar fácilmente argumentos contrarios para cada uno de estos factores, pero tal y como suele suceder, la verdad está en el término medio.

En nuestra opinión, **los temores estructurales deberían perdurar**, con un crecimiento deprimido y un riesgo soberano que seguirá preocupando durante mucho más tiempo. En lo inmediato, las medidas que se han tomado deberían, en principio, permitir a los mercados respirar un poco, lo que no se ha producido. **Así, en el mercado de renta fija, los inversores siguen replegándose hacia los Bunds alemanes y los T-Note estadounidenses**, en detrimento de los países de más alto riesgo, con nuevas tensiones sobre España e Italia.

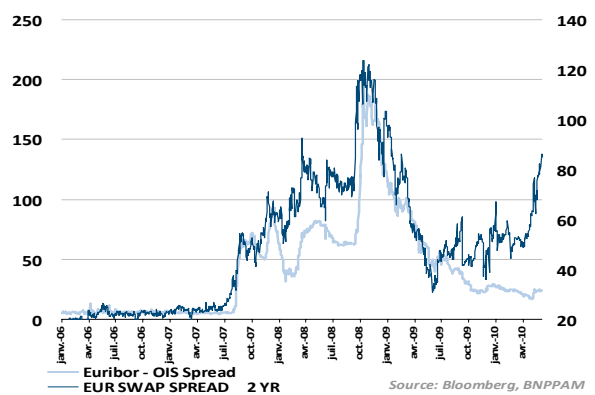
Este movimiento nos parece exagerado en la medida en que está inspirado por el sentimiento y que se presta bastante bien a vuelcos de tendencia ligados a cierta "normalización" que haría que los tipos de interés alemanes y estadounidenses volverían hacia niveles un poco más altos.

Incluso si esta corrección condujera las valoraciones a niveles más razonables, **no hay que esperar tensiones espectaculares de los tipos de interés**: la pérdida de dinamismo del crecimiento, la tendencia siempre bajista de la inflación subyacente y el mantenimiento de los tipos rectores a su más bajo nivel aún durante un largo periodo de tiempo, abogan a favor de niveles de rentabilidad bastante bajos en los próximos meses.

Los *spreads* de España e Italia frente al Bund en su más alto nivel



El Bund a 2 años alemán está sobrecomprado



# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Crédito IG y HY

### Persisten las inquietudes pese a las mejoras subyacentes

#### Nuevas emisiones en fuerte ralentización

Afectados por los mismos temores que aquellos que hicieron bajar los tipos de interés alemanes y estadounidenses, los mercados crediticios se han degradado. En la deuda privada de mejor calidad emitida en euro, los *spreads* se han ampliado, especialmente en el sector financiero. Al mismo tiempo, **la variación de la rentabilidad ha resultado poco impactada debido a los tipos subyacentes a la baja**, de tal manera que, con excepción de la deuda subordinada, la rentabilidad negativa registrada ha sido más bien modesta.

Los temores sobre ciertos Estados, y en consecuencia sobre ciertas entidades financieras, han afectado al crédito no sólo por un aumento de los *spreads*, sino también por un bloqueo en cuanto a la capacidad de refinanciación. Así, con algunas excepciones, **la actividad del mercado primario se ha ralentizado notablemente**, mientras que para muchos la financiación a corto plazo ha sido posible únicamente gracias a los programas ofrecidos por el BCE.

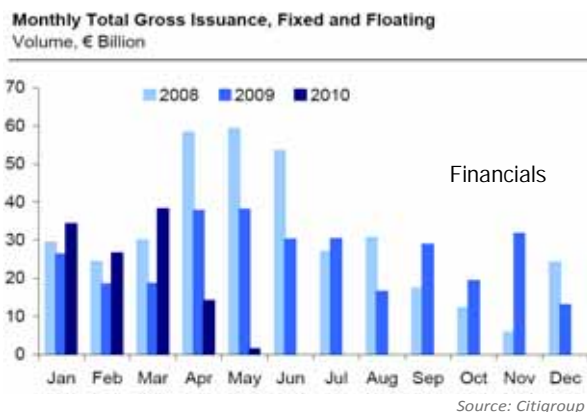
Si esto no ha tenido efectos mayores sobre el coste de financiación en euro, es más bien en América del Norte que se han materializado las tensiones, especialmente a través de un aumento del *spread* Libor-OIS, en razón de las dificultades de algunos bancos europeos para obtener una financiación en dólares. Ahora bien, el nivel del *spread*, las medidas de liquidez implementadas y la baja utilización de la financiación en dólares a través del Banco Central, nos permiten pensar que estos temores son exagerados.

