

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS.....	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	3
Punto de vista.....	3
Zonas desarrolladas.....	4
Zonas emergentes.....	7
MERCADOS DE RENTA FIJA.....	10
Bonos de gobierno	10
Crédito IG y HY	11
MERCADO DE DIVISAS.....	12
MERCADOS DE RENTA VARIABLE	13
Mercados desarrollados	13
Mercados emergentes.....	17
ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS	20
Materias primas.....	20
ADVERTENCIA.....	21

Comité del 5 de marzo de 2010

Disminuye el nerviosismo

La fuerte corrección de principios de año se interrumpió hacia el 8 de febrero para dejar paso a una relativa tranquilidad, con un retroceso de la aversión al riesgo. Los índices bursátiles han repuntado pero el movimiento no es homogéneo, y no se ha vuelto completamente a la situación que imperaba antes de la bajada. Siguen presentes dos de las principales causas de la caída de la renta variable en enero: los temores referentes a Grecia, pese al respaldo ofrecido por las autoridades europeas, y las decepcionantes cifras económicas.

En lo referente a Grecia, tras varias semanas durante las cuales las declaraciones oficiales fueron bastante imprecisas, el anuncio (el 3 marzo) de una nueva serie de medidas restrictivas destinadas a cumplir con los compromisos de reducción del déficit fue bien recibido. Sin embargo perduran las incertidumbres, pese a la emisión de bonos griegos por 5.000 millones de euros. Por otra parte, los indicadores económicos son decepcionantes, sobre todo en la Eurozona, donde la salida de recesión se hace a un ritmo muy modesto y parece reposar en gran parte sobre la demanda externa. La economía estadounidense se beneficia de la recuperación industrial, pero el empleo y el mercado inmobiliario siguen dando señales de debilidad y el discurso de las autoridades monetarias sobre la coyuntura se mantiene muy prudente.

A corto plazo: conservar la posición sobre los activos de riesgo

Los inversores adaptan poco a poco su escenario a las nuevas informaciones. La hipótesis de una ralentización progresiva del crecimiento mundial se va imponiendo mientras el repunte industrial no logra difundirse al conjunto de la economía en los países desarrollados. En cuanto a la política monetaria, la retirada progresiva de las medidas excepcionales de financiación demuestra que éstas ya no son necesarias porque el funcionamiento del mercado ha mejorado. Por último, los inversores deberían tomar conciencia de que, por razones políticas, Grecia no será abandonada por sus socios europeos.

Así, pese a que los temas dominantes son los mismos que a principios de año, la percepción de éstos por los inversores podría variar en el curso del tiempo, ofreciendo una tregua a los mercados bursátiles. Cabe notar, por ejemplo, que dos temas que habían contribuido a la corrección bursátil de enero, a saber el objetivo de la administración Obama de reducir la actividad de los bancos en los mercados financieros (« reglas Volcker ») y las medidas de control del crédito por el Banco de China, parecen haber sido « olvidados ».

Dentro de tres a seis meses, el entorno parecerá menos favorable

Las inquietudes que se han manifestado recientemente reflejan una realidad: ralentización del crecimiento en las zonas desarrolladas; finanzas públicas degradadas que imponen esfuerzos considerables; normalización gradual de las políticas monetarias pese a que los tipos rectores seguirán bajos al menos hasta finales de año. Aunque pensamos que los riesgos de retorno de la recesión y de bancarrota de los Estados pueden alejarse, es difícil imaginar que en este nuevo contexto los inversores puedan seguir serenos de forma duradera.

11 de marzo de 2010



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Mantenemos la sobreexposición a la renta variable, con una preferencia por los mercados desarrollados.
- Neutralidad en los bonos de gobierno: ausencia de presiones inflacionistas contrarrestada por la recuperación cíclica y las numerosas emisiones. En términos relativos, preferimos la renta fija estadounidense a la británica.
- Sobreexposición al crédito: mejoran los fundamentales y los factores técnicos siguen siendo positivos, pero la tendencia podría volcarse en un mercado que ya es demasiado « largo ».
- Sobreexposición al conjunto de las materias primas con una apuesta más pronunciada sobre los metales básicos, más expuestos a la recuperación cíclica mundial.

Arbitraje renta variable zonas desarrolladas

- Adoptamos una apuesta negativa sobre la Eurozona. Pese a una valoración relativa atractiva y a la exposición a la recuperación del comercio mundial, las escasas perspectivas de crecimiento doméstico y la cuestión del saneamiento de las finanzas públicas deberían seguir perjudicando a este mercado.
- Mantenemos la sobreponderación sobre Estados Unidos (sólida recuperación industrial, fuerte repunte de las perspectivas de beneficios y política monetaria acomodaticia) y el Reino Unido (fragilidad económica compensada por el impacto positivo de la debilidad de la libra sobre las exportaciones y los beneficios repatriados, y por una política monetaria acomodaticia).

- Mantenemos una posición neutra sobre Japón: reactivación presupuestaria y exposición a los países asiáticos de fuerte crecimiento, pero las presiones deflacionistas y el yen fuerte afectan las perspectivas de beneficios.
- Reducción de la baja exposición a Canadá debido a nuestra visión más positiva sobre las materias primas, pero el vigor del CAD y la valoración relativa nos incitan a la prudencia. Ligera reducción de la apuesta negativa sobre Suiza: buenas sorpresas económicas y momentum positivo de precios relativos.
- Mantenemos la baja exposición a Australia: estrechamiento de las condiciones financieras (política monetaria y AUD fuerte) y valoración relativa cara.

Arbitraje renta variable zonas emergentes

- Este mes hay pocos cambios: mantenemos nuestra preferencia por Corea y Taiwán, donde los índices bursátiles deberían beneficiarse de la recuperación mundial, de las positivas perspectivas de beneficios y de una valoración relativa atractiva.
- Apuesta ligeramente negativa sobre los BRIC, con una baja exposición a China (decaimiento del momentum de las revisiones de beneficios) y a Brasil (valoración cara), y neutralidad sobre la India y Rusia.

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 CLASS1

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.1	1.1%	1.0%
Emerging Equities	0.1	0.6%	0.6%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.0	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.0	1.4%	1.4%
High Yield	0.1	0.9%	0.7%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.1	0.4%	0.3%
Base Metals	0.1	0.6%	0.5%
Gold	0.0	0.3%	0.3%
Agricultural	0.0	0.3%	0.3%
Cash Euro		-5.6%	-5.1%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.78%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.2	2.1%	1.8%
Canada	0.0	-0.2%	-1.2%
Euroland	-0.1	-1.7%	1.4%
Japan	0.0	0.0%	-0.2%
UK	0.1	1.8%	1.2%
Switzerland	-0.1	-1.1%	-2.4%
Australia	-0.1	-0.8%	-0.7%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.3	6.6%	6.4%
Euroland	0.0	-0.5%	-0.5%
Japan	0.0	-0.5%	-0.5%
UK	-0.3	-5.1%	-5.1%
Switzerland	0.0	-0.5%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.0	-0.4%	-0.5%
China	0.0	-0.5%	-0.3%
India	0.0	0.0%	-0.5%
South-Korea	0.0	1.6%	1.5%
Taiwan	0.0	0.9%	0.7%
Russia	0.0	0.0%	0.5%
South Africa	0.0	-1.2%	-1.6%
Turkey	0.0	-0.4%	0.3%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas desarrolladas

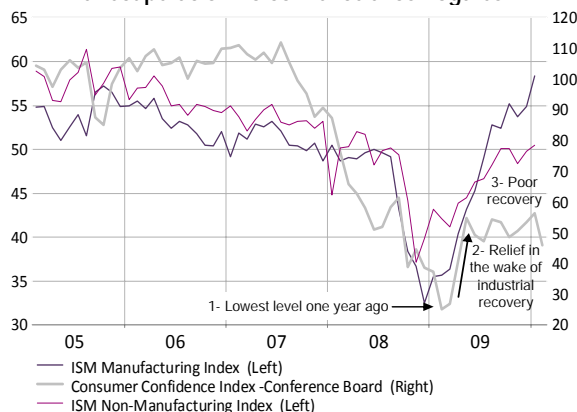
La actividad manufacturera en Estados Unidos se mantiene dinámica

El índice ISM bajó ligeramente entre enero (58,4) y febrero (56,5), no obstante permanece superior al umbral de expansión del conjunto de la economía (42) desde hace 10 meses. La actividad manufacturera está en crecimiento desde hace ahora 7 meses y los comentarios más cualitativos de los directivos de compras muestran que esta dinámica no debería decaer a corto plazo (progresión de los pedidos, aumento del precio de las materias primas). El índice que refleja el empleo es superior a 50 desde hace tres meses, sin que este resultado se traduzca en contrataciones. El sector de los servicios comienza a recuperar parcialmente su retraso (con un índice en 53 en febrero). El empleo en el sector (80% del total) sigue degradado.

Estas encuestas resumen el desafío de los próximos meses para la economía estadounidense: o bien todos los sectores se benefician como antes del repunte manufacturero y el crecimiento del PIB será entonces muy sólido hasta finales de año e incluso más allá, o entonces **la recuperación industrial no logrará difundirse plenamente a la economía**. Nosotros optamos por esta segunda hipótesis, aunque no pensamos que la recuperación actual sea efímera. En primer lugar, el vigor y la rapidez del repunte industrial reflejan el desplome de finales de 2008. Este fenómeno también se percibe en el ciclo de los inventarios, que esta vez está muy marcado tanto en la recesión como en la recuperación. Luego, **el empleo no se recupera** y las empresas no parecen contratar con la misma rapidez con la que despidieron: 8,4 millones de empleos fueron destruidos en dos años respecto al punto alto alcanzado en diciembre de 2007, y sólo se observa una tímida estabilización desde hace 3 meses. El trabajo temporal (en clara progresión desde septiembre de 2009) es un elemento precursor del retorno del empleo, pero también demuestra que una mayor flexibilidad beneficia a las empresas. Al mismo tiempo, los hogares siguen muy preocupados por el mercado laboral.

Es difícil imaginar que en estas circunstancias el consumo privado pueda superar con creces el ritmo del 2% al 2,5% de crecimiento, más aún cuando el recurso al crédito ya no es tan fácil, aunque las condiciones exigidas por los bancos sean ahora menos restrictivas. Las recientes decepciones sobre las transacciones inmobiliarias no auguran un nuevo desplome del mercado, pero muestran que la recuperación será tímida tras los años de exceso, cuyas consecuencias siguen siendo visibles (reventas por embargos a precios muy bajos que « canibalizan » el resto del mercado) a pesar de los esfuerzos de los promotores para reducir los inventarios. Finalmente, el repunte esperado de la inversión productiva después de una congelación casi completa de los gastos debería verse limitado a las renovaciones.

Estados Unidos:
la recuperación no convence a los hogares



Source: Factset, BNPP AM

Más allá del 5,9% de crecimiento (ritmo anualizado) en el 4º trimestre de 2009, y de una cifra que seguirá siendo alentadora en los 1º y 2º trimestres de 2010, **la economía americana se mantiene frágil**, lo que ha incitado a la administración Obama a mantener este año una política presupuestaria de apoyo (aumento del déficit al 10,5% del PIB para el año fiscal 2010), adoptando nuevas medidas muy específicas, especialmente sobre el empleo y las PYMES.

