



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

Los riesgos del otoño

El verano fue bastante favorable para todas las clases de activos: renta variable, renta fija y materias primas progresaron de forma conjunta. Sin embargo, esta configuración positiva para todos los activos nos parece incierta.

En agosto redujimos nuestra exposición a la renta variable de los países desarrollados, y ahora recomendamos una cartera destinada a resistir a un contexto de alta aversión al riesgo (ver página 2). Nuestro escenario económico no ha sufrido cambios y nos conduce a pensar que la ralentización de las economías desarrolladas va a confirmarse en los próximos meses, ejerciendo presiones sobre la renta variable. Por otra parte, la dinámica de las revisiones macro y microeconómicas podría invertirse: los consensos de los economistas sobre el crecimiento americano para el año próximo aún son demasiado optimistas, y los de los analistas financieros sobre los beneficios de las sociedades cotizadas en bolsa también deberían serlo. Por último, es inquietante observar que la nueva ampliación de los diferenciales soberanos en el interior de la Eurozona no haya influido hasta ahora sobre las otras clases de activos.

¿Qué valoran los mercados?

Actualmente, lo más difícil es saber qué tipo de escenario valoran los mercados. Estos no manifiestan mucho optimismo respecto al crecimiento, si observamos el nivel de los tipos a largo plazo en las principales economías y los múltiplos de la renta variable. No obstante, dudamos que las bolsas de los países desarrollados sean capaces hoy en día de resistir indemnes a la confirmación de una ralentización. Incluso si las valoraciones no son tensas, éstas tendrán que absorber la disminución de los consensos, lo que no es habitual desde hace un año y medio. Por otra parte, el nivel actual relativamente bajo de la volatilidad (el índice VIX se acercó a 20) indica demasiada pasividad frente a los riesgos inherentes a la ralentización. Finalmente, la pendiente de la curva de tipos, bastante pronunciada aún, refleja perspectivas de crecimiento dinámico. Sin embargo, se puede dudar de este indicador habida cuenta del bajo nivel alcanzado por la parte corta de la curva, que la obliga a mantener una fuerte pendiente.

Mientras los factores de apoyo a corto plazo han quedado atrás (anuncios de resultados de las empresas, *stress tests* bancarios), **hoy en día ya no percibimos ningún apalancamiento a corto plazo.** En cambio, los riesgos de corrección vinculados al entorno económico o a los riesgos estructurales (deuda pública, desendeudamiento de los hogares...) nos parecen más tangibles, aunque es difícil anticiparlos. Esta incómoda configuración aboga en favor de una ligera infraexposición a la renta variable. Nos mantenemos neutros en los bonos de gobierno y ligeramente sobrepuestos en el *high yield*. En cuanto a las materias primas, seguimos prefiriendo el oro.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Infraponderación de las acciones desarrolladas
- Neutralidad en la renta variable emergente, que seguimos prefiriendo a medio plazo
- Neutralidad en la deuda estatal, sobre ponderación (reducida) en el crédito High Yield
- Sobreponderación del oro

Arbitraje renta variable desarrollada

- Aumentamos la sobreponderación sobre la Eurozona
- Pasamos a una posición infraponderada sobre Japón
- Mantenemos la sobreponderación sobre Estados Unidos (reducida en beneficio de la Eurozona) y el Reino Unido

Arbitraje renta variable emergentes

- Ligera sobreponderación sobre China y Rusia
- Volvemos a la neutralidad sobre India y Brasil
- Pasamos a una posición infraponderada sobre Taiwán

Cartera modelo diversificada tipo – Clientes institucionales

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS : CARTERA MODELO

MULTI-ASSET CLASS1

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0,15	-1,9%	-1,8%
Emerging Equities	-0,01	-0,1%	-0,1%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0,02	1,4%	2,2%
Investment Grade	0,00	0,1%	0,1%
High Yield	0,07	1,9%	1,9%
COMMODITIES			
Brent Oil	0,00	0,0%	0,0%
Base Metals	0,00	0,0%	0,0%
Gold	0,06	0,6%	0,6%
Agricultural	0,00	0,0%	0,0%
Cash Euro		-2,0%	-2,8%
Module Total		0,0%	0,0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1,00%
Real Ex-ante Volatility	0,62%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0,04	0,3%	2,0%
Canada	0,00	-0,2%	-0,7%
Euroland	0,11	1,4%	0,2%
Japan	-0,16	-1,6%	-0,1%
UK	0,08	1,1%	1,0%
Switzerland	-0,01	-0,3%	-0,3%
Australia	-0,05	-0,8%	-2,0%
Module Total	0,0	0,0%	0,00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0,2	5,4%	5,4%
Euroland	-0,3	-11,1%	5,8%
Japan	0,0	0,9%	-4,3%
UK	0,2	3,9%	-5,9%
Switzerland	0,0	0,9%	-0,9%
Module Total	0,0	0,0%	0,00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0,01	0,1%	0,66%
China	0,05	0,5%	-1,02%
India	0,02	0,2%	-0,97%
South-Korea	0,10	1,0%	0,39%
Taiwan	-0,04	-0,3%	0,68%
Russia	0,05	0,3%	0,25%
South Africa	-0,17	-1,8%	0,01%
Turkey	0,00	0,0%	0,0%
Module Total	0,00	0,0%	0,00%



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Punto de vista Bajada de régimen

Las cifras del empleo siguen bajas en Estados Unidos

Reactivar la confianza de los hogares y de las empresas

La Eurozona a la cabeza del G3...

