



# ESTRATEGIA DE INVERSION

13 de julio de 2010

Julio  
10

<b>PERSPECTIVAS ECONÓMICAS</b> .....	2
Punto de vista.....	2
Zonas desarrolladas .....	3
Zonas emergentes .....	4
<b>MERCADOS DE RENTA FIJA</b> .....	5
Bonos de gobierno.....	5
Crédito IG y HY .....	6
<b>MERCADO DE DIVISAS</b> .....	7
<b>MERCADOS DE RENTA VARIABLE</b> .....	8
Mercados desarrollados.....	8
Mercados emergentes.....	10
<b>ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS</b> .....	12
Materias primas.....	12
<b>ADVERTENCIA</b> .....	13

## Los mercados se aclimatan al bajo crecimiento

El periodo reciente, en el que se han observado amplias variaciones en los precios de los activos de riesgo, se caracteriza por dos fenómenos principales.

**El primero es que los mercados se adaptan a la futura baja del crecimiento en los países desarrollados:** la existencia de un *deleveraging* y la interrupción o la inversión de los estímulos presupuestarios, mientras se atenúan ciertos aceleradores cíclicos del crecimiento (inventarios...), debería llevar a las economías occidentales hacia una tendencia de crecimiento débil. Aún así, nuestro escenario central no es el de un « doble dip », ni tampoco el de un crecimiento a penas positivo. El riesgo de recaída existe necesariamente en fase de deceleración, pero pensamos que la situación actual merece un diagnóstico más matizado. Hay factores favorables al crecimiento, como la necesidad de reinversión de las empresas (la inversión se encuentra muy por debajo del nivel de sustitución de las capacidades de producción), y un consumo privado que pese a ser bajo debería mantenerse positivo. Es entonces comprensible que se esfumen las esperanzas de una recuperación cíclica más fuerte, que habían caracterizado los primeros meses del año. Pensamos que este proceso de aclimatación está en curso pero que aún no está terminado: los consensos de economistas todavía no se han ajustado a la baja, e históricamente, el vuelco de los indicadores avanzados provoca turbulencias más duraderas que aquellas que hemos observado por el momento (ver página 9).

**El segundo fenómeno es un « reequilibraje del pesimismo » entre las zonas desarrolladas.** El 2º trimestre de 2010 se caracterizó por la focalización sobre los problemas de la Eurozona: riesgo soberano periférico, bajo crecimiento, gobernancia... Estas problemáticas generaron una caída de la divisa y de los activos europeos, que actualmente alcanza sus límites. Es un hecho que la posición de la Eurozona sigue siendo delicada respecto al resto del mundo, pero el problema del crecimiento débil y, a más largo plazo, el de las finanzas públicas, también se plantea en las otras economías desarrolladas. Los mercados no están siendo más optimistas respecto a la Eurozona, pero al menos han iniciado una fase de reequilibraje que explica ampliamente el repunte de la paridad euro/dólar, cuya evolución debería mantenerse en la banda actual en los próximos meses (1,20 a 1,30) con un nuevo debilitamiento sólo el año que viene. Por otra parte, adoptamos una opinión menos negativa respecto a la renta variable de la Eurozona.

Nuestro enfoque a medio plazo se mantiene prudente sobre los activos de riesgo de los países desarrollados (seguimos prefiriendo aquellos de los países emergentes: ver las « Estrategia de Inversión » anteriores). Sin embargo, para el mes de julio, pensamos que existen dos factores de apoyo a corto plazo: la publicación de los resultados empresariales del 2º trimestre y el veredicto de los « stress tests » efectuados sobre los bancos europeo



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Punto de vista

### El crecimiento americano preocupa cada día más a los inversores

Se materializa la ralentización del crecimiento americano

La mejora del mercado laboral sigue siendo modesta

Persisten los problemas estructurales

Menor respaldo de la política presupuestaria pero ausencia de estrechamiento brutal

**Decrece la dinámica.** Como de costumbre, los datos económicos publicados en Estados Unidos han dado la pauta a los países desarrollados, dejando presagiar una severa ralentización del crecimiento. Los indicadores más emblemáticos publicados a principios de mes han sido decepcionantes. El índice ISM manufacturero bajó 3,5 puntos estableciéndose en un 56,2% en junio, su más bajo nivel del año. Los ajustes posteriores a las contrataciones generadas por el censo se tradujeron en destrucciones netas de empleo en junio (125.000), lo que era previsible, pero el empleo privado no vuelve a arrancar. Con una media de 100.000 creaciones de empleo al mes desde enero, el ritmo es comparable a aquel observado después de las recesiones 1990-91 y 2001, pese a que esta vez las destrucciones de empleo han sido masivas. Aunque el empleo es un indicador retardado de la recuperación económica y que debería gradualmente mejorar en los meses que vienen, el índice de paro sólo retrocederá lentamente. Este último pasó del 9,7% al 9,5% en junio por efecto de una disminución de la población activa (probable consecuencia de los « parados desalentados »). Un proyecto de ley destinado a prolongar el periodo excepcional de pago de las asignaciones de paro (*Emergency Unemployment Compensation*) acaba de ser rechazado por el Senado, lo que podría originar el fin de los pagos para 2 millones de personas a partir de julio y para 4 millones de aquí a octubre, amputando así el consumo de los hogares entre el 0,2% y el 0,4% para los próximos trimestres si no se encuentra rápidamente un acuerdo en el Congreso.