El aumento de los tipos de descuento es una medida esencialmente técnica. Tal y como lo estipuló la FED el 18 de febrero, su decisión de subir del 0,50% al 0,75% su tipo de descuento no es un estrechamiento de la política monetaria sino un signo de que la normalización de las facilidades crediticias está en buen camino. En otras palabras, la FED aumenta su tipo de descuento debido a « la prosecución de la mejora de las condiciones en los mercados financieros », pero va a mantener el objetivo de los fondos federales « excepcionalmente bajos ». En los próximos meses, y mientras los datos económicos comienzan a enviar una señal un poco más confusa sobre el crecimiento (repunte industrial pero fragilidad persistente), la FED va a confirmar su escenario prudente y precisar su mensaje antes de pasar al verdadero estrechamiento monetario que se hará, en 2011, mediante un aumento de los niveles mínimos (remuneración de las reservas y objetivo de los fondos federales) y una reducción del tamaño de las reservas excedentarias. A más corto plazo, debería seguir subiendo su tipo de descuento para que la diferencia con el objetivo de los fondos federales alcance el nivel que prevalecía antes de la crisis (es decir 100 pb) y terminar a finales de marzo su programa de compra de títulos MBS y de deudas de agencia. En lo inmediato, no debería cambiar su comunicación después de la próxima reunión del FOMC, el 16 de marzo.

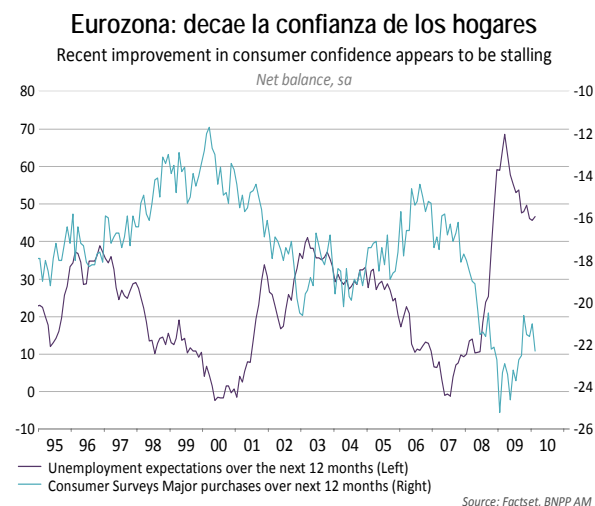
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas desarrolladas

Temores de recaída de la actividad en la Eurozona

El crecimiento del PIB de la Eurozona fue de un 0,1% en el 4º trimestre de 2009. Esta modesta progresión, que deja el índice de deslizamiento anual de finales de año en un -2,1%, se debe esencialmente a una contribución externa positiva (+0,3 punto). El consumo privado y público se mantuvieron estables de un trimestre al otro y la inversión siguió retrocediendo (-0,8%). La progresión de las exportaciones (+1,7%) sostuvo a la industria y debería seguir haciéndolo: las carteras de pedidos están llenas y la reciente bajada del euro (-4% aproximadamente respecto al 4º trimestre de 2009 frente a una cesta de divisas) debería ser positiva en los próximos meses.

Las encuestas efectuadas entre los empresarios confirman el buen comportamiento del sector manufacturero, pero el **clima económico global es un poco más incierto frente a una salida de recesión extremadamente dificultosa**, sobre todo si se la compara a las rentabilidades de los otros grandes países del G7 (América del Norte y Japón). La demanda procedente de los países emergentes debería mantenerse a un nivel bastante alto – aunque la aceleración haya quedado atrás –, lo que podría beneficiar a los países exportadores e incitarlos a reactivar su inversión productiva. En Alemania, donde las exportaciones progresaron un 3% en el 4º trimestre, después de un 3,4% en el 3º, debería producirse un repunte de la inversión productiva tras las decepcionantes cifras de finales de año.



Los sectores vinculados al consumo doméstico (comercio, servicios) podrían resultar perjudicados de forma duradera a causa del alto índice de paro (9,9% en enero). Por otra parte, los gobiernos van a implementar, o por lo menos a anunciar, medidas de recuperación de las finanzas públicas. Éstas serán sin duda menos drásticas que aquellas adoptadas por el gobierno griego, pero es muy probable que los impuestos aumenten o, como mínimo, que las ayudas fiscales sean

progresivamente suprimidas. Estas perspectivas incitarán a los consumidores a reforzar el ahorro (15,8% del ingreso disponible en el 3º trimestre de 2009, en ligera disminución) más que a incurrir en gastos importantes.

El BCE avanza con mucho sigilo. Tal y como lo había anunciado en febrero, Jean-Claude Trichet dio - en el Comité de Gobernadores del 4 de marzo pasado - algunas indicaciones sobre la supresión de las medidas no convencionales. Las decisiones prolongan aquellas que se habían tomado en diciembre pasado, y el retorno a los procedimientos de refinanciación normales, tal como se desarrollaban antes de la crisis, es muy gradual. El tipo de interés aplicado a la última operación de refinanciación a 6 meses se indexará sobre las futuras operaciones semanales, las operaciones regulares a 3 meses volverán al sistema de subastas a partir del 28 de abril y las operaciones a una semana no sufrirán cambios (ausencia de tope, operación conducida al tipo de refinanciación) al menos hasta octubre. Se trata de una normalización suave, más aún cuando las últimas previsiones de los economistas del BCE son muy prudentes: de media, el crecimiento del PIB se espera en un 0,8% en 2010 y en un 1,5% en 2011. La inflación (0,9% en febrero según la estimación rápida de Eurostat) debería establecerse en un 1,2% este año y en un 1,5% el año próximo, niveles muy inferiores al objetivo del 2% a medio plazo. El BCE considera que la recuperación económica está en curso pero que seguirá siendo desigual, y reafirma que en un 1%, el índice de refinanciación se sitúa en un nivel apropiado. En este contexto, confirmamos nuestra hipótesis de un statu quo sobre este tipo rector al menos hasta finales de año. La supresión de las medidas no convencionales se hará en los próximos meses procurando no desestabilizar el mercado interbancario y cerciorándose de que los bancos seguirán teniendo acceso a toda la liquidez necesaria. Pese a que la elección del portugués Víctor Constancio para convertirse en el próximo vicepresidente del BCE refuerza las posibilidades del Presidente del Bundesbank, Axel Weber, como reemplazante de Jean-Claude Trichet en 2011 (según una regla no escrita de « alternancia norte-sur » entre los países de la Eurozona), el retorno a la ortodoxia monetaria rígida no es para mañana.

La economía británica se verá afectada por sus desequilibrios. El crecimiento del PIB para el 4º trimestre fue revisado en ligero aumento y ahora se establece en un 0,3% (frente a un 0,1% según la primera estimación). El consumo privado se ha recuperado (+0,4%), mientras la inversión se mantiene muy deprimida (-5,8%). Las primeras cifras de producción y de consumo privado para 2010 son bastante decepcionantes.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

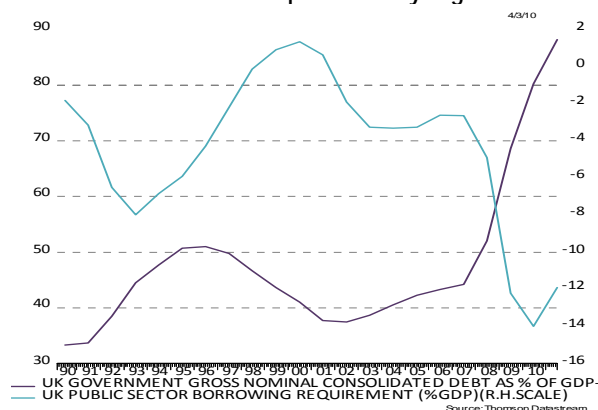
Zonas desarrolladas

Fuerte repunte en Japón

Las ventas al por menor cayeron un 1,8% respecto a diciembre, principalmente debido al aumento del IVA que incitó a los hogares a anticipar sus compras. Las condiciones climáticas no facilitaron los desplazamientos y también afectaron a la producción manufacturera, en retroceso de 0,9%. Este último resultado no debería ser el principio de una tendencia bajista, dado que las diferentes encuestas indican una mejora de la actividad comercial. La encuesta mensual en la industria en febrero (CBI) destaca la reanudación de los pedidos procedentes del extranjero, que sostienen las perspectivas de producción (en su nivel más alto desde marzo de 2008). Las encuestas efectuadas entre los directivos de compras entregan la misma señal: el índice PMI del sector manufacturero se establece en 56,6 en febrero y el de los servicios en 58,4, el más alto nivel desde enero de 2007.

En enero, la inflación se estableció en un 3,5% en deslizamiento anual (tras un 2,9% en diciembre). Este movimiento era previsible: refleja el aumento del IVA (del 15,5% al 17,5%), los efectos base menos favorables sobre el precio de la energía y la debilidad de la libra (subida del 70% en un año del precio del barril expresado en GBP). El gobernador del BoE, de acuerdo con sus obligaciones, escribió una carta al ministro de hacienda para explicarle esta alza temporal respecto al objetivo del 2%. Tal y como estaba indicado en el informe trimestral, lo que preocupa al BoE es más bien el riesgo de deceleración marcada de la inflación, vinculado a la baja utilización de las capacidades de producción. La reunión del 4 de marzo se cerró sin modificación de la política monetaria (tipo rector en un 0,5% y programa de compras de títulos de 200.000 millones de libras). Este último proceso podría verse modificado en los próximos meses habida cuenta de la prudencia del BoE en materia de crecimiento y de inflación, y de las perspectivas de que el nuevo gobierno electo implemente rápidamente una política presupuestaria destinada a evitar cualquier degradación de la nota AAA del Reino Unido.

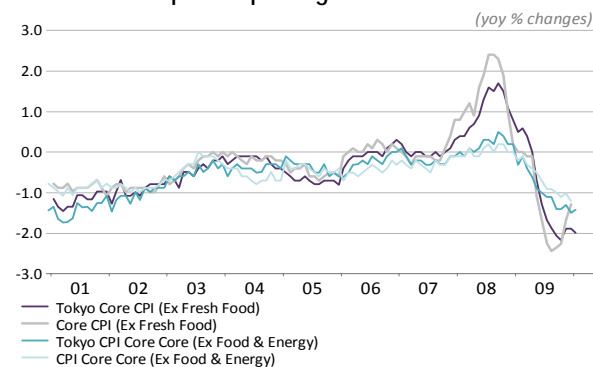
Reino Unido: finanzas públicas muy degradadas



Clara aceleración del crecimiento japonés a finales de 2009. Tras revisión, la progresión del PIB en el 4º trimestre se establece en un 0,9% de un trimestre al otro. Esta rentabilidad se debe a la fuerte contribución exterior (0,6 punto) pero también a la progresión del consumo privado (por tercer trimestre consecutivo) y a la recuperación de la inversión productiva. La contribución de los inventarios fue prácticamente nula pero debería volver a ser claramente positiva habida cuenta de la importante reducción observada en 2009. **En el 1er trimestre de 2010, la dinámica debería seguir siendo favorable**, dado que los indicadores confirman globalmente el repunte de la actividad industrial y el relativo buen comportamiento del consumo. Las encuestas en empresas y hogares muestran que la confianza se ha recuperado después de algunas dudas a finales de 2009: las medidas presupuestarias permitieron reactivar el crecimiento y mejorar el empleo. El índice de paro, que retrocede desde julio (5,6%), fue de un 4,9% en enero. Sigue siendo muy alto en términos absolutos y supera claramente el NAIRU que la OCDE estima en un 4% aproximadamente. En general, la orientación de la política económica hacia un sustento de la demanda interna parece dar sus frutos. El movimiento será muy lento y las empresas exportadoras siguen siendo capitales para la economía japonesa. El nivel del yen desde principios de año (en torno a 90 por un dólar) está poco alejado del umbral considerado como crítico por los exportadores (92,9 según una encuesta reciente). Las perspectivas de bajada gradual de la divisa japonesa en 2010, en un contexto en que la demanda procedente del resto de Asia seguirá sólida, podrían sostener la actividad.