...pero seguramente no por mucho tiempo

Decepciones americanas. El verano dejará la impresión de una bajada de régimen de la economía americana (1,6% de crecimiento en ritmo anualizado en el 2º trimestre) frente a una Eurozona en excelente salud (4%). Pero se trata de una imagen distorsionada: las cifras negativas publicadas en Estados Unidos en agosto y principios de septiembre confirman la ralentización de la actividad tras el repunte industrial generado por la recuperación del comercio mundial en 2009 y el consecuente ajuste de los inventarios. El empleo aún no arranca y esta nueva « recuperación sin empleo » va acompañada de un importante aumento de la duración del periodo de desempleo. Esta situación se debe esencialmente a la reticencia de las empresas a contratar después de los despidos masivos de 2008 y 2009, y podría alimentar un círculo vicioso en que los hogares seguirían reconstituyendo su ahorro mucho más allá del porcentaje actual (alrededor del 6%), disminuyendo el consumo y amenazando así el crecimiento económico y el empleo. Esta evolución podría llevar al temible « doble dip », que no es nuestra hipótesis central, aunque las recientes declaraciones de Ben Bernanke o de Barack Obama muestran que el empleo sigue constituyendo la principal preocupación de las autoridades. El Presidente anunció nuevas medidas para promover « el crecimiento y las contrataciones » e « incitar a las empresas a crear empleos en el territorio americano », gracias a reducciones de impuestos para las PYMES y a un mejor acceso al crédito. Se trata de inspirar de nuevo confianza a los actores económicos, aunque el índice de paro siga alto en los próximos meses - sin impedir fatalmente los aumentos de salario. El crecimiento frágil se mantiene bajo vigilancia.

Buenas sorpresas para la Eurozona. Mientras Estados Unidos y Japón dan signos de agotamiento en el 2º trimestre, la Eurozona presenta un crecimiento del 1% generado por la sólida progresión de la inversión (+1,8%) y por el buen nivel del consumo (+0,5%). Alemania registra excelentes resultados con un aumento del PIB del 2,2%, originado por la inversión (bienes de equipo y construcción) y las exportaciones netas. Las encuestas coyunturales se mantienen globalmente bien orientadas, reflejando la expansión de la actividad, pero las perspectivas de los empresarios y directivos de compras comienzan a decrecer mostrando que la incertidumbre se prolonga más allá de este trimestre. Pese al aumento de la demanda interna, las economías europeas (que además presentan importantes disparidades) no parecen poder escapar a la ralentización mundial. Más que un « desacoplamiento », se trata del habitual desfase de los ciclos económicos entre América y Europa. El escenario más probable es el de un crecimiento moderado del conjunto de los países desarrollados, resultante de una situación estructural frágil donde el desendeudamiento de los actores privados afecta al consumo, mientras los déficits públicos suscitan temores a más largo plazo.

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= Mean; H= High; L=Low																		
Developed Economies																		
USA	-2.6	2.9	3.2	2.6	[3.1]	2.8	4.0	1.8	[3.0]	-0.3	1.6	1.9	1.3	[1.7]	1.4	2.7	0.2	[1.5]
Canada	-2.5	3.4	3.6	3.0	[3.5]	2.7	3.5	2.1	[2.8]	0.3	1.8	2.2	1.5	[1.9]	2.2	2.7	1.8	[2.2]
Euro zone	-4.1	1.2	1.5	0.8	[1.1]	1.4	2.1	0.6	[1.4]	0.3	1.5	1.7	1.3	[1.5]	1.6	2.1	1.0	[1.5]
UK	-4.9	1.5	1.9	0.9	[1.3]	2.0	2.9	1.0	[2.1]	2.2	3.0	3.4	2.7	[3.0]	2.6	3.9	1.5	[2.3]
Switzerland	-1.5	2.1	2.5	1.6	[2.0]	1.8	2.5	1.2	[1.8]	-0.5	0.8	1.1	0.3	[0.8]	0.9	1.5	0.5	[1.0]
Japan	-5.3	3.2	3.6	2.7	[3.2]	1.5	2.6	0.3	[1.6]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.3	[-1.0]	-0.2	0.4	-0.6	[-0.2]
Australia	1.3	3.0	3.8	2.7	[3.0]	3.4	4.1	2.6	[3.3]	1.8	3.0	3.2	2.8	[3.2]	3.0	3.6	2.6	[3.1]

Source: Consensus Forecasts as of 09/08/2010



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas desarrolladas

La política económica siempre presente

Los bancos centrales se mantienen prudentes sobre la coyuntura

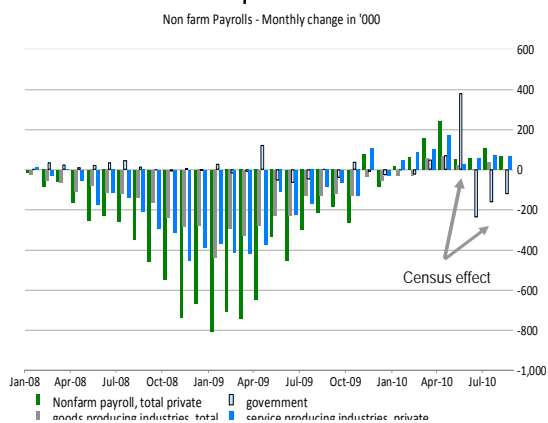
No se cuestionan las medidas no convencionales de política monetaria, al contrario

¿Un poco más de reactivación?