**El crecimiento revisado a la baja.** Estos diversos elementos, a los que cabe añadir la debilidad del mercado inmobiliario tras el fin de las medidas fiscales de apoyo, han conducido a la mayoría de los economistas a revisar a la baja sus estimaciones de crecimiento. El consenso (*ver más abajo*) aún no hace aparecer este cambio de principios de julio, pero la próxima publicación de este sondeo ante los grandes corredores estadounidenses podría alimentar el pesimismo. Por el momento, los compromisos de la administración Obama para reducir el déficit presupuestario (un 10,3% del PIB para el año fiscal en curso, que termina en septiembre, un 8,9% para el próximo) son limitados. El Presidente evocó la creación de una Comisión encargada de llevar el déficit primario al equilibrio sin precisar ningún plazo. Las medidas contempladas son limitadas (gel sobre tres años de los gastos « discrecionales », es decir, un 30% del total). La cercanía de las elecciones de medio mandato en noviembre próximo no incitará a precipitar el retorno a la disciplina, pero lo cierto es que la política presupuestaria ya no debería aportar un apoyo importante a la actividad, como en el 1<sup>er</sup> semestre de 2010. Por otra parte, los Estados y las colectividades locales ya han comenzado a reducir sus gastos, lo que afecta al crecimiento del PIB (contribución de -0,3 en el 4<sup>o</sup> trimestre de 2009 y de -0,5 pp en el 1<sup>o</sup>). **¿Hay que temer entonces un *double dip*, en otras palabras, el retorno de la recesión?**

### 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	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
<b>Developed Economies</b>																								
USA	-2.4	3.3	3.6	2.8	[3.3]	3.1	4.1	1.9	[3.1]	-0.3	1.7	2.3	1.3	[2.0]	1.7	3.0	0.4	[1.9]						
Canada	-2.6	3.5	3.8	3.0	[3.3]	2.9	3.5	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.8	[2.2]						
Euro zone	-4.1	1.1	1.7	0.7	[1.1]	1.4	2.2	0.8	[1.5]	0.3	1.4	1.7	1.0	[1.3]	1.5	2.1	0.8	[1.4]						
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.2	1.1	[2.3]	2.2	3.1	3.5	2.7	[2.9]	1.9	3.4	0.3	[1.8]						
Switzerland	-1.5	2.0	2.5	0.9	[1.9]	1.9	2.5	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.8	[1.0]	1.1	1.8	0.7	[1.0]						
Japan	-5.2	3.2	3.6	2.7	[2.4]	1.7	3.1	0.7	[1.7]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.4	[-1.0]	-0.2	0.5	-0.9	[-0.2]						
Australia	1.3	3.0	3.8	2.6	[3.2]	3.4	4.1	2.5	[3.4]	1.8	3.1	3.5	2.8	[2.8]	3.0	3.6	2.6	[2.9]						

Source: Consensus Forecasts as of 14/06/2010



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas desarrolladas

### Tiempos más difíciles pero ausencia de recesión

**Aumenta el riesgo de *doble dip*, pero éste no es nuestro escenario central**

**Un crecimiento modesto pero automantenido en Estados Unidos**

**La actividad de la Eurozona sigue dependiendo de las exportaciones**

**Estabilización de la demanda interna en Japón**

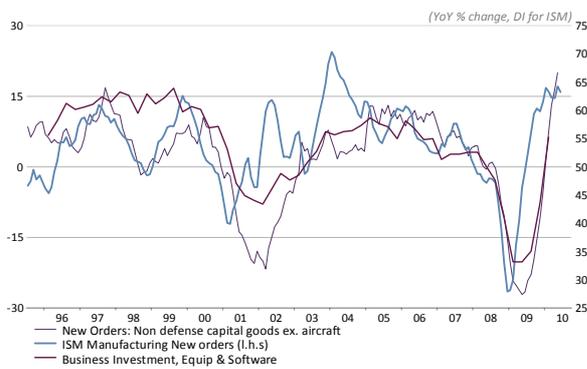
**Bancos centrales: cada día más pragmáticos**

La ralentización refleja la transición entre la salida de recesión allí donde el crecimiento se ha visto « dopado » por el ciclo de los inventarios (aunque manteniéndose menos fuerte que en las otras fases de reactivación si consideramos la amplitud de la recesión en 2009) y una fase en que el PIB americano va a aumentar en línea con la demanda interna final, es decir cerca de un 2,5%. Los pedidos de bienes duraderos y las encuestas permiten prever una aceleración de la inversión productiva. La mejora del empleo, incluso si es limitada, provocará un aumento de los ingresos y por lo tanto del consumo privado, dado que un fuerte incremento de la tasa de ahorro es poco probable a partir del nivel actual (4% en mayo). La confianza, tanto de los hogares como de las empresas, es un elemento esencial de este escenario y las profecías de retorno de la recesión no deberían ser autorealizadoras (en particular sobre el empleo).

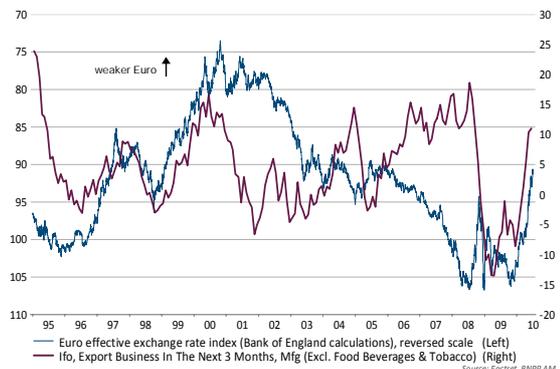
También en la **Eurozona**, la percepción del clima económico será capital. Ciertas encuestas ya se han degradado debido a los nuevos temores sobre Grecia y España. El índice ZEW, que refleja la confianza de los inversores y de los analistas alemanes, y sobre el cual la actualidad financiera tiene un impacto notable, cayó significativamente en junio aunque sin pasar por debajo de su media a largo plazo. El índice IFO, que traduce más fielmente el clima de los negocios percibido por los industriales, progresó ligeramente, pero las anticipaciones retroceden. La bajada del euro desde el otoño pasado (15% en términos efectivos) sigue constituyendo un elemento de apoyo para la confianza de los industriales. Tras un crecimiento del 0,2% en el 1<sup>er</sup> trimestre, la actividad industrial ha sido más dinámica hasta el mes de mayo, y desde entonces estancada. Podría producirse una ralentización en el 2<sup>o</sup> semestre, sobre todo implementando con rapidez los programas de saneamiento presupuestario. **La economía japonesa**, que sorprendió al alza a principios de año, debería decelerarse y podría verse afectada por la nueva orientación de la política económica en que el apoyo al consumidor será menos importante.