La economía japonesa sigue enfrentándose a la deflación (deslizamiento anual en un -1,2% en enero para el índice fuera de los sectores alimentario y energético) y el BoJ no parece decidido a tomar medidas suplementarias pese a la presión política, y desmintió los rumores de una flexibilización monetaria suplementaria. Al menos en un primer tiempo, el BoJ debería contentarse con prolongar las medidas de aportación de liquidez implementadas en diciembre.

Japón: se prolonga la deflación



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas emergentes

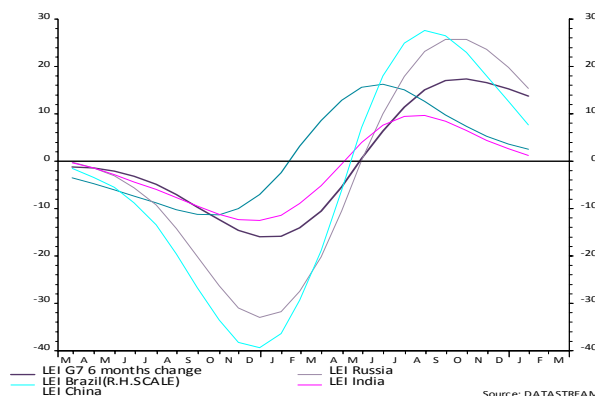
Crecimiento económico: se atenúa la aceleración, pero los niveles se mantienen altos

La actividad económica en los países emergentes sigue siendo sostenida, tal y como lo sugiere el fuerte repunte de la producción industrial y de las exportaciones. Para un horizonte de 2 a 3 trimestres, los indicadores precursores ya han iniciado el vuelco, y últimamente se ha acelerado la bajada. Esto significa que el índice de crecimiento ha dejado de progresar y que se espera una pausa en los próximos meses. En Brasil, la tendencia de los créditos privados, un *proxy* del consumo que representa el 65% del PIB, se ha volcado. En China, las inversiones que contribuyeron en más de la mitad del repunte económico el año pasado, se verán muy reducidas este año a causa de la supresión de las medidas fiscales y monetarias. La India sigue la tendencia con un reajuste de su política monetaria. Finalmente, Rusia está retrasada en el ciclo: según los indicadores avanzados, sigue presentando una tendencia alcista de la actividad.

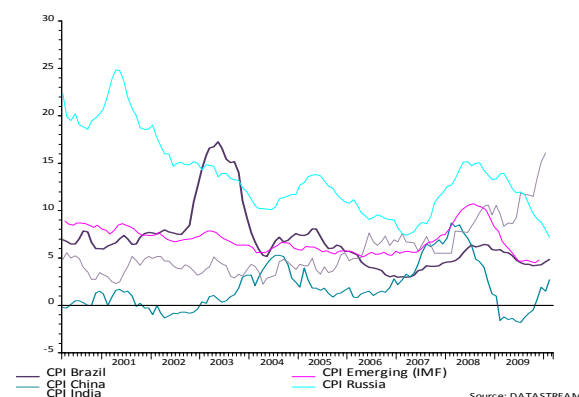
El crecimiento de la zona emergente se mantiene a un nivel alto, superior al 5% para 2010 según el FMI, pero inferior a la tendencia de la década anterior. El PIB de las dos locomotoras que son China y la India debería progresar un 9,5% y un 8%, respectivamente. Pensamos que la transición de una economía dopada por los estímulos fiscales a un crecimiento autónomo basado en el consumo se encuentra en buen camino. El consumo doméstico está bien asentado en Brasil y en la India, mientras las exportaciones y las ventas al por menor chinas tomarán el relevo de las inversiones. Cabe recordar que la crisis de los créditos soberanos de los países periféricos europeos no debería afectar las perspectivas económicas en los países emergentes. En efecto, el tipo de endeudamiento de los países emergentes sólo asciende al 40% del PIB frente a más del 100% para los países avanzados, y el déficit presupuestario es relativamente moderado gracias a los años de rigor.

Mientras los riesgos inflacionistas son moderados en los países desarrollados, la situación es más delicada en las economías emergentes debido a una dinámica de precios diferente. En efecto, el peso de los productos alimentarios, especialmente los productos no transformados, es un 50% superior en las economías emergentes que en las desarrolladas. El aumento de los precios agrícolas dopará temporalmente la tasa de inflación en los próximos meses e influirá sobre las políticas monetarias. Es el caso de la India y China. Además, el fuerte repunte de la actividad ha permitido utilizar plenamente las capacidades, generando presiones salariales. Pero los fundamentales económicos deberían justificar el retorno a medio plazo a la tendencia bajista de la inflación.

**Indicadores avanzados de la OCDE:
deceleración de la tendencia**



**Inflación: preocupación a corto plazo,
sobre todo en la India y China**



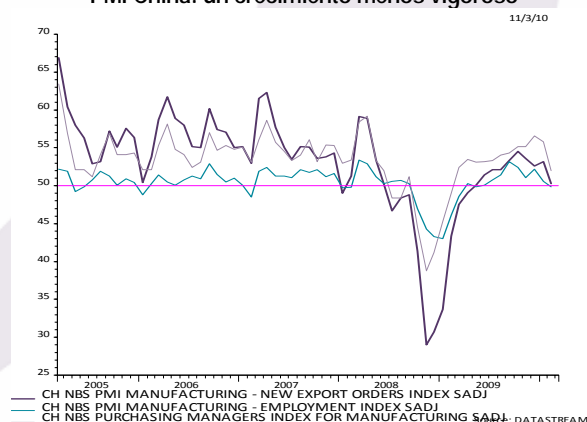
La economía china sigue siendo muy robusta en este principio de año. La producción industrial ha repuntado un 20,7% en ritmo anualizado, el mayor crecimiento desde 1995. Las inversiones han progresado un 26,6% gracias al buen comportamiento del sector inmobiliario que ha permitido compensar las escasas inversiones en infraestructuras, mientras que las ventas al por menor han registrado un crecimiento del 17,9%. Las ventas de automóviles siguen altas, en progresión del 85,5% yoy. El comercio exterior también es sostenido, gracias a un repunte de las exportaciones del 31,3% yoy en enero y febrero, muy superior a las expectativas. En este contexto, el consenso para un crecimiento del PIB del 9,5% para 2010 parece realizable, y el primer trimestre debería presentar un crecimiento del 11,5% yoy.

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas emergentes

Pese a que las últimas cifras económicas son mejores que lo esperado y se acercan, en ciertos casos, a los niveles correspondientes a un estado de sobrecalentamiento económico, pensamos que ya se han hecho visibles algunos signos de ralentización. El indicador PMI prosigue su tendencia bajista (52 en febrero). El índice se mantiene en un nivel que refleja la expansión pero los componentes del empleo y de los nuevos pedidos son bajos. Los volúmenes de transacciones inmobiliarias parecen corregir los excesos de los meses anteriores.

PMI China: un crecimiento menos vigoroso



La inflación vuelve rápidamente a un ritmo del 2,7% yoy, principalmente estimulada por los productos agrícolas. Fuera de la alimentación, la progresión sólo asciende al 1% yoy, exclusivamente debido al aumento de los precios inmobiliarios. Por el contrario, la penuria de mano de obra es visible en las zonas litorales, y el 80% de las empresas de Guangzhou padecen escasez de obreros. Los salarios empiezan a subir. A nivel monetario, los nuevos préstamos siguen sostenidos y alimentan generosamente las condiciones monetarias.

A pesar de las medidas administrativas, el nivel de los préstamos y las masas monetarias son excesivos. Esto acentúa los riesgos inflacionistas y la necesidad de proseguir las medidas restrictivas: reforzamiento de las cuotas de préstamos, aumento de los ratios de reservas y de los tipos de interés. La subida de los tipos de remuneración podría obligar a las autoridades a dejar que el yuan se aprecie. La última reunión del NPC (National People's Congress) sugiere un cambio de prioridad de las autoridades hacia un crecimiento más estable y equilibrado. La evolución de las inversiones residenciales, el desarrollo de las zonas rurales y la urbanización son prioritarias para el gobierno. El consumo privado también es un pilar del crecimiento, y el gobierno proyecta aumentar los salarios y mantener las subvenciones para las compras de automóviles.

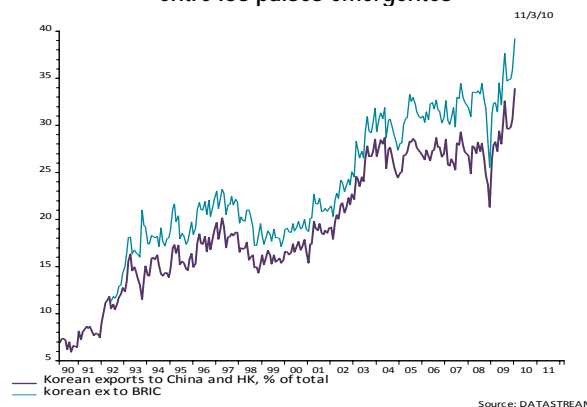
Los datos relativos a los precios inmobiliarios son un poco contradictorios. El análisis de las transacciones refleja un

aumento de los precios de venta del 24,2% yoy, lo que puede considerarse como un sobrecalentamiento que requiere medidas urgentes. Por el contrario, el índice oficial de los precios del sector inmobiliario sugiere una progresión de « sólo » un 10,7%. Otras medidas anecdóticas muestran un principio de bajada de los precios, en el segmento « lujo », en reacción a las numerosas medidas administrativas. El sector inmobiliario se ha convertido en un tema de política prioritario en la medida en que el 85% de la población urbana está descontenta por los altos precios que imposibilitan el acceso a la propiedad. Por otra parte, las inversiones inmobiliarias deben sustituir a las inversiones en infraestructuras como pilar del crecimiento. Una caída de las construcciones no sólo sería catastrófica para el equilibrio de las finanzas de los gobiernos locales, que sacan de ellas la mayor parte de sus ingresos, sino también para la solidez del sistema bancario.

Los indicadores cíclicos **taiwaneses** siguen presentando un sólido crecimiento de la producción industrial y de las exportaciones, que se acercan en términos absolutos a los niveles históricos de 2008. El PIB progresó un 9,2% en el 4º trimestre, su ritmo más fuerte desde 2004. El crecimiento debería prolongarse en los próximos meses gracias a las buenas perspectivas en el sector de las tecnologías y a la buena orientación de la demanda china. La última encuesta PMI sigue progresando a 62,5, sostenida por el aumento de los nuevos pedidos y por una mejora visible de las contrataciones.

En Corea la producción industrial sigue aumentando fuertemente. El ciclo de los inventarios se mantiene bien orientado, mientras que las inversiones y las exportaciones repuntan notablemente. En este contexto, la confianza de las empresas ha alcanzado su más alto nivel desde hace siete años, mientras que la confianza de los consumidores se mantiene alta.