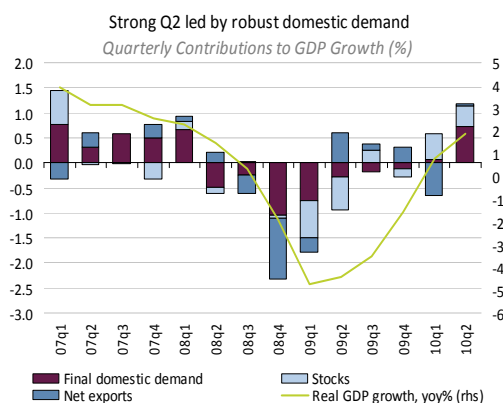
Los bancos centrales persisten en sus esfuerzos. En agosto, el discurso cambió de forma radical: hasta entonces los comentarios de los bancos centrales se referían a las estrategias de salida de las políticas monetarias no convencionales, sin embargo dichas medidas fueron prolongadas e incluso acentuadas. La FED indicó el 10 de agosto que iba a reinvertir en títulos del Tesoro a largo plazo el producto de los títulos de deudas de agencias y de MBS, que iban a vencer o que habían sido reembolsados antes de tiempo. Esta operación tiende a mantener constante el importe total de títulos controlados (2,05 billones al 4 de agosto) para evitar un « estrechamiento pasivo ». Las sumas implicadas son bajas (400.000 millones de aquí a finales de 2011) pero Ben Bernanke dio a entender que podrían contemplarse compras suplementarias y no limitarse a los T-notes. Se trataría entonces de una flexibilización cuantitativa que la FED podría decidir en caso de nueva degradación del contexto económico. A finales de agosto, el Banco de Japón aumentó el importe de los préstamos a tipo fijo concedidos a los bancos para permitirles financiar la economía. El Banco Central Europeo confirmó que las operaciones excepcionales de refinanciación a tipo fijo sin tope serían prolongadas al menos hasta principios de 2011. Por último, el Banco de Inglaterra parece dispuesto a reiniciar sus compras de títulos públicos a la vez que decae el crecimiento. Incluso en los grandes países desarrollados que han iniciado un ciclo de estrechamiento monetario (Australia, Noruega, Canadá), el ritmo debería adaptarse al entorno económico internacional. Los tipos rectores deberían mantenerse bajos durante mucho tiempo más, lo que constituye un importante factor de apoyo.

Ajustes presupuestarios moderados. El FMI declara que un « endurecimiento prematuro de la política presupuestaria podría comprometer la incipiente reactivación », pero que no debe haber una « impulsión suplementaria ». A parte de los países sometidos a la vigilancia de los mercados financieros, como Grecia y Portugal, los gobiernos parecen bien decididos a postergar las medidas de rigor presupuestario. Aunque los importes son limitados, Japón y Estados Unidos anunciaron nuevos planes de reactivación (que en gran parte ya están financiados) destinados a sostener la demanda interna y el empleo. Las economías desarrolladas aún no parecen capaces de soportar el retorno brutal de políticas económicas « normales » (aumento de tipos a corto plazo, reducción de los déficits). Es incluso probable que si los riesgos de una nueva recesión aumentan de manera importante, se tomen nuevas medidas de reactivación con el beneplácito de las organizaciones internacionales.

Estados Unidos: creaciones de empleo decepcionantes



Eurozona: crecimiento bien equilibrado



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas emergentes

Deceleración rápida y cíclica de la actividad. Estabilización en China

Prosigue la ralentización cíclica en los países emergentes

La ralentización cíclica de la actividad económica continúa, confirmando el mensaje entregado por los indicadores avanzados desde hace dos trimestres. La deceleración debería durar algunos meses más, como también lo indica la caída del componente de los nuevos pedidos del ISM americano. Los signos de ralentización son muy visibles en Corea y Taiwán, donde las exportaciones se contraen en ritmo mensual, impactadas, en primer lugar, por el debilitamiento de la demanda global, y en segundo lugar, por el ciclo bajista de la informática. La liquidación del excedente de inventarios acentuará la caída.

Fuerte demanda doméstica, abundante liquidez

La demanda doméstica se mantiene bien orientada, pero el estrechamiento monetario y un nivel de confianza ya cercano a los máximos históricos limitan el potencial de mejora. El aplazamiento del estrechamiento monetario en los países desarrollados reduce la presión sobre los bancos centrales emergentes, que podrán mantener una liquidez abundante, benéfica para la demanda doméstica. El crecimiento 2010 de las economías emergentes no debería verse afectado, mientras que el crecimiento 2011 sólo ha sufrido un modesto ajuste a la baja (-0,2%), con un índice del 5,8%.

La economía india sigue mostrándose resistente y fuerte

La economía brasileña superó claramente su pic de crecimiento, sostenida por una importante contribución de los inventarios que debería desaparecer en el curso de los próximos trimestres, haciendo que el índice de crecimiento para Brasil disminuya notablemente en 2011.

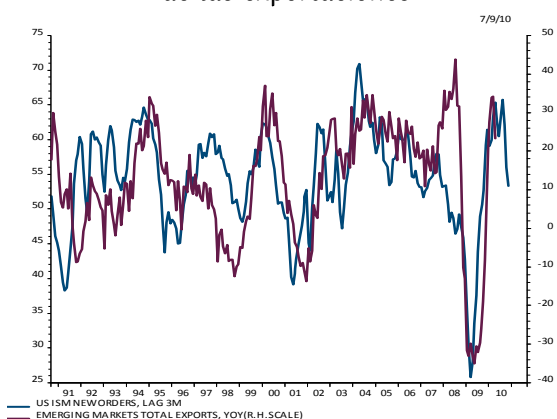
La actividad sigue sostenida en la India. En el 2º trimestre progresó más del 8,8% (porcentaje muy superior a las expectativas), estimulada por las actividades manufactureras de servicios y por las abundantes cosechas.

Fin de la deceleración del ciclo económico en China

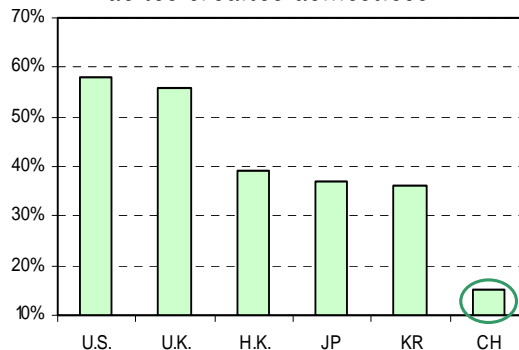
En China parece confirmarse un aterrizaje suave de la economía, con un reequilibraje hacia la demanda doméstica. En efecto, el PMI, la producción industrial y las ventas al por menor vuelven a acelerarse y los préstamos bancarios se reactivan. La inflación está en alza, pero guiada por los precios de los bienes alimenticios por efecto de las recientes inundaciones, mientras que la inflación subyacente mantiene su tendencia bajista. Debería proseguir el estrechamiento en el sector inmobiliario, ya que las autoridades chinas desean evitar el derrapaje de la burbuja inmobiliaria, que podría amenazar la solidez de su sistema bancario y la estabilidad social. El bajo nivel de endeudamiento de los hogares y la exposición moderada de los bancos al sector inmobiliario reducen el riesgo sistémico.