**Las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias.** La FED podría aumentar el tipo objetivo de los fondos federales (0,25% desde diciembre de 2008) hacia finales del 2<sup>o</sup> trimestre de 2011, esencialmente por consideraciones de credibilidad, y a condición de que ni la crisis de la deuda soberana europea ni la estabilización de la actividad se acentúen. El BCE debería proseguir las compras de títulos públicos comenzadas en mayo y seguir proporcionando liquidez a los bancos, tal y como lo hizo a principios de julio al vencer la operación a 12 meses llevada a cabo en junio de 2009. El BCE aumentará sus tipos rectores después de la FED a causa del bajo crecimiento europeo y de la inflación limitada.

**EE.UU.: inversión productiva bien orientada**



**Alemania: el euro bajo sostiene la confianza**



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas emergentes

### Crecimiento alto y normalización generalizada de las políticas monetarias

Una pausa bienvenida en la reactivación después de un fuerte repunte

Normalización de los tipos en los países emergentes. Sobrecalentamiento en Brasil

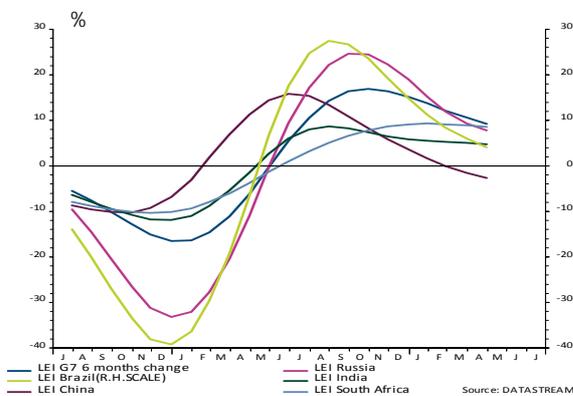
Ciclo económico chino: bajada de los bienes inmobiliarios, pausa en el estrechamiento monetario

Después de haber superado el punto alto de crecimiento en el otoño pasado, los indicadores avanzados de las economías emergentes siguen decelerándose, pero a un ritmo más moderado, y algunos deberían estabilizarse en el próximo otoño. En el caso de la India, el indicador supone una estabilización prematura del crecimiento a un porcentaje alto. La debilidad de la economía estadounidense y la vulnerabilidad de la Eurozona no parecen afectar la reactivación de los emergentes, ya que las exportaciones siguen bien sostenidas y los fundamentales macroeconómicos se mantienen sólidos. El tipo de crecimiento de los países emergentes debería superar el 6,3% y el 6%, en 2010 y 2011 respectivamente, acercándose a la tendencia a largo plazo. Pero a corto plazo, el repunte económico es manifiestamente demasiado fuerte (ver Singapur con un aumento del 23% del PIB T/T) y potencialmente inflacionista, lo que justifica la prosecución de la normalización de la política monetaria en la mayoría de los países emergentes.

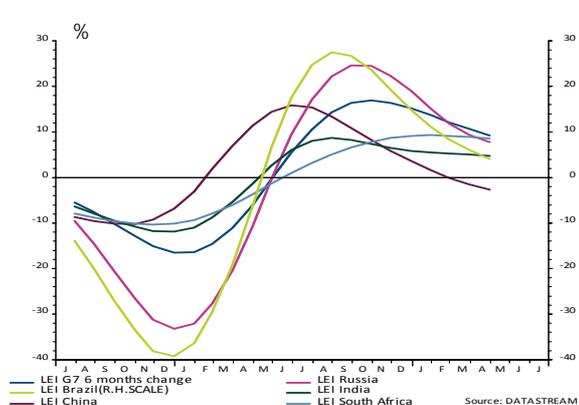
En **Brasil**, la recuperación económica es excepcionalmente vigorosa, generando más de un 5% de incremento del empleo desde mediados de 2009, lo que favorece el repunte del consumo privado. El PIB debería cerrar el año con un aumento excepcional de más del 7%. El sobrecalentamiento generado por la recuperación debería justificar la prosecución del estrechamiento monetario. La situación es similar en la India, donde la economía funciona a pleno régimen mientras los tipos reales se mantienen en mínimos históricos. Corea también ha comenzado a normalizar aumentando por sorpresa su tipo rector en 25 pb, en reacción al vigor de la recuperación de la economía estimulada por las exportaciones, mientras el consumo privado empieza a tomar el relevo.

En **China**, el estrechamiento monetario ha logrado volcar la tendencia de los precios del sector inmobiliario y frenar las actividades de construcción y las inversiones, minimizando los riesgos de deriva inflacionista. Los bancos han tomado medidas restrictivas suprimiendo ciertos tipos de préstamo. En este contexto, los economistas comienzan a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento para 2010. Debería producirse una flexibilización de las riendas monetarias hacia finales de año, mediante el aumento de las cuotas sobre los préstamos y la reactivación de las hipotecas y de los volúmenes de transacciones inmobiliarias, lo que debería corresponder al punto bajo del ciclo de los indicadores avanzados chinos y a la confirmación de un mínimo para las bolsas chinas.

Economías emergentes: creaciones de empleo



Deceleración de los indicadores avanzados



# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Bonos del Estado

### De la crisis soberana a las inquietudes económicas

Vuelve la palabra « recaída », pero por el momento la descartamos de nuestro escenario

Mientras nos preocupábamos por la Unión Europea y nos concentrábamos en las medidas implementadas por los gobiernos - y que aumentaban las diferencias entre las rentabilidades de los países *core* y aquellas de los países periféricos -, los tipos de interés bajaban en Estados Unidos y en el Reino Unido. Y por diferentes razones. El escenario del *double dip* (es decir, de recaída económica), que se había descartado tras una recuperación que parecía bastante sólida, comenzó a preocupar nuevamente a los inversores. Por el momento, no pensamos que se realice semejante escenario, pero el ritmo más lento del crecimiento económico esperado en los próximos meses no abogará en favor de una subida significativa de los tipos de interés.