En cuanto al High Yield y en términos absolutos, la degradación ha sido más marcada que en el Investment Grade, lo que no debe sorprendernos. La bajada respecto al punto alto reciente no es alarmante en sí, pero **las salidas de los fondos son en cambio más inquietantes** mientras que los flujos han sido hasta ahora un importante factor de apoyo.

#### Las recompras de los fondos High Yield quitan un apoyo importante

Sin vuelco de la aversión al riesgo, es difícil que los inversores vuelvan masivamente sobre la deuda especulativa. Sin embargo, en ausencia de un escenario de recaída económica, con fundamentales que siguen mejorando, con incumplimientos que disminuyen, un *carry trade* bastante interesante y la ausencia de alternativas atractivas, **preferimos mantener nuestra asignación positiva sobre el High Yield**.

Cierre del mercado primario IG europeo



Los fondos de inversión High Yield registran recompras



## MERCADO DE DIVISAS

### El euro no debería seguir bajando, pero es difícil imaginar un repunte duradero

Mayor volatilidad para el euro, que no logra reforzarse

Rumores de intervención

Un euro débil a medio plazo

El nuevo Primer Ministro japonés a favor de un yen más débil

¿Hacia una reacción del G7 o del G20?

Desde finales de abril, el euro ha retrocedido claramente frente al dólar (-9% a 10 de junio), al yen (-12%) y a una cesta de divisas (-6%), bajo el efecto de la crisis de la deuda soberana. Varios acontecimientos y rumores han afectado a la divisa que aprovechó durante muy poco tiempo el anuncio del plan de estabilización europeo, volviendo rápidamente a la baja después de un repunte inicial. El 18 de mayo, la decisión unilateral de Alemania sobre ciertas ventas a descubierto reactivó las inquietudes sobre una disgregación de la cohesión europea, y la moneda única pasó por debajo de 1,22 dólar. El más bajo nivel alcanzado por la paridad EUR/USD suscitó rumores de intervención, lo que permitió que el euro volviera hacia 1,26 a partir del 21 de mayo. Se tomaron en cuenta otros elementos. Las autoridades chinas indicaron que, al contrario de ciertos rumores, iban a proseguir la diversificación de sus reservas hacia el euro. Las compras efectuadas por el BNS el 18 de mayo, para evitar que la paridad EUR/CHF pasara por debajo de 1,40, y un tímido retorno del apetito por el riesgo, también pudieron influir, pero el euro se mantuvo muy perturbado. A principios de junio, la paridad EUR/USD pasó por debajo de 1,20 como consecuencia de las inquietudes suscitadas por ciertas declaraciones del gobierno húngaro.

**Los elementos para un repunte del euro a corto plazo** existen (solidaridad europea, posible retroceso de la aversión al riesgo, posiciones especulativas) y deberían poner término a la bajada de la paridad EUR/USD (ahora cercana a su valor de equilibrio). Más allá, la tendencia bajista debería reaparecer hacia finales de año y consolidarse en 2011, cuando las consideraciones más fundamentales (crecimiento, política monetaria) retomen importancia.

**Debilitamiento del yen de aquí a finales de año.** Cuando era Ministro de Hacienda, Naoto Kan dio a entender que podían producirse intervenciones, declarando que deseaba evitar un « alza excesiva » del yen. Ahora, en el puesto de Primer Ministro, debería esforzarse en convencer al BoJ para que actúe en esta dirección. El mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia y la decisión de proporcionar liquidez a un año a los bancos podrían facilitar el retorno de las operaciones de *carry trade* financiadas en yenes, que suponen un reflujo de la aversión al riesgo.