Sector inmobiliario sobrecalentado, pero ausencia de riesgo sistémico

Atención con la ralentización de las exportaciones



Préstamos inmobiliarios en % del total de los créditos domésticos



Source: BCA/PBoC



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

MERCADOS DE RENTA FIJA

Bonos de gobierno

¿Pesimismo o realismo?

La reciente bajada de las rentabilidades se debe a varios factores. El límite entre movimientos « normales » y exceso de reacción es impreciso, pero los mercados de renta fija parecen más inciertos que los mercados de renta variable o de crédito.

Aumentan los temores de una recaída económica

Respecto a los factores económicos, la publicación de cifras decepcionantes en Estados Unidos confirmó la ralentización previsible del ritmo de crecimiento. Las estadísticas también indican, a través de las bajas ventas de viviendas, que el mercado inmobiliario estadounidense sigue frágil. Estas carencias, combinadas a un mercado laboral poco dinámico, alimentan nuevos temores de recesión. Aunque no compartimos este escenario y que prevemos un crecimiento positivo pero bajo, pensamos que han aumentado los riesgos de « doble dip ».

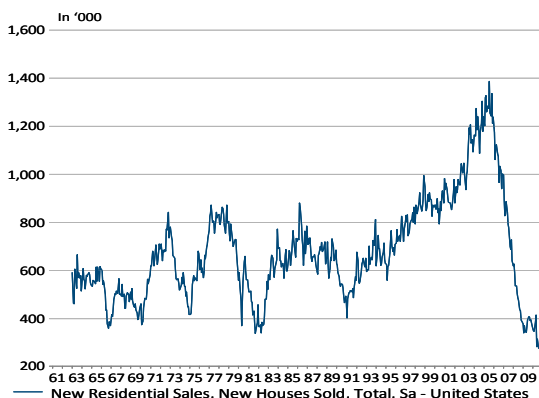
En lo referente a la inflación, la situación sigue siendo preocupante: ésta se mantiene en territorio positivo, pero el bajo incremento de los precios seguirá un tiempo más, lo que impedirá el aumento de la prima sobre los tipos de interés. Al mismo tiempo, esto dejará un mayor margen de maniobra a los bancos centrales para ampliar la flexibilización monetaria, o bien a través de recompras suplementarias de títulos (FED, BoE), o bien mediante operaciones de refinanciación a más largo plazo (BCE). En espera de las decisiones relativas a estas medidas, deberían mantenerse las presiones bajas sobre los tipos.

Dinámica positiva, valoraciones caras

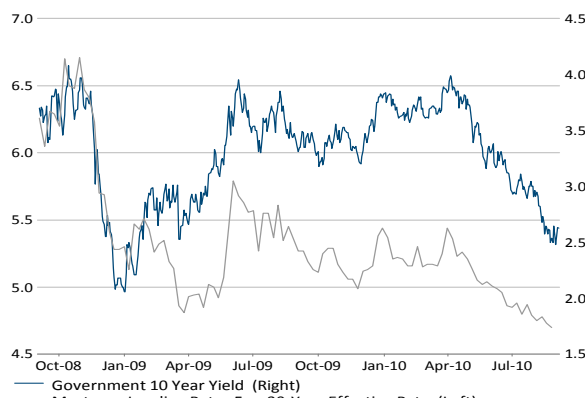
En conclusión, los temores inherentes a una recaída económica y a la deflación, la posibilidad de medidas cuantitativas suplementarias de parte de los bancos centrales y las tensiones vinculadas a la crisis soberana europea, seguirán ejerciendo presiones bajistas sobre las rentabilidades. Sin embargo, si bien estos temores son exagerados, los bonos de gobierno son más bien caros en términos de valoración, y se exponen a correcciones en caso de que las cifras publicadas sean mejores de lo previsto.

Consideramos que el entorno global es más bien positivo a corto plazo para los bonos de gobierno, que el escenario anticipado es demasiado pesimista y que los niveles alcanzados son más bien caros. Así, mantenemos nuestra neutralidad en la cartera, con una preferencia por Estados Unidos y el Reino Unido frente al Bund alemán.

Perduran las dificultades del sector inmobiliario americano



Tipos de interés bajos, incluso sin medidas suplementarias



MERCADOS DE RENTA FIJA

Crédito IG y HY

Tipos de interés bajos durante largo tiempo, ¿y la volatilidad?

Las incertidumbres económicas y los riesgos soberanos pueden seguir pesando

La renta fija privada tuvo una rentabilidad bastante buena en un contexto de degradación de las perspectivas económicas, en que los tipos de interés subyacentes alcanzaban nuevos puntos bajos, lo que paradójicamente no debería reflejar un escenario muy favorable para las empresas.

Se han dicho muchas cosas sobre el entorno ideal para los mercados crediticios. Un contexto de desendeudamiento, de bajo crecimiento y de tipos de interés bajos genera un marco positivo para esta clase de activos. Sin embargo, otros elementos hacen que hoy en día la evolución sea más incierta a medio plazo.

En primer lugar, las incertidumbres económicas siguen acentuándose. Pese a que no constituye nuestra hipótesis central, la posibilidad de un retorno a la recesión sigue afectando a los mercados. Si bien por el momento no han tenido efectos visibles sobre el crédito, estos temores constituyen un importante factor de riesgo.