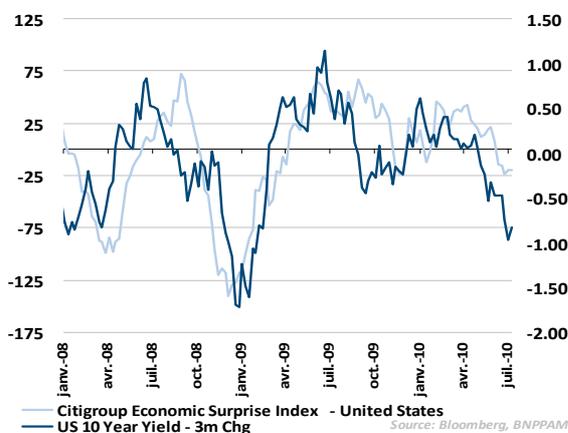
Este es nuestro punto de vista desde hace algún tiempo, no obstante, los bajos niveles de las rentabilidades nos preocupan. Desde luego, la tendencia bajista de la inflación subyacente y el prolongado statu quo de los bancos centrales justifican el mantenimiento de niveles bajos, pero pese a ello nos parece que las valoraciones actuales integran una degradación demasiado marcada del crecimiento y de las anticipaciones de inflación.

Por su parte, mientras persistan los problemas estructurales, la aversión al riesgo va a seguir acompañándonos con altos y bajos. El estrechamiento fiscal previsto en ciertos países aún debe dar sus pruebas, y esto llevará tiempo. El sector financiero sigue constituyendo una preocupación esencial, incluso si los volúmenes de la última adjudicación a tres meses del BCE hacen pensar en necesidades menos importantes de liquidez por parte de los bancos. La realidad es que siguen existiendo fuertes disparidades entre las entidades de los diferentes países.

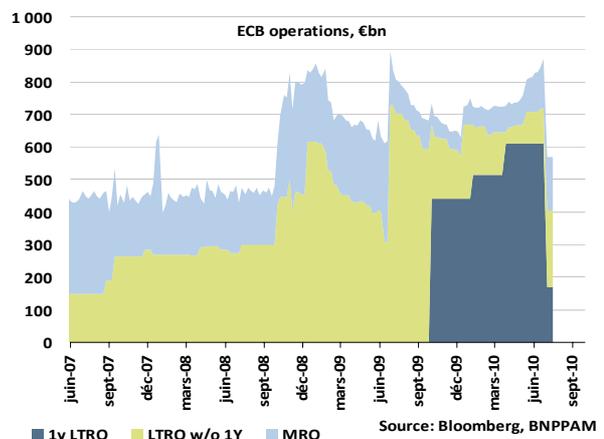
Los « stress tests » provocan expectación

Una vez pasadas las inquietudes en torno al vencimiento de la operación a doce meses del BCE, los mercados se concentran ahora en los resultados de los « stress tests » de los bancos europeos. Esta iniciativa será aún más eficaz cuando esté destinada a las problemáticas que afectan a los mercados (pérdidas potenciales sobre efectos públicos) pero no habrá que hacerse demasiada ilusión ya que la resolución de la crisis aún tomará mucho tiempo.

Bajas de tipos y sorpresas económicas



Se solicita menos liquidez al BCE



# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Crédito IG y HY

### Entre temores y realidad

**Persisten los temores en el sector financiero...**

El mercado crediticio recuperó sus colores en junio tras un mes de mayo un poco caótico. Sin embargo, al analizar los detalles, la situación sigue siendo compleja.

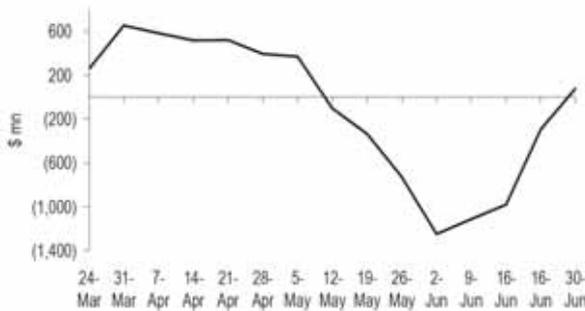
En el universo *Investment Grade*, en Estados Unidos, la ampliación de los diferenciales se ha visto contrarrestada por la bajada de los tipos subyacentes. Esto es parcialmente válido para Europa, dado que los comportamientos de las diferentes firmas, en particular en el sector financiero, dependen mucho del país de origen y de las correspondientes problemáticas. E incluso si el resultado de la refinanciación a tres meses del BCE contribuye a disipar un poco los temores, el acceso al mercado sigue siendo muy complicado para una parte del sector bancario, tanto en el mercado primario como en el interbancario. Al respecto, los « stress tests » permitirán comprender mejor el estado de las entidades financieras, pero luego habrá que proponer soluciones para aquellas que se encuentran en dificultad.

En el universo *High Yield*, las cosas van mejorando progresivamente. Los temores que habían surgido en el mes de mayo se están disipando, con los inversores que vuelven a esta clase de activos y las empresas que pueden nuevamente refinanciarse en el mercado primario. En nuestra opinión, esto es positivo, ya que esta actitud confirma que los inversores están dispuestos a tomar un riesgo HY en un contexto de incertidumbre general. ¿Por qué? Porque en ausencia de recaída económica, los *spreads* deberían verse sostenidos, mientras el *carry trade* sigue ofreciendo una remuneración atractiva.

**...mientras mejoran los fundamentales para el resto de las empresas**

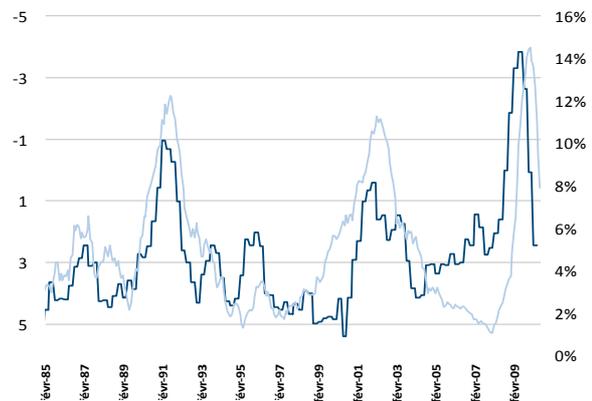
Un crecimiento moderado combinado a una mejora de los fundamentales de las empresas son factores de apoyo para el crédito. Ahora bien, las incertidumbres relativas al crecimiento económico, la resolución de las problemáticas en torno a los riesgos soberanos y la evolución del sistema financiero fragilizan este equilibrio. En consecuencia, esta clase de activos debería experimentar movimientos marcados, que reflejan la incertidumbre de los inversores.