Corea es el país más beneficiado entre los países emergentes



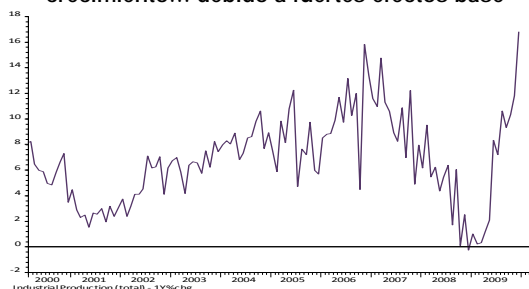
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas emergentes

Las buenas perspectivas económicas chinas deberían ser positivas para Corea, dado que las exportaciones hacia este país representan más del 25% del total de las exportaciones coreanas, frente a menos del 10% para Estados Unidos. Por ejemplo, Samsung Electronics genera el 30% de sus ingresos en China... El Banco de Corea debería mantener sus tipos rectores en un 2% durante los próximos meses debido a las presiones políticas y a las incertidumbres sobre la solidez de la recuperación mundial. La postergación de la normalización de la política monetaria, cuando la economía está a punto de funcionar al máximo de sus capacidades, podría alimentar los riesgos inflacionistas.

El gobierno **indio** reiteró su compromiso de reducir el déficit fiscal, que aumentó considerablemente debido al impacto de la crisis económica mundial. El nuevo presupuesto prevé que el déficit caiga al 5,5% del PIB para el año 2010/11, tras un 6,7% en 2009/10. Además de una reducción gradual del déficit presupuestario, el gobierno reactivó su programa de privatización e implementó un plan a medio plazo para contener la deuda pública. El cambio de orientación política hacia una « gestión de la recuperación económica » (ajuste fiscal y supresión de los estímulos monetarios de forma equilibrada) debería favorecer el repunte de la economía. Tras un crecimiento explosivo en el 3^{er} trimestre, el PIB del último trimestre de 2009 presentó un crecimiento moderado del 6% y/y. Esta bajada se debe principalmente a la caída de la producción agrícola, afectada por el nivel extremadamente bajo de las lluvias del año pasado, y a la disminución de los estímulos fiscales. Sin embargo, el incremento de la producción industrial (+16,8% y/y) en diciembre y la aceleración de los gastos en capital indican que el crecimiento debería ser sólido en 2010. Por otra parte, la inflación podría alcanzar su punto máximo en los próximos trimestres. En efecto, mientras la inflación en los productos alimentarios empezó a decelerar (17,8% y/y), la inflación fuera del sector alimentario (13,8%) sigue aumentando. Esperamos la primera subida de los tipos rectores y la prosecución del crecimiento de los coeficientes de caja de los bancos en abril.

India: la producción industrial presenta un récord de crecimiento... debido a fuertes efectos base



Los indicadores económicos **brasileños** apuntan hacia un crecimiento sólido pero también muestran una tendencia inflacionista que es incompatible con el nivel actual de los tipos rectores. La inflación alcanzó un 4,8% y/y en febrero, superando su objetivo del 4,5%. Al comprobar que las condiciones de liquidez en el sistema bancario se habían normalizado, y frente al notable aumento de los créditos, el Banco Central anunció una subida de los coeficientes de caja sobre los depósitos bancarios en febrero. Sin embargo, en ausencia de ajuste fiscal, los tipos rectores deberían empezar a subir dentro de poco. Se prevé un aumento total de 300 pb para 2010. En cuanto a la actividad, las perspectivas siguen bien orientadas con un crecimiento de la producción industrial del 16% y/y en enero, que representa una ganancia mensual del 1%. Los indicadores relativos a la demanda doméstica también siguen apuntando hacia un crecimiento superior a la tendencia a largo plazo, sugiriendo que el momentum de la producción industrial podría prolongarse. Mientras la capacidad de utilización para la industria aún no alcanza su récord histórico, el coeficiente de explotación en los sectores vinculados a la demanda doméstica ya está en su punto culminante. Las inversiones responden bien al estrechamiento del *output gap* y, pese a los decepcionantes resultados relativos a la formación de capital en enero, la perspectiva global para las inversiones es sólida.

La economía **rusa** aún se encuentra en una situación contrastada. A finales de 2009, el crecimiento sorprendió al alza y el PMI había por fin superado el nivel de los 50 en enero, demostrando que la recuperación económica es real. Sin embargo, aunque la situación mejora significativamente, subsisten algunos signos de fragilidad. El PMI del sector manufacturero cayó de 50,8 a 50,2 en febrero debido a una contracción de los componentes sobre los nuevos pedidos, la producción y el empleo. Ahora bien, este indicador se mantiene en zona de expansión y el ratio de los nuevos pedidos sobre los inventarios parece apuntar hacia un crecimiento (no obstante modesto) de la producción industrial en los próximos meses. Las encuestas muestran que el índice de utilización de las capacidades se encuentra ligeramente al alza (57% en febrero frente a 55% un mes antes) y que la confianza de los empresarios mejora aunque se mantiene en territorio negativo. Por otra parte, algunos elementos como el decaimiento de los estímulos fiscales, la escasez de inversiones y la baja demanda de los consumidores, son capaces de limitar el incremento de la inflación. Así, el índice de los precios al consumo sigue cayendo (del 9,2% al 8,2% en enero), permitiendo que las autoridades monetarias prosigan la bajada de los tipos rectores.



MERCADOS DE RENTA FIJA

Bonos de gobierno

Estrechamiento monetario: habrá que seguir esperando...

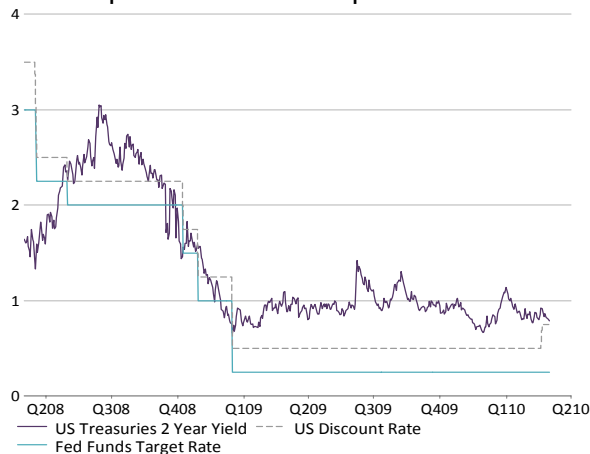
Como en el mes pasado, no hay cambios importantes a nivel de los fundamentales. El crecimiento marca una aceleración cíclica indiscutible, pero que no podrá sostenerse durante mucho tiempo. Al mismo tiempo, mientras aumenta la inflación total (« headline »), **la inflación subyacente se mantiene muy baja**. Esto es un factor importante que seguirá ejerciendo presiones a la baja sobre las rentabilidades. En este contexto, los bancos centrales no están dispuestos a endurecer la política monetaria subiendo sus tipos rectores, pero **algunas medidas de liquidez llegarán a vencimiento**, al igual que las compras de títulos. Los recientes acontecimientos confirman estas tendencias.

En Estados Unidos, la FED subió el tipo de descuento reafirmando su voluntad de mantener bajos los tipos durante más tiempo y detallando las diferentes herramientas a su disposición para, llegado el momento, llevar a cabo la retirada de liquidez y la reducción del balance. La compleja problemática de salida de las políticas monetarias acomodaticias dista mucho de estar solucionada, pero ya podemos anticipar que el impacto sobre la curva de tipos se hará cuando otras medidas, como el aumento del tipo rector (con los diferentes métodos anticipados por la FED) o las ventas de títulos, se acerquen o se implementen. En ambos casos, **no pensamos que estas medidas sean inminentes**, sino que, para el primer punto, se preparará el terreno más tarde en el transcurso del año, y para el segundo, habrá un statu quo.

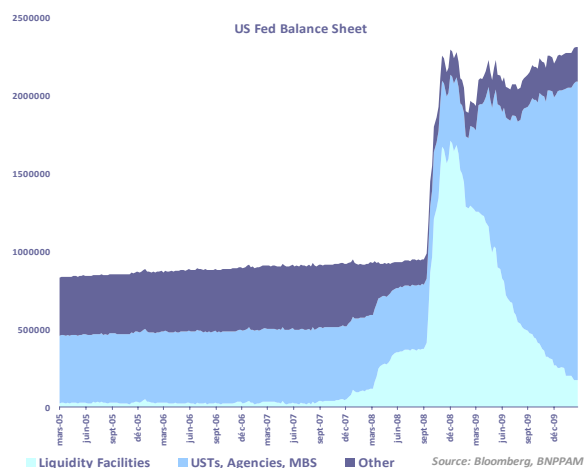
En la Eurozona, el BCE prosigue la supresión gradual de las medidas extraordinarias de liquidez sin modificar los tipos rectores. Los mercados de renta fija podrán descartar un estrechamiento « clásico » de política monetaria durante bastante tiempo más. En cambio, deberán hacer frente a las dificultades presupuestarias experimentadas por algunos Estados miembros. Desde luego, las importantes medidas adoptadas por el gobierno griego permiten redimensionar el problema, pero esto no impedirá que perdure el nerviosismo sobre los diferenciales soberanos.

Mantenemos una posición neutra sobre los bonos de gobierno.

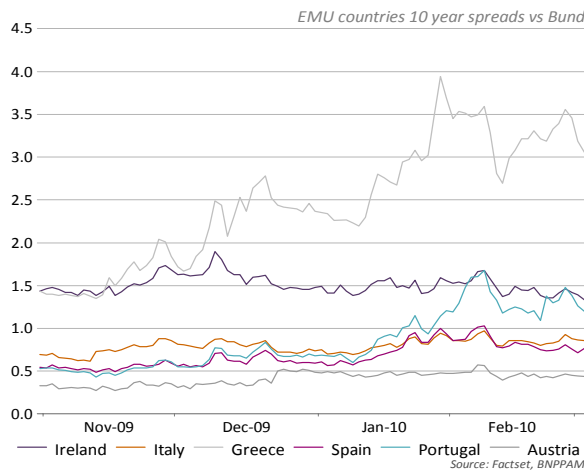
Ausencia de impacto sobre los tipos a corto plazo después del aumento del tipo de descuento



La FED no venderá títulos



Perdura el nerviosismo sobre los diferenciales soberanos





MERCADOS DE RENTA FIJA

Crédito IG y HY

Mantenemos una sobreponderación moderada

Tras la fase de consolidación evocada el mes pasado, el mercado del crédito ha vuelto a mejorar. Globalmente, **los fundamentales no han experimentado grandes cambios**, y se mantienen las tendencias de fondo: mejora de los beneficios y desendeudamiento son factores positivos para el crédito.

Por el momento, el mercado debería seguir atrayendo a **los inversores** que buscan rentabilidad, una búsqueda cada vez más difícil en los niveles de diferenciales actuales y que a corto plazo podría orientar la demanda hacia papeles menos calificados, pero que también, al menos en Europa, aumenta la discriminación entre los diferentes emisores, especialmente en el mercado primario. En otras palabras, el periodo del dinero « fácil » ha llegado a su fin, y la valoración global del mercado no justifica una alta exposición masiva.