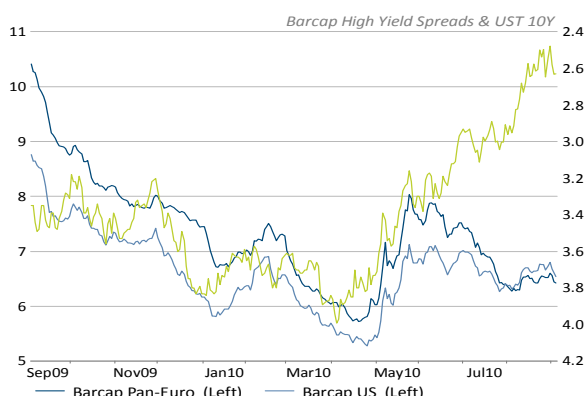
Además, es crucial tener en cuenta la influencia de los riesgos vinculados a los Estados europeos sobre la evolución de los diferenciales de crédito. En efecto, un análisis más detallado nos muestra que el comportamiento de los emisores es diferente según si se basan en los países « core » o en los países periféricos, a la vez en los sectores financieros y no financieros. Este riesgo soberano constituye otro elemento perturbador que puede añadir volatilidad a los mercados.

En conclusión, incluso si el entorno actual sigue siendo positivo para el crédito, existen a corto plazo elementos de riesgo que no deben menospreciarse. A medio plazo, una vez descartada la hipótesis de una nueva recesión, pensamos que los diferenciales de crédito podrían seguir disminuyendo.

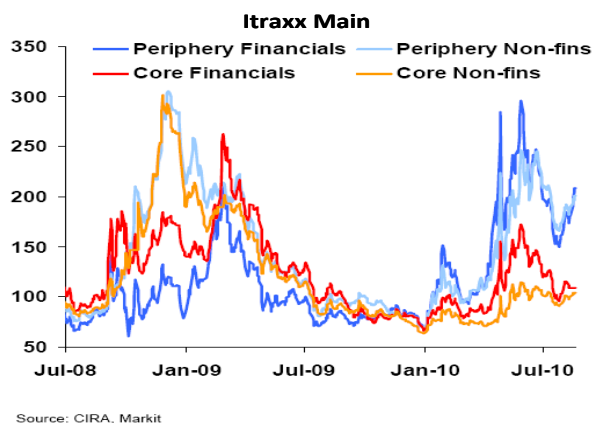
Reducción de la sobreponderación HY

Debido a estos riesgos, reducimos por el momento nuestra sobreponderación sobre el High Yield.

Divergencia entre tipos de interés y diferenciales



Diferencia entre índices CDS, core y periferie



MERCADO DE DIVISAS

Las divisas « refugio » siguen siendo muy apreciadas

Las dudas sobre la economía americana rigen por el momento el movimiento de las divisas

Estabilización a corto plazo, pero el sesgo sobre el euro se mantiene bajista

El yen debería mantenerse fuerte a corto plazo ...

...y el franco suizo también

Vuelve a subir el dólar. Cuando el euro había encontrado su más alto nivel desde hace tres meses a más de 1,33 dólares a principios de agosto, la publicación en Estados Unidos del decepcionante informe sobre el empleo provocó el alza del dólar. Otras cifras mediocres americanas alimentaron este movimiento y el dólar no padeció mucho tiempo la decisión del FOMC, el 10 de agosto, consistente en mantener constante el tamaño de su balance a través de compras de títulos del Tesoro. Por el contrario, gracias a su estatuto de divisa « refugio », el dólar se benefició del escenario más prudente sobre el crecimiento establecido por la FED. Al mismo tiempo, las alentadoras cifras sobre la coyuntura europea no sostuvieron al euro. El tema del retorno de la « aversión al riesgo », y no el del diferencial de crecimiento, explica en gran parte las recientes evoluciones sobre el mercado de divisas. De momento, esta configuración debería mantenerse y la paridad EUR/USD evolucionar según las publicaciones de indicadores en el intervalo de fluctuaciones observado desde mediados de agosto (1,25 - 1,30). A más largo plazo, los problemas estructurales de la Eurozona (endeudamiento, disparidades de las situaciones entre países miembros, crecimiento potencial limitado) afectan más al euro.

Entre las divisas del G10, el yen y el franco suizo registraron sus mayores aumentos durante el pasado mes. La paridad USD/JPY parece establecerse por debajo del umbral simbólico de 85, a niveles que ya no se veían desde hace quince años. Las autoridades japonesas volvieron a hacer declaraciones más « vigorosas » para denunciar un yen demasiado fuerte, pero sin lograr un resultado claro. Las dudas que predominaron durante el verano, las tímidas medidas anunciadas por el Banco de Japón y la confusa situación política limitan el alcance de los comentarios. Salvo en caso de una marcada apreciación suplementaria del yen, parece poco probable que se produzca una intervención directa en el mercado de divisas, más aún cuando Japón no ha recibido, por el momento, el apoyo de sus socios.

El franco suizo alcanzó un nuevo punto alto histórico frente al euro a finales de agosto. El 25 de agosto, al día siguiente de la degradación de la nota de Irlanda por una agencia de calificación, que reactivó los temores sobre la crisis de la deuda soberana, la paridad EUR/CHF pasó por debajo de 1,30. A principios de septiembre, esta paridad pasó puntualmente por debajo de 1,28. En su informe de política monetaria de junio, el BNS dejó de mencionar su oposición « a una apreciación excesiva del franco frente al euro », e interrumpió las intervenciones en el mercado de divisas (que habían resultado infructuosas). Como el BoJ, el BNS parece bastante aislado frente a este problema.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	09-Sep-10	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		2Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2745	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20	1.10	1.15
	USD / JPY	93	83.92	85	90	87	95	90	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0369	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.9187	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5485	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47	1.37	1.46
	USD / CHF	1.03	1.0097	1.06	1.10	1.07	1.11	1.11	1.15	1.16	1.21
EUR Block	EUR / JPY	134	106.95	106	113	107	116	106	118	113	118
	EUR / GBP	0.89	0.8231	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85	0.77	0.82
	EUR / CHF	1.48	1.2868	1.30	1.35	1.28	1.33	1.30	1.35	1.32	1.37