**Los inversores vuelven al *High Yield***  
Four-week rolling high-yield mutual fund flows



Sources: J.P. Morgan; AMG Data Services

**Siguen bajando los porcentajes de incumplimiento**



# MERCADO DE DIVISAS

## La atención se concentra en el dólar

A corto plazo, los temores de *double dip* afectan al dólar

En 2011, el euro volvería a debilitarse (diferencial de crecimiento y de tipos de interés)

La eventual bajada del yen debería ser limitada al principio

La mayor flexibilidad del yuan...

...puede reactivar el interés por las divisas « commodities »

**Fin provisional de la bajada del euro frente al dólar.** Mientras la paridad EUR/USD estaba por debajo de 1,19 el 7 de junio a raíz de las inquietudes sobre la deuda soberana, en particular en España, se produjo la corrección que habíamos previsto. En un principio, la subida de la paridad fue bastante caótica, afirmándose después en base a consideraciones técnicas y luego más fundamentales. Los datos económicos decepcionantes publicados a principios de julio en Estados Unidos (ISM, empleo) reactivaron el escenario del retorno a la recesión de la economía estadounidense y postergaron las anticipaciones de estrechamiento monetario de la FED. Este fenómeno, que llevó el euro hacia 1,26 dólar, podría perdurar durante el verano, pero con movimientos erráticos y sin amenazar la tendencia.

El mantenimiento de una política monetaria acomodaticia y las próximas medidas de austeridad (con temores en torno a la subida del IVA) afectarán al **yen** (principalmente frente a las divisas de las economías más dinámicas del G10). Es probable que el gobierno japonés no esté satisfecho con los niveles actuales del yen frente al dólar (en torno a 87) y al euro (frente al cual se alcanzó un punto bajo a menos de 108 yenes a finales de junio), pero su comunicación sobre el tema es cambiante en este momento. La confusión política tras las elecciones senatoriales del 11 de julio que privan al DPJ de mayoría es a priori bajista para el yen.

La decisión del PBoC en favor de una mayor flexibilidad de su régimen de cambio se hizo el 19 de junio, algunos días antes del G20 de Toronto, lo que confirma la importancia política de la paridad **USD/CNY**. Este anuncio pone un término al tipo de cambio fijo del yuan (en torno a 6,82 por un dólar) decidido en noviembre de 2008 para sostener a los exportadores chinos en el contexto de ralentización mundial. El PBoC vuelve al sistema implementado en julio de 2005: pilota las variaciones del yuan respecto a una cesta de divisas, lo que permite una apreciación gradual del yuan (19% frente al dólar entre julio de 2005 y julio de 2008, sin tener en cuenta la reevaluación inicial del 2%). Por el momento, la subida ha sido moderada (+0,8% de finales de mayo al 9 de julio) y debería seguir siéndolo ya que, incluso si las autoridades chinas procuran reorientar el crecimiento hacia la demanda interna, éstas no precipitarán el proceso. En todo caso, esta decisión podría facilitar la apreciación de ciertas divisas emergentes y de las divisas tradicionalmente vinculadas a las materias primas (CAD, AUD, NOK). Más allá del rebrote de confianza en cuanto a la demanda de los países emergentes, los inversores estarán atentos a las consideraciones sobre la valoración de estas divisas y sobre las políticas monetarias, dos elementos positivos para el **dólar canadiense** y la **corona noruega**.

### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	07-Jul-10	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		2Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2648	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20	1.10	1.15
	USD / JPY	93	87.43	87	95	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0500	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8543	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5219	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47	1.37	1.46
	USD / CHF	1.03	1.0575	1.06	1.10	1.07	1.11	1.11	1.15	1.16	1.21
EUR Block	EUR / JPY	134	110.57	109	119	116	123	112	118	113	118
	EUR / GBP	0.89	0.8310	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85	0.77	0.82
	EUR / CHF	1.48	1.3375	1.30	1.35	1.28	1.33	1.30	1.35	1.32	1.37

Source: BNPP AM as of 7/7/2010



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

### Un verano incierto

**Menor expansión económica, pero ausencia de recesión**

Los temores sobre la salud del sistema bancario – en particular de la Eurozona, debido a su exposición a las deudas soberanas europeas – y sobre la amplitud de la ralentización de la economía mundial, se han generalizado en estas últimas semanas, mientras ciertos inversores temen una fuerte recaída de la economía. Estas inquietudes se han visto alimentadas por la persistencia de la degradación de los indicadores avanzados, especialmente en China y Estados Unidos, en un momento en que ciertos bancos centrales (principalmente de países emergentes) comienzan a aumentar sus tipos rectores.

Si bien no puede excluirse un retorno de la recesión, este riesgo nos parece limitado habida cuenta del dinamismo de numerosos países emergentes, de la amplitud de las medidas implementadas en estos últimos años y de las políticas monetarias que seguirán siendo acomodaticias durante mucho tiempo aún en los principales países desarrollados. Mantenemos nuestro escenario de crecimiento más moderado a partir del 2º semestre de 2010 y más allá, lo que no constituye un obstáculo ineludible para la progresión de los mercados bursátiles en un contexto de liquidez abundante y de valoración razonable, e incluso atractiva, sobre la base de los P/E prospectivos a 12 meses y de los P/BV inferiores a su media a largo plazo. Sin embargo, **los retos estructurales de los próximos años y la ausencia de un fuerte catalizador en periodo de dudas sobre la perennidad del crecimiento económico y de los beneficios, nos incitan a ser prudentes sobre la renta variable a medio plazo.**

**Hacia una mayor transparencia en el sector bancario...**

Ahora bien, a corto plazo, hay dos momentos importantes en este principio de verano que podrían sostener los mercados: la publicación de los « stress tests » de los bancos europeos y la temporada de los resultados trimestrales.

- Prueba de la implicación de los Estados para resolver la crisis de confianza que afecta al sector bancario, la realización de los « stress tests » a nivel europeo es un paso hacia una mayor transparencia, una menor incertidumbre y por lo tanto una menor aversión al riesgo. La clarificación de las hipótesis contenidas en estos tests ya ha contribuido al repunte de los mercados bursátiles estos últimos días. Bajo la dirección del CEBS<sup>1</sup>, 91 bancos europeos - que representan el 65% del total de los activos - deben probar su resistencia a un escenario de crisis económica y/o de incumplimiento de un Estado miembro sobre su deuda.