La recuperación económica debería bastar para sostener al mercado, con un crecimiento lento que constituye un buen compromiso entre beneficios y desendeudamiento. Ahora bien, permanecen muchas dudas en cuanto a la sostenibilidad a medio plazo tras la fase de aceleración que estamos viviendo, y cualquier accidente, especialmente sobre un riesgo soberano, sería negativo tanto para el crédito como para cualquier clase de activos arriesgados.

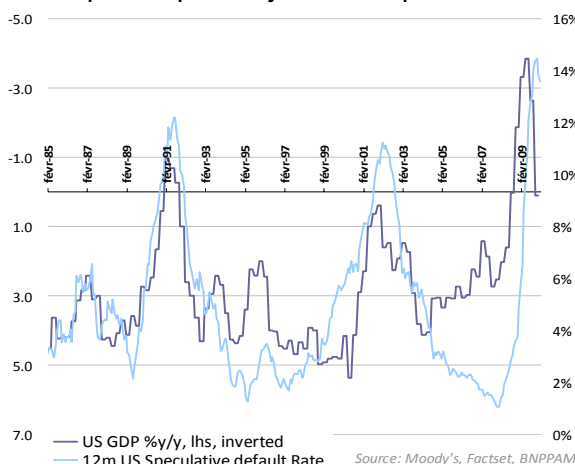
Desde un punto de vista técnico, **los flujos hacia los fondos High Yield no están tan bien orientados** respecto al ritmo observado a finales de 2009, lo que no constituye una tendencia muy favorable. No obstante, pensamos que por el momento, si se descartan importantes choques exógenos, no deberíamos asistir a un abandono de esta clase de activos. En lo relativo a las posiciones de los inversores, que es otra fuente de inquietud, la situación no ha mejorado para el Investment Grade, pero al menos se ha aliviado para el High Yield, especialmente sobre las posiciones más especulativas.

Habida cuenta de nuestro escenario táctico de apetito por el riesgo y del atractivo del *carry*, **mantenemos nuestra ligeramente alta exposición al mercado del crédito**. El potencial de ganancia absoluto, especialmente para la deuda Investment Grade, es más bien limitado, sobre todo si lo comparamos a las rentabilidades del año pasado, pero es aún demasiado pronto para apostar sobre un vuelco.

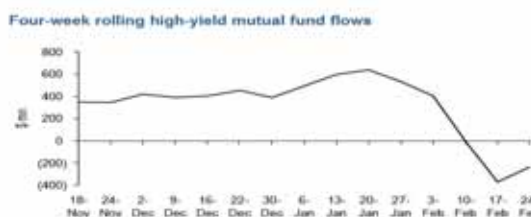
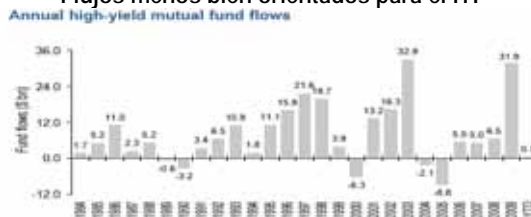
Reducción de las posiciones largas en HY, no en IG



La recuperación económica es positiva para los porcentajes de incumplimiento



Flujos menos bien orientados para el HY



MERCADO DE DIVISAS

Conservamos nuestra preferencia por las divisas de crecimiento frente al euro y al yen

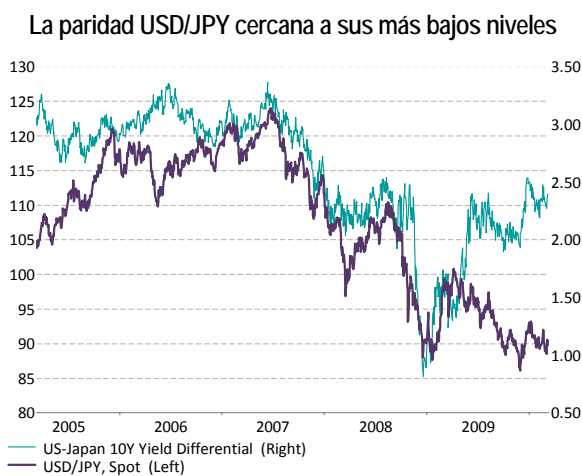
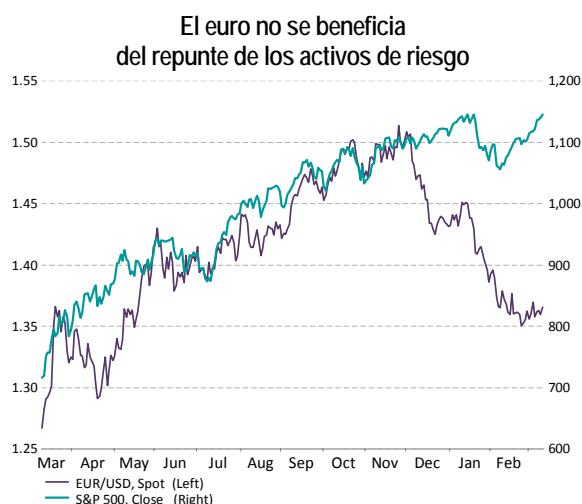
El euro no logra repuntar. Pese a la recuperación del apetito por los activos arriesgados, la divisa europea no logra dar signos de repunte. Los especuladores conservan un posicionamiento muy negativo y si bien la disipación progresiva de los temores sobre la crisis griega podría permitir que el euro rebotara un poco, la tendencia para 2010 es de un debilitamiento del euro frente al dólar a causa de un posicionamiento menos favorable en el ciclo económico.

La libra sigue bajo presión. El sentimiento negativo de los inversores respecto a la divisa británica podría perdurar en un contexto de temores en torno a la deuda soberana y, recientemente, de incertidumbres relativas a las próximas elecciones, ya que las últimas encuestas dejan aparecer riesgos crecientes de « hung parliament » (ausencia de mayoría estable). Sin embargo, la corrección de la libra respecto al euro ha sido más fuerte que lo que dejan suponer los fundamentales económicos respectivos, y es probable que en parte sea de origen técnico. Nuestra posición es ligeramente negativa sobre la libra respecto al dólar, pero positiva frente al euro.

Se espera un debilitamiento progresivo del yen. El yen sigue sorprendiendo por su resistencia frente al dólar, pese a que el consenso de los inversores opina que el yen debería debilitarse frente al dólar a medida que aumenta el diferencial de cambio. Además, las autoridades japonesas acogerían positivamente una bajada del yen, puesto que, de ese modo, las empresas japonesas aumentarían su competitividad en la exportación.

Las divisas de crecimiento siguen bien orientadas. Conservamos nuestra preferencia por las divisas de crecimiento, especialmente los dólares australiano y canadiense, cuyas respectivas economías son las que están mejor orientadas. La exposición a las materias primas constituye un importante factor de apoyo, al igual que lo es para el dólar australiano, la cercanía con China.

Sin embargo, el riesgo para los próximos meses es que las estadísticas económicas no logren sorprender al alza en Australia, limitando el potencial de apreciación de la divisa australiana.



Source: Factset, BNPP AM

mars-10

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	04-Mar-10	1Q 2010		2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.3690	1.35	1.40	1.40	1.45	1.37	1.42	1.35	1.40
	USD / JPY	93	88.53	88	93	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0289	1.05	1.10	1.10	1.15	1.10	1.15	1.10	1.15
	AUD / USD	0.90	0.9059	0.87	0.92	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5066	1.49	1.58	1.58	1.68	1.59	1.68	1.56	1.66
EUR Block	USD / CHF	1.03	1.0687	1.07	1.11	1.03	1.07	1.05	1.10	1.07	1.11
	EUR / JPY	134	121.20	121	128	135	143	133	140	138	144
	EUR / GBP	0.89	0.9087	0.87	0.92	0.85	0.90	0.83	0.88	0.83	0.88
	EUR / CHF	1.48	1.4630	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53

Source: BNPP AM as of 4/3/2010



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

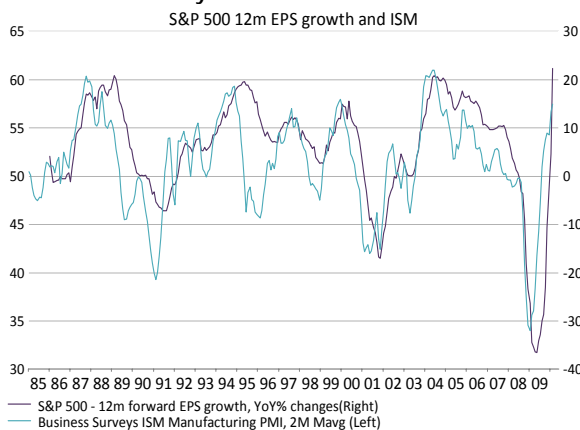
Mantenemos una ligeramente alta exposición en un contexto de recuperación económica, de incremento de los beneficios y de abundante liquidez

El entorno macroeconómico y monetario se mantiene positivo a corto plazo. Algunos de los motivos de inquietud que habían generado la corrección de enero han disminuido en estas últimas semanas, especialmente aquellos relativos a la reglamentación bancaria y al estrechamiento monetario en los países emergentes (especialmente en China), que habría podido amenazar el crecimiento en las regiones que son el motor de la recuperación económica mundial actual. El índice MSCI World (expresado en dólares) repuntó un 7,5% (cierre del 9 de marzo) tras una bajada del 9,5% entre el 14 de enero y el mínimo del 8 de febrero. Pero subsisten otros temores, como la perennidad de la recuperación económica y la « crisis griega » y su eventual contagio. Si bien el incumplimiento de un Estado europeo sobre su deuda nos parece poco probable, los déficits públicos excesivos constituyen un problema real y los países desarrollados no podrán escapar al imprescindible saneamiento de sus finanzas públicas en los próximos años.

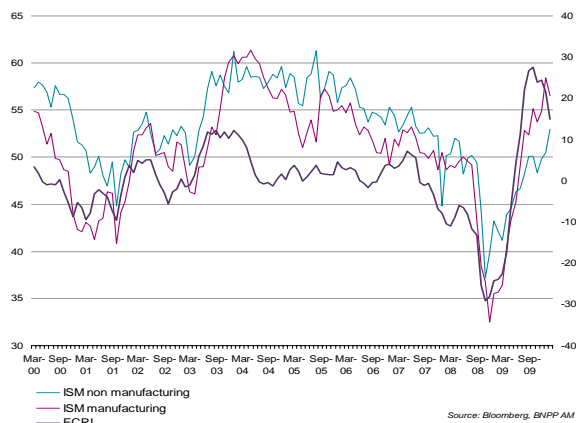
En el frente económico, los indicadores avanzados de actividad siguen mejorando, pese a que algunos dan signos de agotamiento (ver 2º gráfico). Mantenemos nuestra confianza en las perspectivas a corto plazo, especialmente con las probables buenas cifras de Estados Unidos en el 1º semestre gracias a la sólida recuperación del ciclo industrial. **La economía mundial prosigue su aceleración** y debería alcanzar un ritmo de progresión superior a su potencial en el curso de los primeros trimestres del año, para volver luego a un índice de crecimiento más moderado. Este entorno es favorable a los mercados de renta variable mientras se mantenga lejos la perspectiva de un estrechamiento monetario, lo que es nuestro escenario, habida cuenta de la ausencia de presiones inflacionistas (en particular, debido al alto índice de paro) y del bajo crecimiento. Por otra parte, el hecho de que los bancos centrales (en particular FED y BCE) comiencen a implementar progresivamente « estrategias de salida » de las medidas excepcionales indica que la situación del sector bancario ha mejorado.