Los niveles de ciertas divisas, la rapidez de los movimientos y el riesgo potencial para la actividad real de estas evoluciones, podrían suscitar reacciones oficiales tendentes a normalizar el mercado de divisas. De hecho, los bancos centrales tienen demasiado que hacer como para soportar una crisis sobre las divisas. El juego entra en una fase política que podría provocar el final del partido.

#### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	10-Jun-10	2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2057	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20
	USD / JPY	93	91.47	90	100	95	100	100	105	100	110
	USD / CAD	1.05	1.0381	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8340	0.85	0.90	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.4594	1.39	1.56	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47
	USD / CHF	1.03	1.1429	1.10	1.14	1.10	1.14	1.14	1.18	1.19	1.23
EUR Block	EUR / JPY	134	110.29	113	125	119	125	123	129	118	129
	EUR / GBP	0.89	0.8262	0.80	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.3780	1.38	1.43	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45

Source: BNPP AM as of 10/6/2010



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

### Riesgo de vuelco a la baja cada vez más pronunciado

Possible  
ralentización cíclica...

Durante las últimas semanas se ha degradado el entorno, hasta ahora muy positivo, de la renta variable. Los indicadores avanzados del ciclo económico mundial confirman el vuelco a la baja y acreditan nuestro escenario de deceleración del ritmo de actividad económica mundial a partir del segundo semestre de este año. Sin embargo, no esperamos un retorno de la recesión para la economía mundial, en gran parte debido a la resistencia de la economía americana – política presupuestaria favorable en 2010 – y sobre todo gracias al dinamismo de los países emergentes. Por otra parte, las condiciones monetarias seguirán siendo particularmente favorables en los países desarrollados durante los próximos trimestres. En sí, la ralentización cíclica que se está esbozando no constituye un obstáculo ineludible para la progresión de los mercados bursátiles. Sin embargo, la inflexión inminente del ritmo de crecimiento, que aún no ha sido confirmada por las últimas publicaciones de datos macroeconómicos, va a intervenir en un contexto particularmente desfavorable y preocupante para las bolsas.

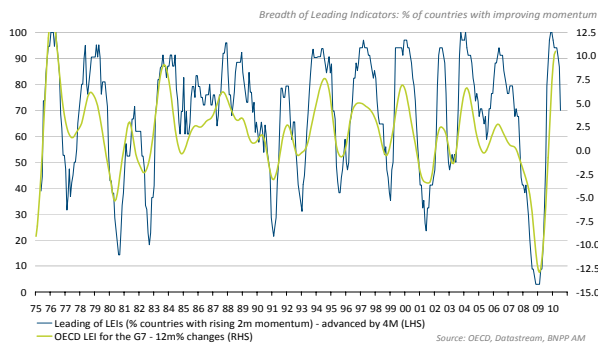
Las tensiones recientes sobre las deudas soberanas de cierto número de Estados recuerdan en efecto que la herencia de la crisis de los « subprimes » aún no ha sido saldada y que su corolario – tensiones sobre las condiciones de (re)financiación, aceleración de los estrechamientos fiscales y caída de la confianza – seguirá pesando sobre el crecimiento mundial durante varios años.

Esta resurgencia de los temores relacionados con la perennidad del crecimiento surge en un momento en que las decepciones « cíclicas » volverán a aumentar. Así, el índice de sorpresas extremadamente favorables sobre las publicaciones macroeconómicas, pero también sobre los resultados de las empresas, debería volcarse a la baja dentro de poco. Esto contribuirá a realimentar los temores más estructurales sobre el crecimiento mundial debido a los grandes desequilibrios que perduran (endeudamiento de los hogares y de los Estados, calidad de los activos ostentados por los particulares y las instituciones financieras).