### ISM y rentabilidad bursátil

Date		ISM manuf		Performances of the S&P 500							
Peak	Trough	Peak	Trough	1m before	1m after	3m after	4m after	6m after	12m after		
Mar-66	Apr-67	65.7	42.8	2.7%	2.6%	-4.6%	-5.8%	-13.8%	2.2%		
Nov-68	Nov-70	58.1	39.7	-4.2%	-4.2%	-9.4%	-6.3%	-4.5%	-13.4%		
Jan-73	Jan-75	72.1	30.7	1.9%	-3.6%	-7.6%	-8.6%	-5.7%	-16.2%		
Feb-76	Nov-76	61.5	51.7	1.2%	2.3%	0.5%	4.6%	2.4%	0.1%		
Jul-78	May-80	62.2	29.4	-4.5%	3.5%	-4.9%	-5.3%	1.1%	3.2%		
Nov-80	May-82	58.2	35.5	-10.1%	-3.7%	-6.6%	-4.4%	-5.6%	-10.1%		
Dec-83	May-85	69.9	47.1	0.9%	-1.2%	-3.5%	-3.0%	-7.1%	0.8%		
Dec-87	Jan-91	61.0	39.2	-7.1%	3.7%	4.1%	5.4%	10.3%	12.0%		
Oct-94	Jan-96	59.4	45.5	-2.3%	-4.2%	-1.1%	2.9%	8.6%	23.1%		
Jul-97	Dec-98	57.7	46.8	-7.1%	-5.5%	-5.5%	-5.1%	0.3%	2.9%		
Nov-99	Oct-01	58.1	40.8	-1.9%	5.4%	-1.6%	7.1%	2.4%	-5.3%		
Jun-02	Apr-03	53.6	46.1	7.6%	-8.8%	-17.6%	-10.0%	-11.2%	-1.5%		
May-04	Dec-08	61.4	32.5	-1.2%	1.8%	-1.9%	-0.5%	4.7%	7.0%		
average performance				-1.9%	-0.9%	-4.6%	-2.2%	-1.4%	0.4%		
median performance				-1.9%	-1.2%	-4.6%	-4.4%	0.3%	0.8%		
% of periods with negative performance				61.5%	53.8%	84.6%	69.2%	46.2%	38.5%		

Source: Datastream, BNPP AM

### Valoración razonable



<sup>1</sup> Comité europeo de supervisores bancarios



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

**... y las sorpresas positivas sobre los BPA del 2º trimestre podrían sostener los mercados bursátiles a corto plazo**

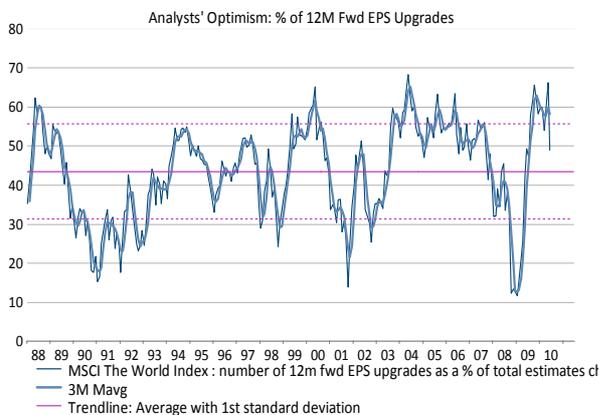
**Menos negativismo hacia la Eurozona y menos positivismo hacia Estados Unidos**

La publicación de estos resultados el próximo 23 de julio permitirá barrer con las incertidumbres sobre la solidez de los balances de los bancos y conocer sus necesidades en capital. El importe de las recapitalizaciones necesarias y los medios implementados para lograrlo serán cruciales para la reacción de los mercados financieros.

- La temporada de resultados para el 2º trimestre debería volver a sorprender positivamente. En cambio, las orientaciones de las empresas en la segunda parte del año podrían ser más prudentes a causa de la degradación de las perspectivas de actividad. Las sorpresas positivas sobre los resultados deberían generar algunas revisiones al alza de los BPA para este año, pero no bastarán para invertir la tendencia a la baja del crecimiento de los beneficios para los próximos trimestres. En línea con la ralentización económica, la progresión de los ingresos de las sociedades va a erosionarse mientras el potencial de expansión de los márgenes operacionales es cada día más limitado. Así, el ciclo de los beneficios irá bajando progresivamente y los analistas revisarán sus previsiones a la baja; el optimismo de los mismos, medido por el porcentaje de revisiones al alza, ya ha empezado a volver a la baja. En este contexto, la anticipación de los analistas de un crecimiento del 19% de los BPA en 2011 para el MSCI World, tras un 34% este año, parece demasiado optimista, lo que podría afectar a los mercados.

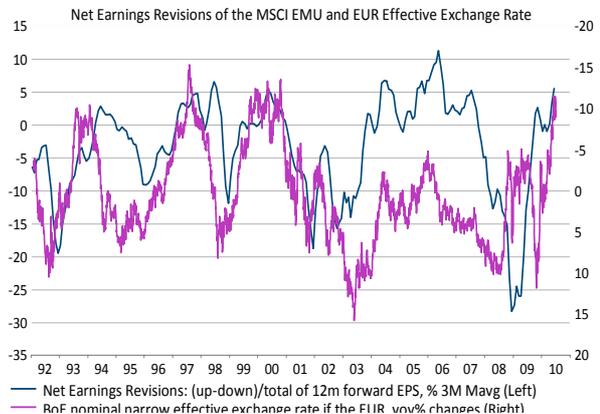
Este mes hemos reestablecido nuestra opinión sobre la renta variable de la Eurozona habida cuenta de: 1/ la buena resistencia de los indicadores avanzados de actividad durante la « crisis griega »; 2/ el término de las incertidumbres sobre el sistema bancario gracias a la publicación de los « stress tests »; y 3/ el impacto favorable de un euro más bajo sobre los beneficios. Sin embargo, los retos estructurales de una región económica frágil y muy heterogénea son considerables, y nos conducen a la prudencia. En contrapartida, hemos reducido nuestro punto de vista positivo sobre Estados Unidos, dado que la alta aversión al riesgo y la ausencia de aumento de los tipos rectores de la FED antes de mucho tiempo están contrarrestadas por la bajada de las revisiones de beneficios. Pese a la solidez de su economía doméstica en la actual fase de ralentización, conservamos una reserva con respecto a los mercados australiano y canadiense. Las valoraciones relativas poco atractivas, el principio de los estrechamientos monetarios – incluso tímidos, a causa de las inquietudes originadas por la crisis financiera europea – y la importante exposición a las materias primas son las principales razones de ello.