En cambio, somos menos optimistas para la segunda parte del año. La ralentización de la actividad en las economías avanzadas, debido a la interrupción progresiva de los factores de apoyo temporales (reconstitución de los inventarios,...) y la perspectiva de consolidación de las finanzas públicas, inevitable en los países desarrollados, constituirán importantes riesgos para los mercados bursátiles, mucho más que el principio de la normalización monetaria.

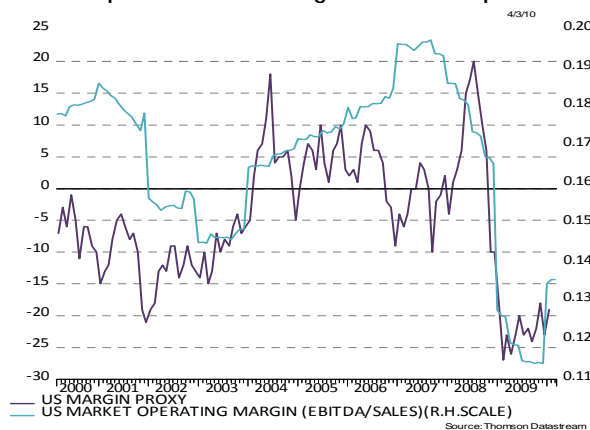
Fuerte repunte del crecimiento económico y de los beneficios



Prosigue la mejora de los indicadores avanzados, pero hay signos de agotamiento



Recuperación de los márgenes de las empresas





MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

Fuerte repunte de los beneficios en 2010 con una prosecución de la recuperación de los márgenes. Las previsiones de BPA siguen siendo revisadas al alza tras una buena temporada de resultados para el 4º trimestre de 2009, que presentan altos porcentajes de sorpresas positivas tanto sobre los beneficios como sobre las cifras de venta. En consecuencia, el crecimiento de los beneficios ya no está impulsado sólo por las reducciones de costes, sino también por un repunte de las cifras de negocio generado por la mejora de la situación económica. El potencial de progresión suplementaria aún no se encuentra agotado gracias a la prosecución de las reestructuraciones y de la moderación salarial, mientras que las empresas no parecen estar en medida de aumentar los precios. La recuperación cíclica en curso, la recuperación de los márgenes y un efecto base favorable, deberían conducir a un fuerte aumento de los beneficios este año. Por lo tanto, las previsiones de un crecimiento del 30% de los BPA del S&P500 de media para 2010 parecen perfectamente realistas.

Por el contrario, las perspectivas actuales del consenso *bottom-up* para 2011 parecen optimistas y es probable que se produzcan revisiones a la baja hacia finales del año, una vez que haya pasado el repunte cíclico. Las interrogantes sobre la perennidad y el vigor del crecimiento económico, la prosecución del desendeudamiento, la necesidad de sanear las finanzas públicas, que probablemente conduzcan a aumentos de impuestos, son elementos que afectarán a las ventas de las empresas y que cuestionarán la actual previsión del 20% del crecimiento de los beneficios esperado en 2011.

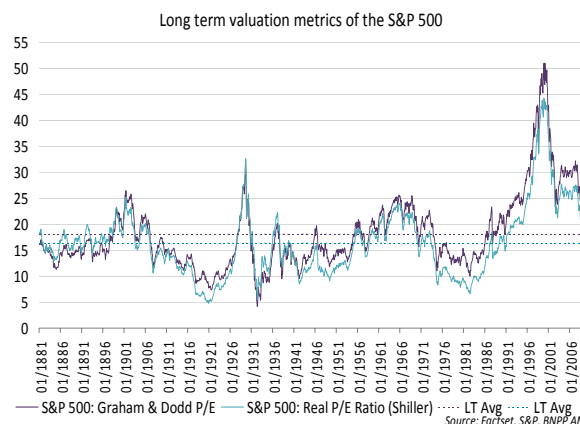
La valoración, razonable, no constituye hoy en día un motor de los mercados. En términos absolutos, los ratios tradicionales de valoraciones de los mercados de renta variable, como en estos últimos meses, están cercanos a su media de largo plazo: o bien ligeramente por encima cuando están ajustados a la ciclicidad de los beneficios (Shiller P/E, Graham & Dodd), o bien ligeramente inferiores (P/E prospectivo a 12 meses, P/BV). En relación con las otras clases de activos, la renta variable es significativamente más atractiva. Globalmente, estos niveles de valoración no constituyen un motor generador al alza en los mercados, pero tampoco son penalizadores.

Cifras de venta, márgenes y BPA: previsiones del consenso de analistas

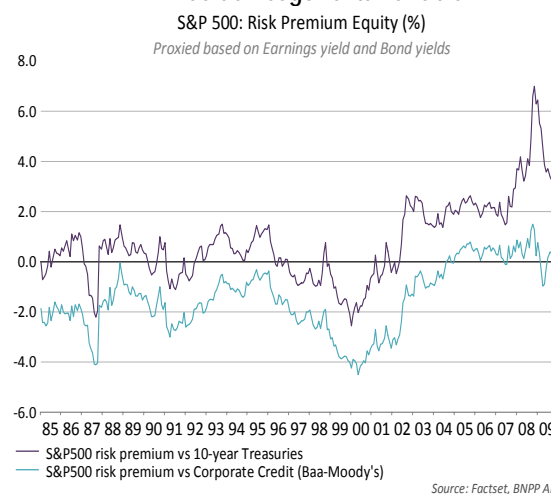
	Sales growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-8.0	6.9	6.6	5.2
S&P500 ex. Financials	-10.8	8.0	6.8	5.6
	Net income growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-21.6	31.0	19.3	12.6
S&P500 ex. Financials	-22.0	22.3	14.6	10.8
	Margins (Net income/Sales), % - Ex. Financials			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P500 ex. Financials	7.2	8.1	8.7	9.2
Difference, pb		0.9	0.6	0.4

Source: IBES, Datastream, BNPP AM

Valoración razonable



Primas de riesgo renta variable





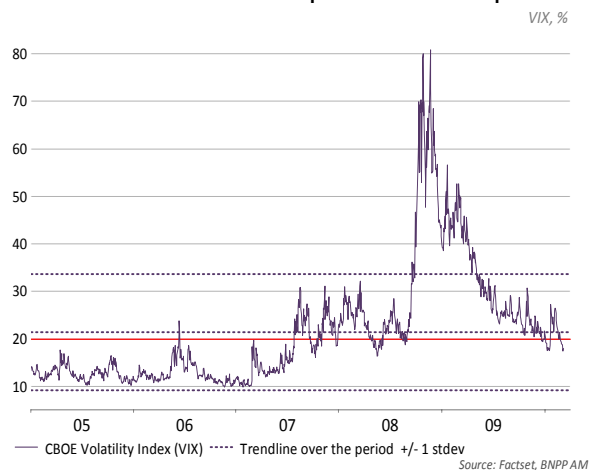
MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

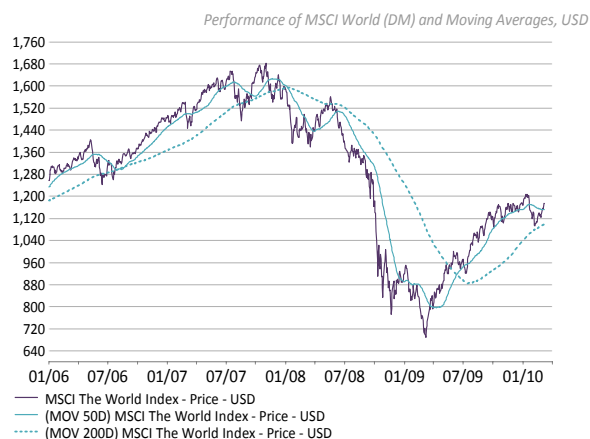
Factores técnicos y de sentimiento. Pese al repunte de los mercados desde el 8 de febrero, los índices bursátiles aún no han vuelto a la zona de sobrecompra, aunque se encuentran muy cerca. Los indicadores de sentimiento entregan señales más ambiguas a corto plazo: el sentimiento de los inversores (« *advisors Bull/Bear* ») se recuperó fuertemente pero sin volver a su reciente nivel de optimismo; en cambio, el VIX se establece nuevamente por debajo de 20 (el 9 marzo), es decir un nivel de complacencia que aboga por un poco más de prudencia a corto plazo. Por último, los indicadores a más largo plazo, como las medias móviles por ejemplo, siguen indicando una tendencia alcista pero con menos vigor.

En conclusión, mantenemos una visión positiva a corto plazo en los mercados de renta variable desarrollados, habida cuenta de la recuperación económica y de los beneficios en curso, de las valoraciones absolutas y relativas razonables y de la ausencia de estrechamiento monetario por parte de los grandes bancos centrales (en particular la FED) antes de principios de 2011. No obstante, este equilibrio entre crecimiento moderado y condiciones monetarias acomodaticias es frágil; las eventuales malas sorpresas sobre la amplitud de la recuperación de la actividad, y/o los anuncios de supresión progresiva de las medidas monetarias no convencionales, destinadas a drenar los excesos de liquidez, podrían generar inquietudes en los inversores y volatilidad en los índices bursátiles.

VIX: disminuye la aversión al riesgo; atención al exceso de complacencia a corto plazo...



MSCI World: tendencia alcista





MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

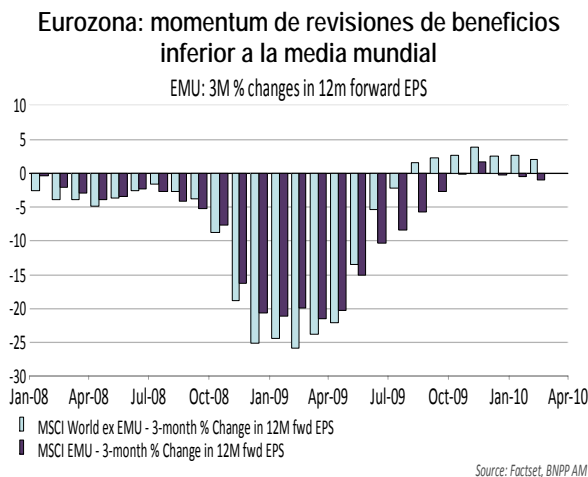
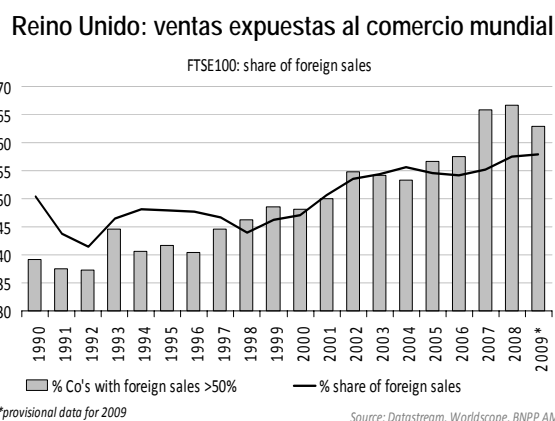
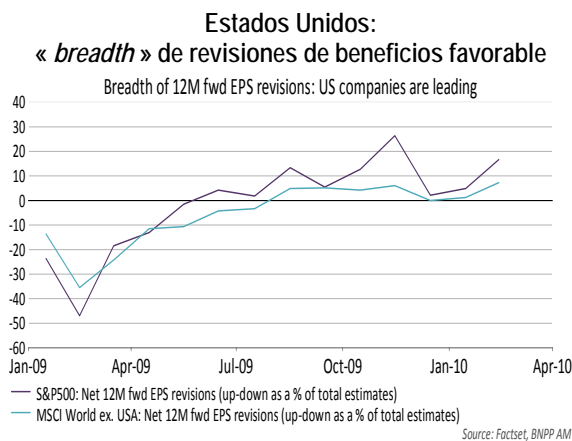
Preferencia por Estados Unidos y Reino Unido; posición infraponderada en la Eurozona

Seguimos optando por Estados Unidos y el Reino Unido en nuestra asignación geográfica entre los países desarrollados, pero por razones diferentes. El mercado de renta variable americano sigue beneficiándose de un repunte cíclico económico más vigoroso que en la media de los otros grandes países desarrollados, gracias a un favorable entorno fiscal y monetario, que debería prolongarse en los próximos meses. El momentum de revisiones de beneficios, muy bien orientado en términos absolutos y relativos, debería mantenerse positivo pese al reciente fortalecimiento del dólar. En el Reino Unido, el retraso en el ciclo económico y las incertidumbres relativas al resultado de las próximas elecciones y al programa económico que se implementará para resolver los desafíos estructurales, siguen influyendo negativamente. Sin embargo, este mercado debería beneficiarse de la política monetaria particularmente expansiva del BoE, así como del tipo de cambio de la libra y de su impacto considerable en los resultados de las empresas cotizadas en bolsa.