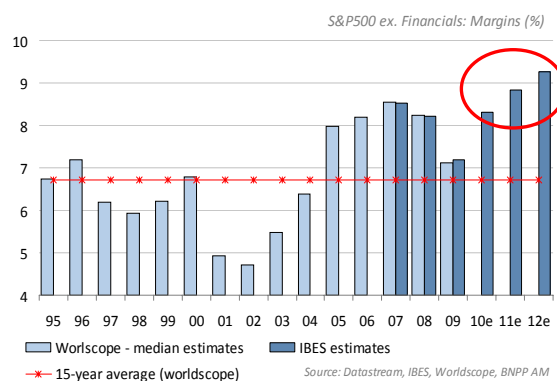
...que generará  
decepciones mientras  
aumentan  
los temores sobre  
la perennidad del  
crecimiento

El flujo de noticias y sobre todo las probables decepciones que las acompañarán – que a menudo cuentan más que los propios fundamentales para la evolución de los mercados a corto y medio plazo – debería ser entonces un factor cada vez más negativo en los próximos meses. Por el momento, el crecimiento de los beneficios se mantiene muy bien orientado y la temporada de publicaciones de los resultados del 2º trimestre podría seguir sorprendiendo positivamente.

Los indicadores precusores de los indicadores avanzados ya se han volcado



Anticipaciones de márgenes muy (¿demasiado?) optimistas



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

**Pesan riesgos sobre las anticipaciones de beneficios, actualmente muy favorables**

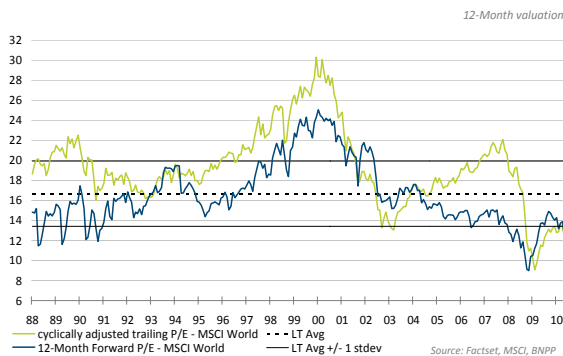
Ahora bien, pesan algunos riesgos sobre la progresión de los resultados. Los ingresos de las empresas deberían verse gradualmente limitados por los próximos efectos de los estrechamientos fiscales, mientras el potencial de progresión suplementaria de los márgenes operacionales es cada vez menor. Por último, **los resultados del sector financiero deberían verse afectados por los movimientos recientes de los mercados y por las mayores dificultades de financiación que éstos implican.** En este contexto, las anticipaciones actuales de progresiones de beneficios y de ventas, así como los márgenes esperados que implican, parecen bien optimistas. Por otra parte, la dinámica actual de revisiones al alza de estas anticipaciones es extremadamente alta en términos históricos. El potencial de vuelco y de decepciones en este campo es por lo tanto muy importante para los próximos meses, y constituye un riesgo suplementario para la renta variable.

En esta perspectiva, **los niveles de valoración favorables actuales, y particularmente atractivos sobre la base de los PER a 12 meses, deben ser considerados con prudencia.** Además, en este contexto de aumento de la incertidumbre sobre el crecimiento y de agudización de los temores, deflacionistas a corto plazo e inflacionistas a largo plazo, las valoraciones deberían tener menos impacto en las consideraciones de inversión. **Por lo tanto, más allá de un posible repunte técnico a muy corto plazo, nos mantenemos prudentes sobre la renta variable a medio plazo.**

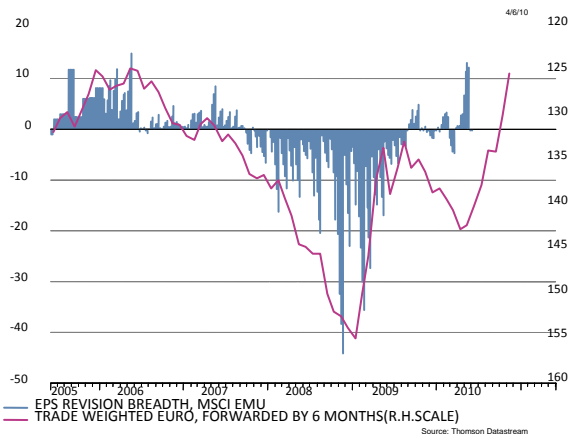
**Asignación geográfica: preferencia por Estados Unidos**