Source: BNPP AM as of 9/9/2010



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

Ligera infraponderación a causa de la balanza negativa de los riesgos

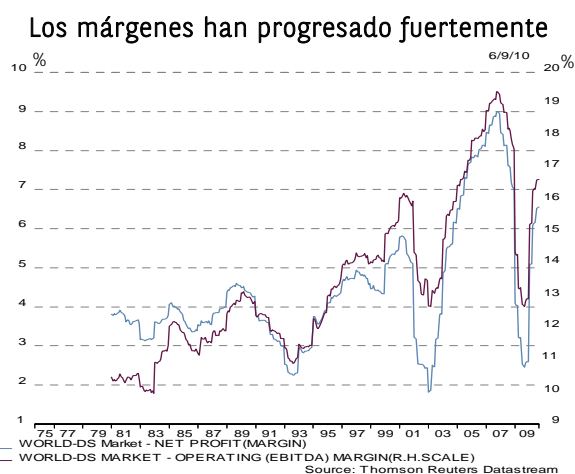
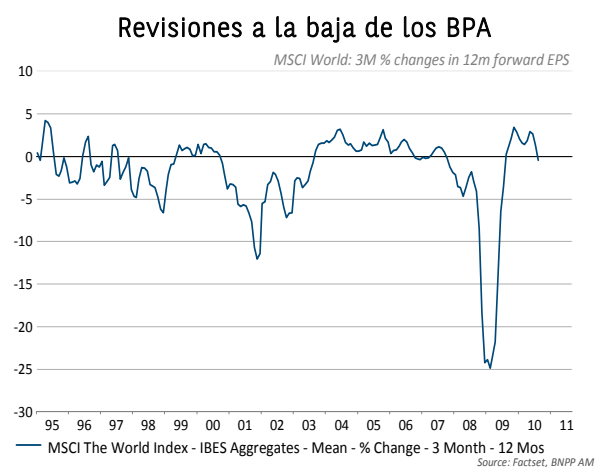
Perspectivas de bajo crecimiento, ausencia de retorno a la recesión, ...

... y cambio de tono de los bancos centrales

Las estadísticas económicas publicadas estas últimas semanas han tranquilizado a los inversores sobre la naturaleza de la actual ralentización económica, tras un principio de agosto marcado por numerosas decepciones económicas. El repunte de los indicadores de actividad manufacturera para el mes de agosto (ISM en Estados Unidos, PMI en China), la ligera mejora del mercado laboral en Estados Unidos y el fuerte incremento del PIB en el 2º trimestre en la Eurozona, suponen que **los temores de un retorno a la recesión parecen excesivos**. Ahora bien, hay numerosos riesgos bajistas que afectan a la economía (largo proceso de desendeudamiento de los hogares, restricciones presupuestarias para frenar el derrapaje de la deuda pública en los años futuros); **conservamos nuestro escenario de un crecimiento positivo pero mucho más moderado a partir del segundo semestre de 2010**.

Habida cuenta de la debilidad de la economía y de los riesgos deflacionistas siempre presentes, los bancos centrales de los principales países desarrollados adoptaron un discurso más prudente durante el verano, mientras que otros bancos que ya habían iniciado el ciclo de normalización monetaria prefieren hacer una pausa con objeto de evaluar mejor el impacto de la ralentización mundial sobre sus economías (RBA por ejemplo). Las « estrategias de salida » de las medidas excepcionales de liquidez han dejado de ser de actualidad (especialmente FED y BCE) y pensamos que la FED podría iniciar un nuevo programa de « *quantitative easing* » de aquí a finales de año.

En un clima de incertidumbre sobre la perennidad de este crecimiento débil y sobre la reacción de las autoridades monetarias – mientras los márgenes de nuevas maniobras presupuestarias están prácticamente agotados en los países desarrollados – anticipamos un periodo de volatilidad que nos condujo a **adoptar una infraexposición a los mercados de renta variable desarrollados a finales de agosto**¹. En ausencia de catalizador a medio plazo para un incremento de los índices bursátiles, con excepción de los anuncios tranquilizadores sobre la nueva reglamentación bancaria (Basilea 3), la balanza de los riesgos nos parece efectivamente negativa.



¹ Flash « Reducción del riesgo en nuestra asignación », 25 de agosto de 2010



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

Revisiones a la baja de los beneficios durante los próximos meses

Por otra parte, los mercados de renta variable deberían verse perjudicados por las noticias procedentes de las empresas, cada vez menos optimistas, después de la excelente temporada de resultados del 2º trimestre.

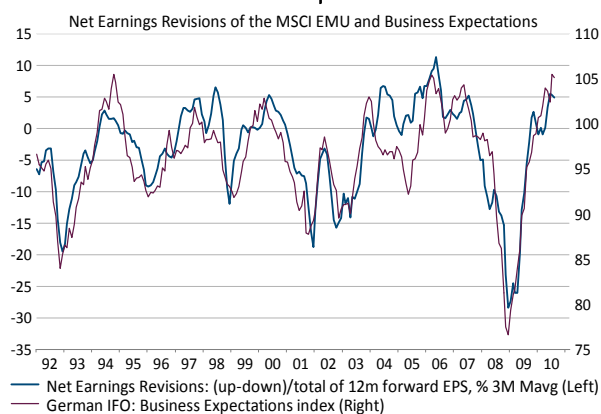
Tal y como lo hemos destacado desde hace varios meses, la progresión de las cifras de negocios de las empresas debería erosionarse en línea con la ralentización económica, y el potencial de expansión suplementaria de los márgenes operacionales será cada vez más limitado. Si bien las recompras de acciones y las actividades de fusiones y adquisiciones tendrán un impacto favorable sobre los BPA (por la disminución del número de acciones o por el crecimiento externo y las sinergias), éstas no bastarán para invertir la tendencia bajista de los beneficios. Los analistas deberían seguir revisando a la baja sus anticipaciones de incremento de los beneficios para los próximos trimestres. La previsión para 2011 de una progresión del 16% de los BPA de las sociedades del MSCI World, tras un 37% de media en 2010, parece demasiado optimista en un entorno de bajo crecimiento.