Mantenemos nuestra exposición neutra sobre Japón, cuyos fundamentales siguen degradados pese a una mejora económica vinculada a su exposición a los países asiáticos de fuerte crecimiento. En efecto, las presiones deflacionistas y el yen fuerte afectan las perspectivas de beneficios. No obstante, a corto plazo, el momentum de revisiones de beneficios sigue bien orientado y los niveles de valoración son atractivos, lo que justifica una exposición neutra a este mercado. Reducimos nuestra infraponderación en el mercado canadiense a causa del repunte de las materias primas, pero sin alcanzar el punto neutro debido a un dólar canadiense muy firme y a una alta valoración relativa.

Nuestro movimiento más significativo este mes es que pasamos de una posición sobreponderada a una infraponderada en la Eurozona. Los temores relativos a un estrechamiento fiscal, mientras la recuperación sigue siendo difícil, deberían nuevamente penalizar las bolsas de la Eurozona en términos relativos. Por ello, y pese a los factores de sustento que constituyen la valoración y el reciente debilitamiento del euro, aprovechamos el último repunte para reducir significativamente nuestra exposición a este mercado. Asimismo, nos mantenemos muy prudentes en el mercado suizo, a pesar de una notable mejora de la situación económica, debido a la fuerza del franco respecto al euro, al carácter defensivo del mercado que es penalizador a corto plazo y a las incertidumbres que siguen afectando al sector financiero. Seguimos teniendo una actitud prudente en el mercado australiano a causa del

actual ciclo de estrechamiento monetario, del vigor del dólar australiano y de los niveles de valoración poco atractivos.



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

Lo peor ya ha quedado atrás, pero la consolidación continúa

Preferimos los mercados desarrollados a los emergentes debido a consideraciones técnicas y fundamentales, especialmente el posicionamiento de ambas zonas respecto a su ciclo de crecimiento económico. La alta sobrentabilidad de las bolsas emergentes en 2009 aboga en favor de un periodo de consolidación, y el optimismo demasiado consensual de los inversores constituye otro factor técnico que incita a la prudencia. En cuanto al ciclo económico, los últimos datos confirman que el pico de crecimiento de la zona emergente se encuentra detrás de nosotros. Los indicadores avanzados siguen volcándose, mientras la fase de normalización de las políticas monetarias ya ha comenzado en algunos grandes países emergentes. China, la India y Brasil ya han subido los coeficientes de caja de los bancos, Malasia aumentó su tipo rector a principios de marzo, y otros países como Corea lo harán dentro de poco. El mensaje relativo entre las dos zonas ha sido correcto en moneda local, pero más matizado en dólar estadounidense, el que se ha deteriorado significativamente respecto a las divisas emergentes.

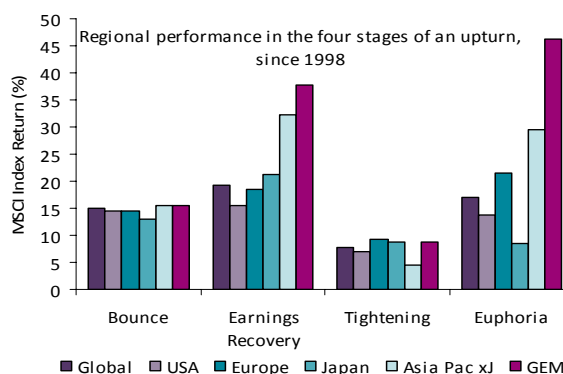
Históricamente, los mercados emergentes presentan su mejor forma en periodos de recuperación de los beneficios, y abandonan parte de su liderazgo en periodos de estrechamiento monetario, para recuperarse nuevamente en las fases de euforia. Esto implica que en el mejor de los casos, durante los próximos meses, los índices emergentes evolucionarán en línea con los mercados desarrollados, pero con riesgos superiores debido a su sensibilidad a la liquidez global. La fase de normalización monetaria ya ha comenzado a afectar las revisiones de beneficio de los principales mercados emergentes. China y la India sólo presentan una revisión moderada de sus beneficios 2010/11 durante los últimos meses.

El riesgo bajista de la renta variable en reacción al estrechamiento monetario es limitado, ya que la inflación a la que nos enfrentamos tiene un carácter más cíclico que estructural, justificando como máximo una normalización de las políticas monetarias. Además, la importancia creciente del consumo doméstico (Brasil y la India, y cada vez más China) permite que los emergentes resistan mejor a los choques externos, ofreciendo un potencial de crecimiento superior a largo plazo.

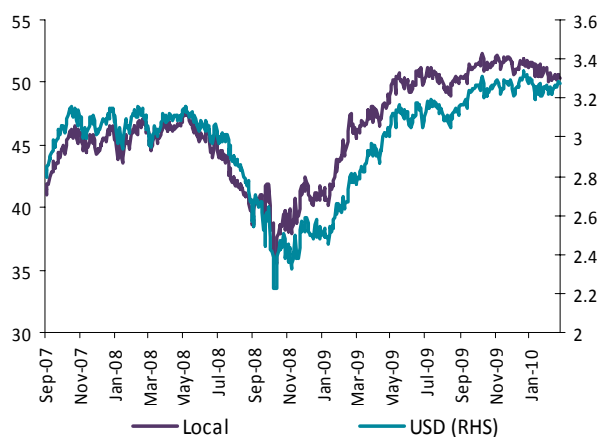
A nivel técnico, los índices emergentes han repuntado fuertemente desde mediados de febrero, después de haber sido sobrevenidos y de haber alcanzado un importante nivel de soporte. El apetito por el riesgo ha vuelto (contracción de los diferenciales y bajada de las volatilidades implícitas) y nuestros indicadores de tendencia vuelven a estar positivamente orientados, corroborados por los modelos de sentimiento que también se han vuelto positivos

desde mediados de febrero. El periodo de consolidación puede durar unos meses más, pero es probable que en febrero ya se hayan alcanzado los más bajos niveles.

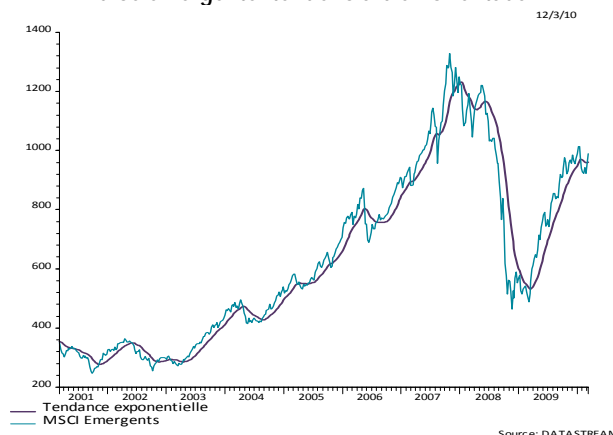
Estrechamiento monetario, moderación de las rentabilidades



Rentabilidad de los emergentes frente a los desarrollados



Índice emergente: tendencia bien orientada



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

La consolidación actual no altera fundamentalmente nuestro escenario a medio plazo sobre los mercados emergentes. Aunque los indicadores cíclicos comienzan a llegar a su punto máximo, las condiciones monetarias se mantendrán muy favorables y los tipos de interés deberían quedar duraderamente bajos en los emergentes y en las economías desarrolladas, lo que es positivo para los activos financieros. Finalmente, la tendencia bajista del índice de paro, y el incremento del consumo privado y de las inversiones, van a generar un potencial de crecimiento estructuralmente superior al de los países desarrollados, y deberían incitar a los fondos extranjeros a reasignar más exposiciones sobre los mercados emergentes.

Las últimas cifras económicas siguen indicando un fuerte crecimiento económico en China: precios inmobiliarios orientados al alza y tasa de inflación cercana a los objetivos tolerados por las autoridades. Esto puede incitar a las autoridades a una mayor vigilancia y a estrechar más aún las condiciones monetarias (que se mantienen muy generosas), lo que obviamente es desfavorable para las bolsas.

Nuestra posición es más bien constructiva sobre los riesgos de inflación, que son más cíclicos que estructurales. Los productos alimentarios son los principales contribuidores de la subida, mientras que la componente subyacente sólo ha aumentado de forma muy moderada. La última encuesta PMI y las evidencias anecdóticas sobre el inmobiliario indican que la economía china está reaccionando positivamente a las medidas administrativas adoptadas por las autoridades, lo que puede calmar las anticipaciones inflacionistas. Aunque disminuyan, los préstamos bancarios se mantendrán a niveles históricamente altos.

Tras la fase de consolidación, la **renta variable china** está de nuevo correctamente valorizada, pese a que las revisiones de beneficios son ahora menos favorables. Hemos adoptado una posición menos negativa sobre la renta variable china, y sólo proponemos una infraponderación marginal respecto al universo emergente. Técnicamente, la renta variable china ha repuntado sobre una importante línea de soporte.

Taiwán y Corea del Sur presentan un fuerte repunte de su actividad económica, y el alto nivel de confianza indica que perdurará el crecimiento. Ambas economías gozan de su exposición a la recuperación cíclica global y a la bajada de los tipos impositivos. Las condiciones monetarias aún son favorables, con bajos niveles de tipos de interés. La valoración de Corea sigue siendo atractiva en comparación con su tendencia histórica. En efecto, los beneficios seguirán progresando significativamente en 2010, con un incremento del 38% según las últimas previsiones.