El principal cambio de nuestra asignación geográfica este mes es que en el mercado japonés pasamos de una posición sobreponderada a una posición neutra, dado que las incertidumbres económicas y políticas contrarrestan la dinámica alcista de las revisiones de beneficios y la valoración relativa abordable. Conservamos nuestra sobreponderación sobre la renta variable estadounidense debido a la alta aversión al riesgo y a perspectivas de beneficios siempre favorables a corto plazo, a pesar de la apreciación del dólar. Mantenemos una ligera sobreexposición a la renta variable británica a causa de la política monetaria y de una valoración relativa muy atractiva. Ahora bien, la fuerte subida de la libra esterlina contra el euro, y las incertidumbres sobre el nuevo plan presupuestario, nos incitan a una mayor prudencia. Volvemos a reducir ligeramente nuestra infraexposición a la renta variable de la Eurozona para tener en cuenta el impacto favorable de la bajada del euro (exportaciones, beneficios repatriados), pero los desafíos estructurales, la desconfianza respecto a la exposición de los bancos a la deuda de los países periféricos y la implementación de planes de rigor presupuestario en periodo de frágil recuperación siguen siendo penalizadores.

**Valoraciones atractivas, mientras no se cuestionen las expectativas de BPA**



**Euro más bajo: impacto positivo en los BPA**



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados emergentes

### Rentabilidad superior, para una beta inferior

No habrá vuelco de tendencia antes de algunos meses, según los indicadores avanzados

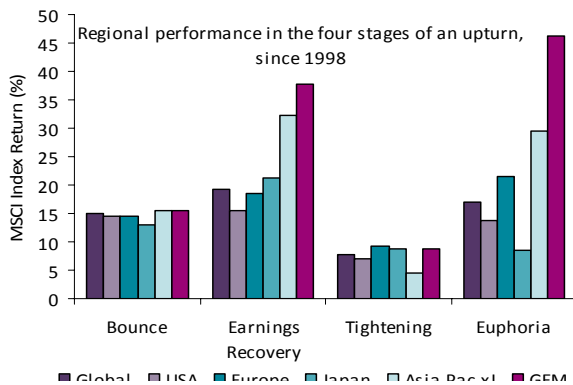
Rentabilidad superior y baja beta

Los indicadores avanzados se mantienen en fase descendiente desde el otoño de 2009, y seguirán igual durante algunos meses más. El estrechamiento de las políticas monetarias, que acaba de comenzar en muchos países como Brasil y la India, debería proseguir. La debilidad de la coyuntura internacional – acentuada por la crisis de los créditos soberanos – aleja el espectro de un aceleramiento incontrolado de los precios y por lo tanto de la volatilidad de los mercados asociada a las fases de estrechamiento. Otros indicadores de actividad tampoco son favorables, especialmente el ciclo de los semiconductores y la acumulación de los inventarios respecto al nivel de las entregas.

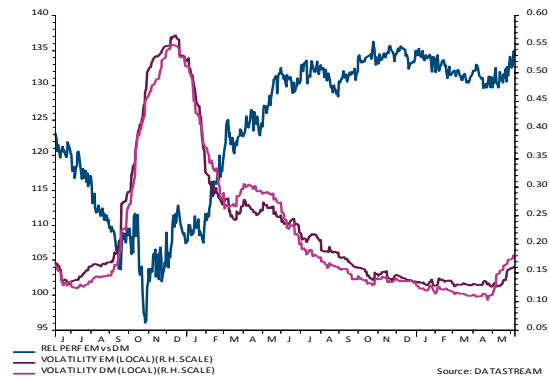
Por último, la normalización de la economía china (de un crecimiento excesivo a un crecimiento alto) no es favorable para las materias primas, lo que podría afectar a ciertos mercados como Brasil, Rusia y, en menor medida, la India. La fuerte bajada del dólar australiano refleja fielmente estas nuevas perspectivas.