Asignación geográfica: reducción de la amplitud de las apuestas y preferencia por la Eurozona

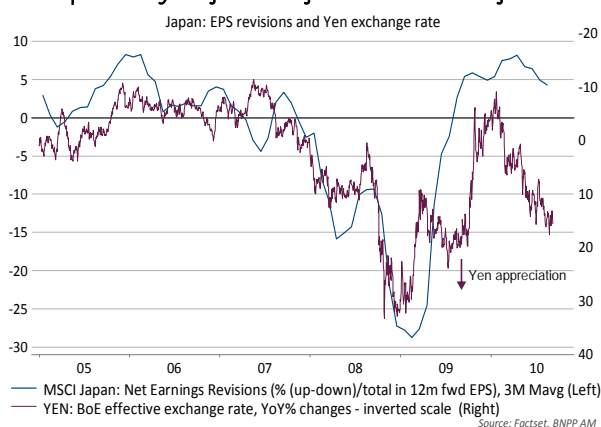
El incremento de la volatilidad, que anticipamos, nos conduce a **reducir la amplitud de nuestras apuestas geográficas. Aumentamos temporalmente nuestra exposición a la Eurozona** que se beneficia de una divisa relativamente débil, del desfase de su economía respecto al ciclo americano y de la disminución de los temores sobre el riesgo soberano de los Estados periféricos. Pero la ralentización mundial y los retos estructurales de la zona limitarán la duración de esta apuesta como máximo a algunos meses. Asimismo, nos mantenemos favorables a corto plazo al mercado británico debido a las valoraciones y a la política monetaria, pese a los considerables imperativos estructurales que afectan a esta economía. Paralelamente, disminuimos sensiblemente nuestra sobreponderación sobre el mercado norteamericano a causa de un ciclo macroeconómico en ralentización y pese a una política monetaria y fiscal particularmente favorable. Mantenemos nuestra infraexposición al mercado australiano debido a la persistencia de su carestía y a las incertidumbres sobre las próximas orientaciones de política económica.

Finalmente, **reactivamos una clara infraexposición al mercado japonés**, penalizado por la firmeza del yen pero también por las incertidumbres sobre la política económica de su gobierno en un entorno siempre deflacionista.

EMU: BPA positivamente orientados a corto plazo



Japón: el yen fuerte afecta a los beneficios



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

Sobrerentabilidad de los sectores defensivos, grandes intereses sobre los pequeños mercados

Evolución lateral y volátil de las bolsas, según los indicadores avanzados

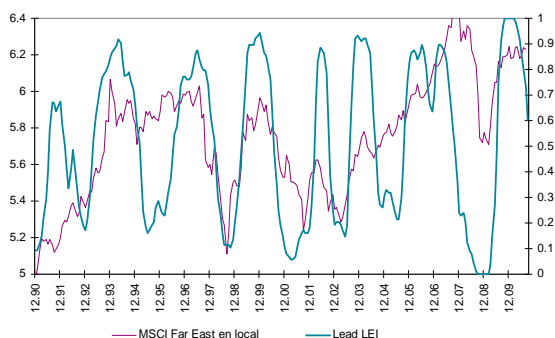
La fase de consolidación de los mercados emergentes debería continuar, caracterizada por una evolución lateral y volátil de los índices. Esta configuración debería proseguir durante algunos meses más, ya que los indicadores avanzados (LEI) seguirán negativamente orientados, incluso si se acercan rápidamente a sus niveles bajos. Nuestro indicador « lead LEI » no se volcará antes de finales de año. Además, los indicadores de revisiones de los beneficios parecen volcarse a la baja reflejando la prudencia de las empresas y la ralentización del ciclo económico, lo que no es favorable para los mercados. Esto se observa mejor en las bolsas muy cíclicas, como las de Taiwán y Corea, cuyo crecimiento estimado de beneficios para 2011 es muy bajo respecto a 2010, resultado de un efecto base y también de mayores dificultades en el sector de la tecnología.

Fuerte sobrerentabilidad de los sectores domésticos y defensivos, y de los pequeños mercados

La notable sobrerentabilidad de las bolsas emergentes desde el mes de mayo es sorprendente en un contexto de estrechamiento monetario en las economías emergentes. Sólo el mercado chino ha reaccionado como lo establece la teoría, en fuerte bajada y fielmente correlacionado con el estrechamiento de las condiciones monetarias. Es interesante observar que los sectores emergentes que han resistido mejor son los valores domésticos y defensivos, mientras que los cíclicos (tecnologías, materiales e industriales) presentan una rentabilidad en línea con los mercados desarrollados. A nivel de países, los pequeños mercados - poco líquidos y con un flotante bajo - han despegado fuertemente bajo el aflujo masivo de los fondos internacionales atraídos por el importante componente doméstico de las bolsas. Los principales mercados como China o Brasil presentan, en cambio, rentabilidades modestas o negativas desde principios de año.

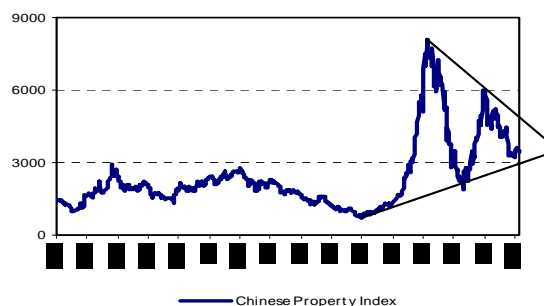
Hemos decidido volver a una exposición neutra sobre los emergentes, en línea con nuestra decisión de reducir los riesgos en nuestra cartera global. En efecto, pese a que los fundamentales son más positivos en las economías emergentes, y que los ciclos económicos resisten a la coyuntura global, las bolsas emergentes no podrán evolucionar contra la corriente. La correlación entre las bolsas emergentes y desarrolladas ha incluso aumentado, alcanzando un coeficiente de correlación de 0,9. Este fenómeno se explica por la importancia de los fondos GEM pasivos y de los ETFs, vehículos privilegiados para modificar el riesgo táctico de las carteras.