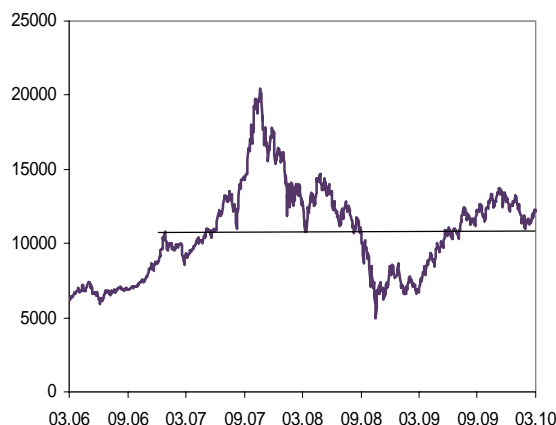
Mercados emergentes: revisiones menos favorables para los grandes mercados

Country	1m % change in earnings estimates		3m % change in earnings estimates	
	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2
Brazil	1	-0.1	2	0.5
China	0.6	0.2	1.2	1.1
India	-0.1	0.9	-0.8	1.1
Korea	1.7	1.2	0.9	3.2
Mexico	-0.4	2.2	0.8	1.7
Russia	4.2	5.3	17.6	22.3
SouthAfrica	0.3	1.3	0	2.1
Taiwan	6.3	3.5	15.5	9.1

China: valoración nuevamente atractiva



Índice chino HSCEI: repunte sobre importante soporte

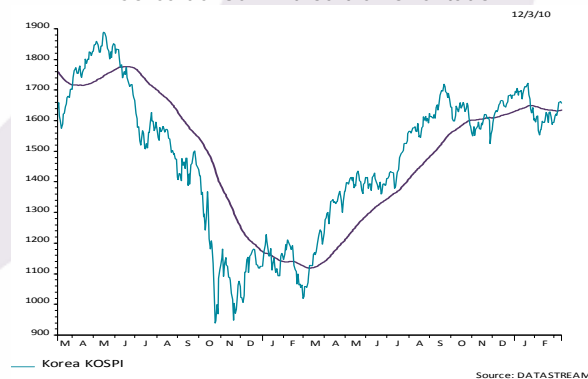


MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

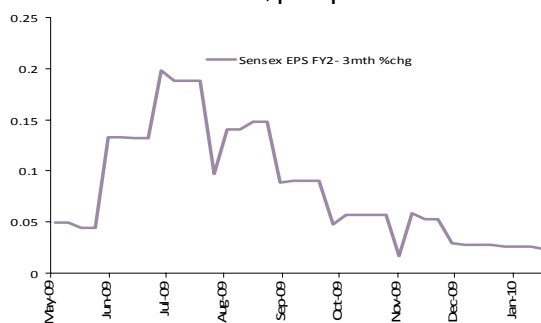
En estos últimos meses, el mercado **taiwanés** ha tenido una rentabilidad baja por efecto del aumento de la aversión al riesgo, pese a las fuertes revisiones de beneficios. Mantenemos nuestra sobreponderación en este mercado por razones estructurales. En efecto, Taiwán se beneficia de los avances en las relaciones económicas con China, lo que permite aumentar la exposición de las empresas taiwanesas al consumidor chino. Las buenas perspectivas en el ciclo de los semiconductores también deberían ser benéficas para el mercado. Finalmente, la bolsa taiwanesa ha tenido una rentabilidad muy inferior al universo emergente y está formando una base.

Corea del Sur: índice bien orientado



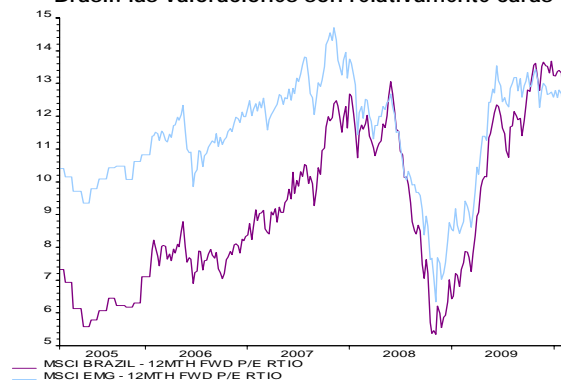
Las buenas perspectivas de la economía **india** sostienen al mercado de renta variable. Además, el mercado acogió positivamente el anuncio del presupuesto para el año fiscal 2011 que prevé reducir el déficit fiscal y reforzar los fondos destinados al desarrollo de las infraestructuras. Excepto lo anterior, el mercado indio no ha sido escenario de grandes sorpresas. El crecimiento de los beneficios de las empresas en el último trimestre de 2010 estaba en línea con las expectativas, y el índice de las revisiones de beneficios se mantiene estable. **Preconizamos una posición neutra en este mercado.**

India: el índice de las revisiones de beneficios es estable, pero positivo



Las inquietudes relativas al estrechamiento monetario en China, primer socio comercial de **Brasil**, afectaron al índice Bovespa en enero. Sin embargo, es probable que estas inquietudes hayan sido sobreestimadas por el mercado que prácticamente ha vuelto a su nivel de principios de año, es decir, sólo un 10% por debajo de su récord histórico alcanzado en mayo de 2008. Los indicadores de tendencia siguen bien orientados, la recuperación económica es sólida y los beneficios deberían aumentar un 22% en 2010. Así, confiamos sobre las perspectivas de Brasil a medio plazo, pero preferimos conservar una posición ligeramente negativa considerando los riesgos de correcciones a corto plazo como consecuencia de las potenciales subidas de tipos de interés.

Brasil: las valoraciones son relativamente caras



La renta variable **rusa** ha recuperado su tendencia positiva desde finales de febrero, sostenida por las buenas perspectivas sobre las materias primas, que condujeron a los analistas a revisar al alza las estimaciones de beneficios de las empresas rusas. Así, la apreciación del 17% del rublo durante el año pasado es positiva para los bancos, que pueden cubrir más fácilmente sus deudas en divisas extranjeras. Por otra parte, la valoración de la renta variable rusa ha llegado a ser tres veces superior a su mínimo de octubre de 2008, pero aún así sigue siendo atractiva. Recomendamos una posición neutra en este mercado.

Seguimos reduciendo nuestra apuesta negativa sobre **África del Sur**. Las recientes revisiones de beneficios debidas a una clara mejora de la coyuntura hacen que las valoraciones sean mucho más atractivas. Por otra parte, la estabilización de la divisa sostiene a las empresas exportadoras de materias primas.

Turquía se encuentra en un mal momento a causa de las tensiones políticas, lo que acentúa la prudencia de los inversores. Además, las negociaciones con el FMI se encuentran nuevamente suspendidas. **Recomendamos una exposición ligeramente negativa.**

ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

Materias primas

Conservamos nuestra exposición positiva a las materias primas

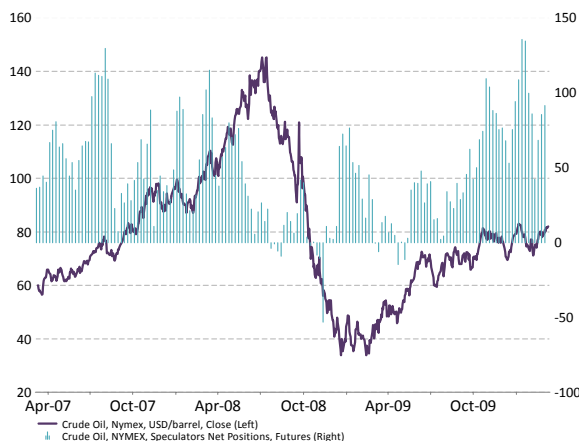
El nuevo repunte de las cotizaciones del **bruto**, que subió más de 10\$ en un mes, demuestra que el precio de 70\$ no corresponde al mercado actual, mientras la recuperación de la demanda parece inminente. Si bien los inventarios de crudo han dejado de disminuir durante las últimas semanas, otros indicadores mejoran. Así, las importaciones americanas de petróleo han vuelto a niveles más cercanos a su media histórica, y los refinadores han comenzado a aumentar su nivel de actividad en la perspectiva de una progresión de la demanda de productos petroleros. En este contexto, hemos conservado **nuestra exposición positiva al petróleo**, en la medida en que el repunte de la demanda debería proseguir durante los próximos meses; pero por encima de 80\$ las tomas de beneficio podrían limitar las ganancias a corto plazo.

Asimismo, hemos **conservado una exposición positiva a los metales básicos**. En efecto, como para los productos petroleros, los primeros signos de una recuperación de la demanda física en las economías desarrolladas parecen materializarse. Dado que la demanda de los países emergentes debería seguir siendo sólida, el equilibrio del mercado físico podría volcarse, permitiendo que los inventarios de metales comiencen a disminuir. Sin embargo, una parte de estas anticipaciones ya ha sido integrada en los precios, y dentro de algunos meses existirán riesgos de corrección.

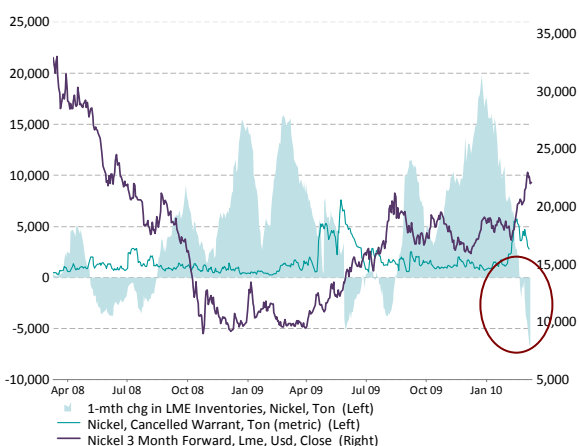
El oro y los metales preciosos también se han beneficiado del retorno del apetito por el riesgo. Aunque estén menos expuestos al ciclo económico, los metales preciosos deberían beneficiarse del repunte de la demanda industrial (principalmente procedente de los semiconductores y del sector automovilístico) y de la recuperación progresiva del consumo de joyas, mientras que la demanda vinculada a la inversión debería mantenerse sólida en un entorno de bajos tipos de interés y de abundante liquidez. **Nos mantenemos positivos sobre el oro y los metales preciosos.**

Seguimos **ligeramente expuestos a las materias primas agrícolas**. Si bien las perspectivas alcistas son limitadas a corto plazo en un contexto de cosechas abundantes y de escasa demanda en la exportación, el nivel actual de las cotizaciones limita los riesgos a la baja, más aún cuando la pausa del dólar y la subida de las cotizaciones de la energía constituyen factores de apoyo.

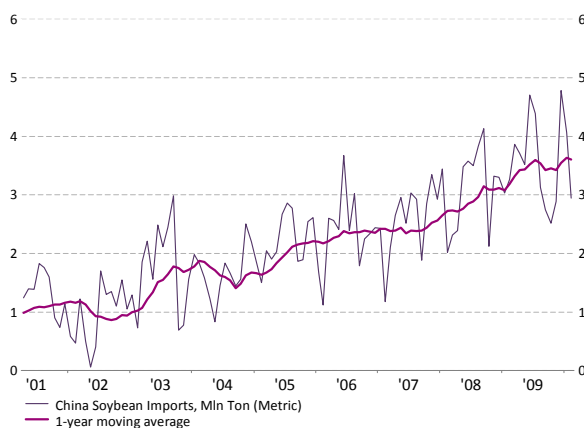
Petróleo: los especuladores aumentan sus posiciones



Níquel: empiezan a bajar los inventarios



Soja: las importaciones chinas se estabilizan



Source: Factset, BNPPAM



ADVERTENCIA

Este documento ha sido elaborado por BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, miembro de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**, exclusivamente con fines informativos y no constituye ni forma parte de una oferta de venta ni una invitación de compra, no constituirá la base de ningún tipo de contrato o compromiso ni debe entenderse como recomendación de inversión.

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.