Históricamente, la evolución de los mercados emergentes depende fuertemente de la coyuntura mundial, de la política monetaria de la FED y de los flujos en los fondos. Esto se refleja por la alta beta y explica las extremas amplitudes de los índices emergentes respecto a las bolsas desarrolladas en periodos de crisis financiera. Curiosamente, se ha producido lo contrario desde la crisis del riesgo soberano en Europa. En efecto, el índice de los emergentes ha tenido una rentabilidad de un 4,3% superior al de los desarrollados (en divisas locales), pese al ciclo de estrechamiento de los tipos de interés en la zona. La volatilidad de los emergentes en relación con la de los desarrollados llegó incluso a disminuir. Además, la apreciación del dólar (reflejo del aumento de la aversión al riesgo) no ha generado la bajada esperada de los índices emergentes. Si esta tendencia persiste, sería tentador concluir que los emergentes ofrecen un crecimiento superior y una beta más débil, combinación ideal para una cartera. Pero aún no es el caso en rentabilidad absoluta, ya que los riesgos siguen siendo numerosos, como la orientación bajista de los indicadores avanzados chinos y la prosecución del estrechamiento monetario. Pensamos que un vuelco marcado de la tendencia no se producirá antes de uno o dos trimestres, lo que correspondería al punto bajo del ciclo de los indicadores avanzados.

Subida de los tipos de interés, baja rentabilidad



Emergentes: rentabilidad superior y riesgo inferior



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados emergentes

Se ha alcanzado quizás el punto máximo de estrés...

Volver a una posición ligeramente positiva sobre China

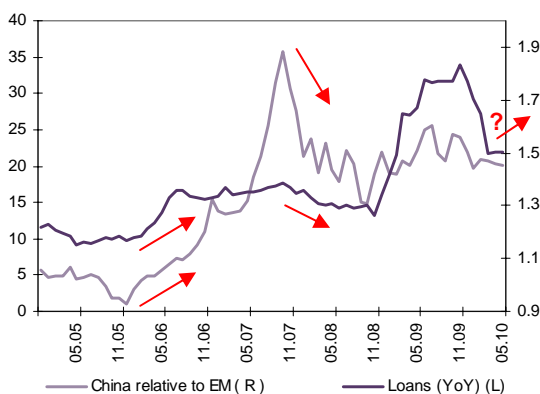
A nivel chartista, los índices emergentes reposan nuevamente en una importante línea de soporte. Los indicadores de estrés también alcanzaron un pico a finales de mayo, confirmando la orientación alcista a corto plazo. En cuanto a la valoración, la combinación de las revisiones alcistas de los beneficios con la corrección de los mercados ha conducido a los múltiplos de valoración hacia niveles muy inferiores a su media histórica. Finalmente, recordemos que las empresas emergentes suelen estar menos endeudadas que sus homólogas de los países desarrollados, lo que aumenta aún más su atractivo.

Tras un aflujo masivo en 2009, los flujos de fondos hacia los emergentes serán más modestos debido a la aversión al riesgo. Por lo tanto no es sorprendente que desde principios de año, sólo la región EMEA goce de una aportación neta, y que el resto provenga de los fondos EM globales poco discriminantes, tales como los ETFs.

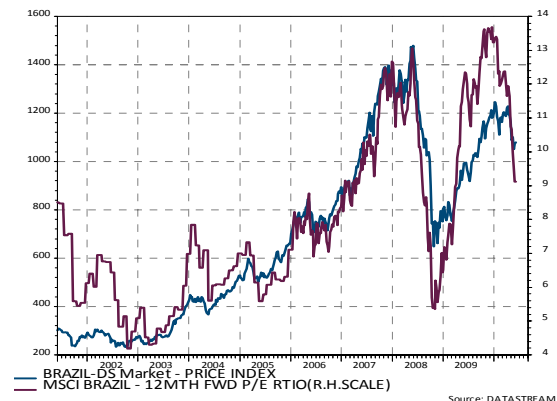
Volvemos a adoptar una posición ligeramente positiva sobre China. Las ventas inmobiliarias han reaccionado fuertemente a las medidas drásticas adoptadas a mediados de abril. Las transacciones cayeron un 40% en un mes, lo que podría provocar una pausa en el estrechamiento monetario, para evitar que la bajada se autoalimente y tenga un impacto negativo en la confianza de los consumidores. Las últimas cifras ya muestran una estabilización en el crecimiento de los préstamos bancarios y de M1, lo que es positivo. Las exportaciones también indican que la economía china resiste bien al estancamiento internacional. Primer gran mercado emergente en consolidar desde el verano de 2009, la bolsa china podría ser la primera en volcarse. Es en todo caso la apuesta que hicieron las autoridades al mantener la inversión del Agricultural Bank of China para este verano, uno de los más importantes de la historia. La configuración técnica es interesante y las carteras tienen un nivel excesivo de cash.