**Disminuyen las revisiones al alza**



Source: Factset, BNPP AM

**Beneficios europeos ayudados por el euro menos fuerte**



# 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

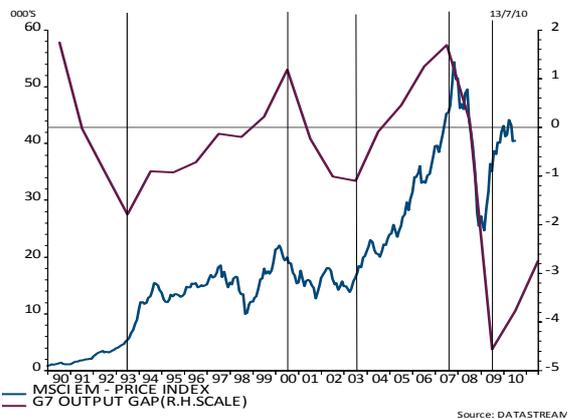
Los mercados emergentes consolidaron ligeramente bajo el efecto de los nuevos riesgos de recesión en los países desarrollados, de la ralentización en China y de la crisis de la deuda soberana en Europa. La ligera consolidación generó niveles atractivos de valoración, mientras que los riesgos de recesión son moderados en las economías emergentes gracias a la actividad sostenida, tanto a nivel de demanda doméstica como de exportaciones.

Los indicadores avanzados de las economías emergentes siguen orientados a la baja, reflejando la prosecución de la fase de consolidación de las bolsas durante más tiempo. En efecto, la fase de estrechamiento monetario acaba de comenzar en Corea y Taiwán (pero tímidamente), se encuentra en fase inicial en las economías muy expuestas a la demanda doméstica como Brasil y la India, y muy avanzada en China, donde el sector inmobiliario por fin comienza a reaccionar negativamente. En este contexto, las bolsas mostrarán una volatilidad superior durante los próximos meses, ya que una deceleración del ritmo de crecimiento combinada al aumento de los tipos de interés generarán revisiones bajistas de los beneficios.

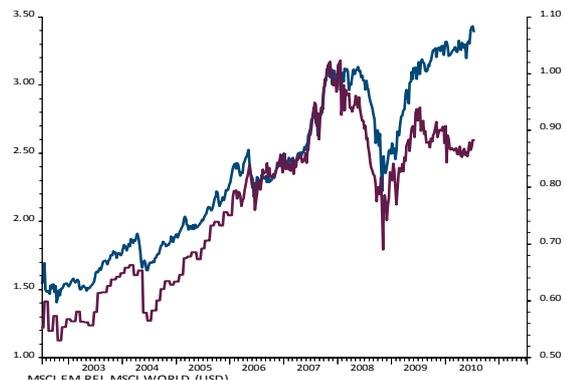
Ingresos de las sociedades emergentes principalmente expuestas a los mercados domésticos

No observamos fuertes riesgos bajistas en las bolsas emergentes, como máximo podrá producirse una consolidación. La dinámica de crecimiento es muy doméstica o intrarregional, la valoración de las bolsas ha vuelto a ser atractiva, y la rentabilidad de los fondos propios sigue siendo muy favorable con una calidad superior de los balances. Además, las economías asiáticas y del G7 muestran un importante « output gap » negativo que aboga en favor de una normalización moderada de los tipos de interés. Históricamente, esta condición está correlacionada con una rentabilidad positiva de las bolsas emergentes. Finalmente, las sociedades cotizadas emergentes están muy expuestas a los mercados domésticos. Por ejemplo, el 93% de los ingresos de las empresas cotizadas chinas son de origen doméstico (87% para Brasil), lo que ofrece a la vez una excelente protección contra las incertidumbres económicas en Estados Unidos y Europa, y un buen proxy del crecimiento de las economías emergentes. Por lo tanto no es sorprendente que los índices emergentes hayan superado a los desarrollados, y que las pequeñas y medianas capitalizaciones hayan resistido mejor estos dos últimos meses pese a la atonía ambiental. En este contexto, toda debilidad de los mercados causada por una recrudescencia de los riesgos constituye una ocasión para adoptar una opinión más positiva.

Output gap negativo, rentabilidad positiva



Emergentes: sobrerentabilidad y mejor mercado



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados emergentes

**China en espera del vuelco de los indicadores avanzados**

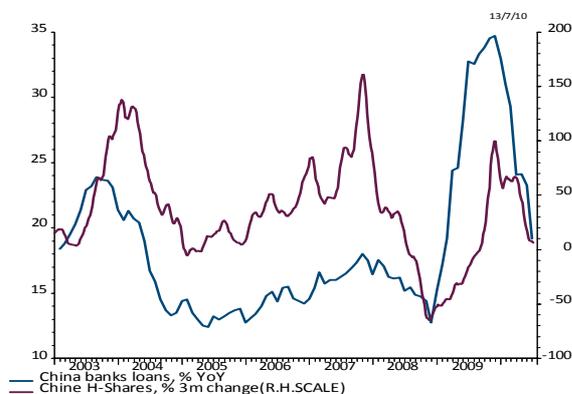
**China.** El mercado se encuentra actualmente sobrevendido, la valoración es relativamente atractiva mientras los inversores siguen manteniendo una actitud prudente. Pero también es un mercado muy sensible a la evolución de la liquidez y de los préstamos bancarios. La economía china comienza por fin a reaccionar a los estrechamientos monetarios; esto se refleja en la moderación de los indicadores de confianza de las empresas, en la estabilización de la inflación y sobre todo en el vuelco del precio de los bienes inmobiliarios. Es muy probable que las autoridades suelten los frenos monetarios hacia finales de año, cuando la bajada del sector inmobiliario ya esté confirmada. Esto constituirá entonces una de las señales avanzadas significativas de una nueva fase muy favorable de rentabilidad para el mercado chino, con la estabilización de los indicadores avanzados.