Reducimos nuestra exposición sobre Corea a causa de la agravación de los riesgos geopolíticos, incluso si las condiciones económicas y financieras siguen siendo atractivas. Mantenemos una muy ligera infraponderación sobre Brasil debido al ciclo de estrechamiento, pero la valoración se ha normalizado gracias a las buenas revisiones de beneficios. La India es una apuesta estructural a largo plazo sobre la demanda doméstica, mientras que a corto plazo, el mercado sigue siendo demasiado caro y el ciclo de alza de los tipos de interés acaba de comenzar, lo que justifica nuestra prudencia.

China: performance très corrélée aux prêts



Brasil: la valoración vuelve a ser neutra



## ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

### Materias primas

#### Prudencia sobre las materias primas. Conservamos la preferencia por el oro.

Más allá de la crisis, los fundamentales deberían guiar el repunte de las materias primas cíclicas

La demanda de inversión debería seguir sosteniendo las cotizaciones del oro

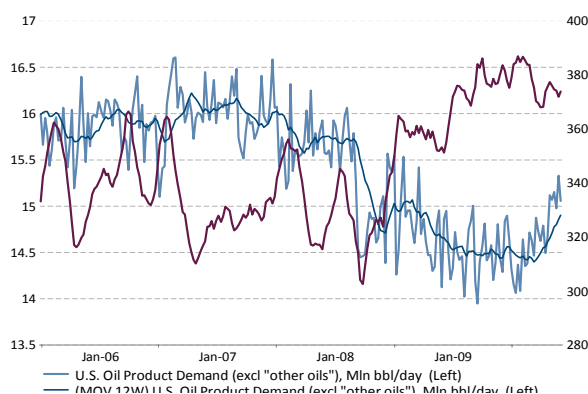
Mientras caían fuertemente las cotizaciones del **bruto**, la demanda de productos petroleros a Estados Unidos empezó a mostrar signos alentadores de repunte durante las últimas semanas. En efecto, las estadísticas semanales del departamento estadounidense de la energía presentaron un aumento de la demanda de combustible y de destilados intermediarios (a niveles que no se observan desde marzo de 2009). Esta reactivación de la demanda es bienvenida en la medida en que el repunte de las cotizaciones del petróleo en estos últimos meses ha favorecido el aumento de la producción, comprometiendo así la disminución de los inventarios. Si esta mejora se confirma en los próximos meses, podría producirse una normalización de los inventarios. A corto plazo, sin embargo, subsisten numerosos factores de riesgo, especialmente en torno al clima macroeconómico, y preferimos esperar antes de volver al petróleo. **Mantenemos una posición neutra.**

**Conservamos una exposición ligeramente positiva sobre los metales básicos**, en la medida en que los fundamentales a corto plazo se mantienen bien orientados, con una demanda física sostenida y precios cercanos a los costes de producción. Un entorno de riesgo más favorable podría llevar al mercado a concentrarse nuevamente en los fundamentales actuales, permitiendo que las cotizaciones repunten.