**El mercado coreano** se mantiene bien sostenido por los fundamentales económicos y las perspectivas de revisión al alza de los beneficios. La valoración es atractiva con un PER de x8,9. El retorno del índice hacia los niveles anteriores a la crisis de 2008 provoca muchas tomas de beneficio por parte de inversores privados que, desde la bajada de los mercados en mayo de 2010, se han vuelto particularmente adversos al riesgo y desean limitar sus pérdidas refugiándose en la renta fija. **La India es una apuesta estructural a largo plazo** sobre la demanda doméstica y las reformas, mientras que a corto plazo, el mercado sigue siendo demasiado caro y el ciclo de subida de los tipos de interés acaba de comenzar, lo que justifica nuestra prudencia.

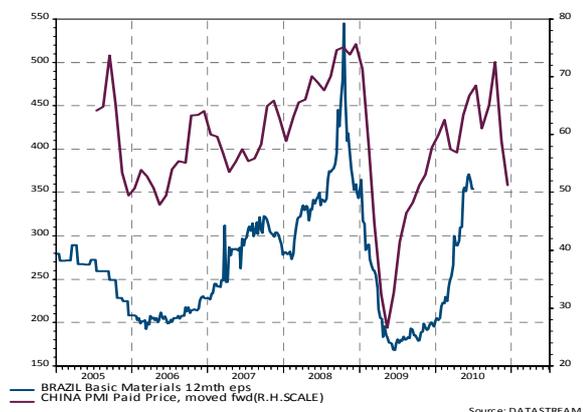
**Brasil está expuesto al estrechamiento monetario y a la bajada del precio de las materias primas**

**El mercado brasilero** se enfrenta a dos riesgos: en el ámbito interno, al sobrecalentamiento de la economía y al estrechamiento monetario resultante, y en el externo, a la ralentización de las inversiones en China y a la bajada de los precios de las materias primas. El indicador de los precios pagados chinos disminuye desde hace dos meses, y debería prefigurar una revisión a la baja del sector de los materiales en Brasil. También **Rusia** es muy dependiente del precio de las materias primas, en particular del petróleo, ya que las tasas sobre la energía financian la mitad del presupuesto federal. Prevemos sólo un pequeño aumento del precio del petróleo, pero mantenemos un sesgo ligeramente positivo sobre la bolsa rusa debido a la valoración, que ofrece una desviación del 40% aproximadamente respecto al universo emergente.

**China: rentabilidad muy correlacionada con los préstamos**



**Brasil: beneficios sensibles a China**



# ESTRATÉGIAS ALTERNATIVAS

## Materias primas

### Opinión prudente sobre las materias primas. Preferencia por el oro

Tras el repunte « cíclico », se espera la transición hacia un régimen duradero de aumento de la demanda mundial

La demanda de inversión debería seguir sosteniendo las cotizaciones del oro

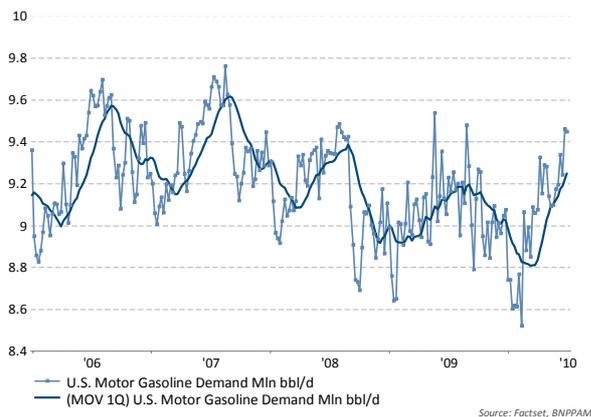
Mientras la demanda de productos petroleros en Estados Unidos ha seguido progresando, los temores suscitados por el entorno macroeconómico siguen afectando las cotizaciones del **bruto**. Así, las próximas semanas serán determinantes en la medida en que se debería saber si la mejora observada hasta ahora en el mercado físico prosigue, pese al contexto degradado. Si nos mantenemos optimistas para el petróleo en un horizonte de 6-12 meses, a corto plazo subsistirán numerosos factores de riesgo.

Nos hemos vuelto reservados con respecto a **los metales básicos**, dado que entramos en un periodo tradicionalmente menos favorable a la demanda. En efecto, si bien los fundamentales de ciertos metales deberían mantenerse sólidos a medio plazo, la conjunción de una ralentización estacional de la demanda china y de la disipación progresiva del efecto « repunte manufacturero » en las economías desarrolladas podría afectar el sentimiento y conducir a una ligera consolidación de los precios a corto plazo.

El reciente retorno del apetito por el riesgo generó la bajada de la demanda de inversión para el **oro** en las últimas semanas. Sin embargo, el entorno monetario, que se mantiene muy favorable, así como la persistencia de las inquietudes sobre la situación de las grandes economías desarrolladas, debería permitir que el metal siga siendo una inversión atractiva a corto plazo. **Conservamos una opinión ligeramente positiva** sobre el oro.

**Nos mantenemos sin interés** por **los cereales**. En efecto, la debilidad reciente de los fundamentales de los mercados de cereales ha hecho que los inversores abandonen estos mercados. Y si los bajos niveles de precios reducen los riesgos a la baja, las previsiones de rendimientos de producción récord para las próximas cosechas también limitan el potencial de aumento. El maíz es el cereal que presenta los mejores fundamentales.

Aumenta la demanda de gasolina en EE.UU.



Disminuyen los flujos de inversión hacia el oro



## CONTACTOS & ADVERTENCIAS

### 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

---

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)\*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)\*\*.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les Instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les Instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des Instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux Instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les Instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

\* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiées, au capital de 62 845 552 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

\*\* « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter votre Partenaire local agréé.