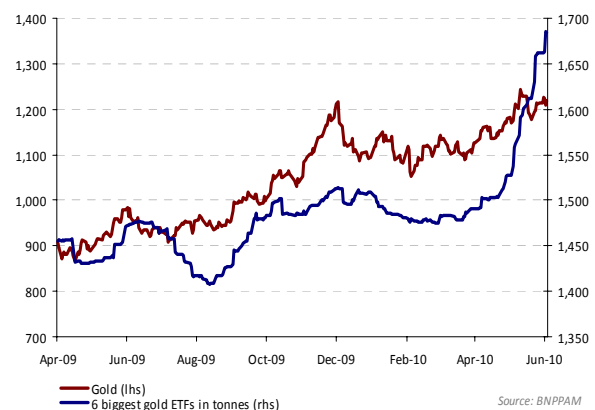
Como en el mes pasado, **el oro** se ha beneficiado de flujos masivos de inversión en mayo. Así, la cantidad de oro controlada a través de los ETFs (es decir, los fondos invertidos en oro físico) por los inversores, representa ahora más de 2.000 toneladas. Por ello, pese a las altas cotizaciones que perjudican la demanda de fabricación de joyas, la persistencia de un entorno de aversión al riesgo y las políticas monetarias favorables debería permitir que se mantuviese la demanda de inversión, lo que debería sostener las cotizaciones. **Conservamos nuestra exposición positiva** sobre el oro.

**Nos mantenemos neutros sobre los cereales.** En efecto, dado que la temporada de plantación en Estados Unidos se ha llevado a cabo en buenas condiciones meteorológicas, con niveles de inventarios altos y una demanda mundial que sólo progresa muy lentamente, las perspectivas parecen limitadas a causa de la ausencia de acontecimientos climáticos importantes. La fuerza del dólar sigue afectando la demanda a la exportación.

Petróleo: demanda en aumento, inventarios altos



Oro: se aceleran los flujos de inversión



Source: BNPPAM



## CONTACTOS Y ADVERTENCIA

**Equipo de estrategia:**

Vincent Treulet

Nathalie Benatia  
Antonio Bertone  
Charles Cresteil  
Sophie Fournier  
Guillaume Hollier-Larousse  
Dong-Sinh Ngo  
Ludivine Politano  
Dominique Schulthess

**Especialista de inversión:**

Joost van Leenders

Este documento es publicado por BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) \*, miembro del BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP) \*\*, sólo para fines informativos. No constituye una oferta de venta o una solicitud de compra, y no se debe tomar como base ni tener en cuenta para ningún contrato o compromiso alguno, ni ser considerado como un consejo para invertir.

Las informaciones y las opiniones expuestas en este documento han sido conseguidas principalmente de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza la integridad, exactitud y veracidad de las mismas. Las opiniones contenidas en este documento expresan la visión de BNPP AM en el momento indicado y pueden cambiar sin previo aviso. No deben tomarse como afirmaciones absolutas e inalterables ni sustituir el juicio y el criterio propios de los destinatarios, y no deben constituir la base exclusiva para la evaluación de cualquier estrategia o instrumento financiero presentado en el documento. Las referencias a los rendimientos pasados de un mercado o de un instrumento no deben de manera alguna ser consideradas como una indicación de rendimiento futuro. Ninguna sociedad del Grupo BNP Paribas asumirá responsabilidad alguna por las pérdidas sufridas, directa o indirectamente, a raíz de la utilización de todo o parte de estas informaciones. Cualquier sociedad del Grupo BNP Paribas puede, de acuerdo con la Ley, haber actuado según las informaciones contenidas en el presente documento o haber utilizado la investigación y el análisis en las que se basan, antes de su publicación. Este documento está reservado a sus destinatarios específicos, y no debe ser entregado ni comunicado a otras personas sin el acuerdo previo de BNPP AM. Además, toda traducción, adaptación o reproducción total o parcial de este documento, cualquiera que sea el procedimiento y el país en que se efectúe, queda prohibida sin el acuerdo escrito previo de BNPP AM.

\* BNPP AM es una empresa de gestión de cartera aprobada por la AMF en Francia (número de registro 96-02), constituida como sociedad anónima por acciones / capital simplificado de € 62.845.552, con domicilio social en el n°1 Boulevard Haussmann 75009 Paris, Francia, París RCS 319 378 832. [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

\*\* "BNP Paribas Investment Partners" es la marca global de servicios de gestión de activos de BNP Paribas. Las entidades de gestión de activos pertenecientes a BNP Paribas Investment Partners y, eventualmente citadas en el presente documento, lo son sólo únicamente a título informativo, y no ejercen necesariamente una actividad en el país. Para más información, póngase en contacto con el corresponsal local.