Lead LEI: ausencia de apoyo cíclico para las bolsas



Source: BNPP AM

Inmobiliario chino: salida hacia arriba (o hacia abajo)



Source: Datastream



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

A medio plazo, mantenemos nuestro optimismo sobre los mercados emergentes. En efecto, el potencial de crecimiento económico y de los beneficios está intacto, mientras el pico del ciclo de inflación ha quedado atrás, autorizando a los bancos centrales a soltar las riendas monetarias. A nivel más estructural, cabe destacar el sólido balance del consumidor, de las empresas y de los gobiernos, la buena salud del sistema bancario, y el excedente de la balanza corriente que debería sostener la apreciación de las divisas.

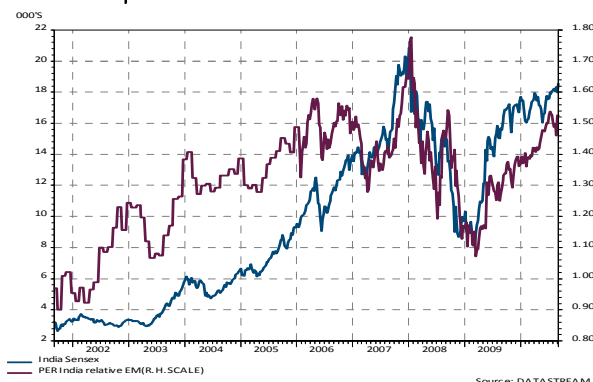
Ligera sobreponderación en China en espera del vuelco de los indicadores avanzados

Mantenemos nuestra baja sobreponderación en China, pese a que los catalizadores de vuelco sólo aparecerán a finales de año (masa monetaria M2, indicadores avanzados). Pensamos que la economía se orienta hacia un aterrizaje suave, tal y como lo supone el repunte del índice PMI de agosto y los préstamos bancarios, lo que es positivo para la política monetaria y para las bolsas. Técnicamente, el mercado chino (H-Shares) está poniendo a prueba una importante línea de resistencia. La valoración es correcta y la mayoría de los fondos han infraponderado el mercado.

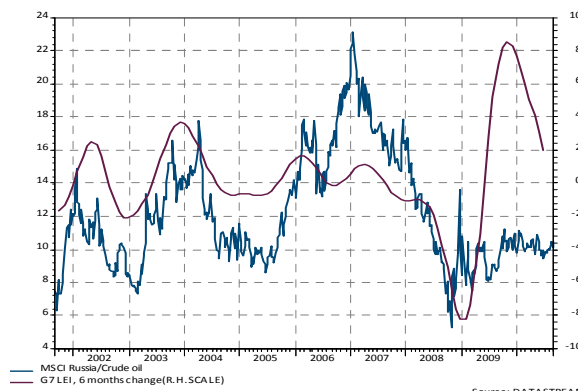
India: caro, pero economía doméstica y bolsa defensiva

Disminuimos nuestra apuesta sobre Rusia. Pese a que la economía da signos de crecimiento, la inflación se mantiene muy alta. Las valoraciones son extremadamente bajas en comparación con el universo de los mercados emergentes (40% de desviación). Sin embargo, el mercado es sensible al precio del petróleo (sobre el cual estamos actualmente neutros). En cuanto a la **India**, las últimas cifras muestran que la economía se encuentra en pleno auge, mientras que la mayoría de los otros países emergentes experimentan una ralentización cíclica. La demanda doméstica india ofrece un alto potencial de crecimiento, relativamente inmunizado contra la debilidad del ciclo global. Mejoramos nuestra exposición adoptando una posición neutra. En cambio, las valoraciones no son atractivas. Las perspectivas para el mercado de las materias primas y los tipos de interés penalizan las perspectivas sobre los ingresos. La recuperación económica de **Brasil** prosigue con una progresión impresionante del PIB en el 2º trimestre, aunque se espera una ralentización para los semestres siguientes debido a la liquidación de inventarios. Además, la confianza de los consumidores ha alcanzado un nivel récord, reduciendo el potencial de mejora. La inflación se ha estabilizado en un nivel satisfactorio, lo que debería incitar al Banco Central a soltar la presión sobre el freno monetario. Aumentamos nuestra asignación pasando a una posición neutra.

India: una apuesta cara, pero una economía resistente



Rusia: sensible al petróleo y al G7



ESTRATEGÍAS ALTERNATIVAS

Materias primas

Posicionamiento prudente sobre las materias primas. Mantenemos nuestra preferencia por el oro

Los inventarios petroleros alcanzan nuevos récords pese al aumento de la demanda

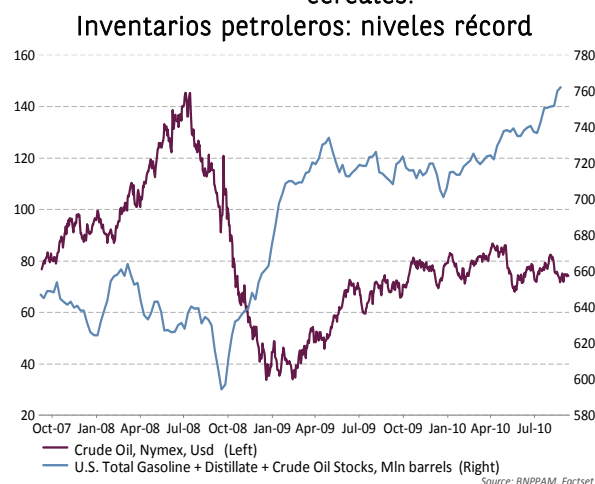
La degradación de las cifras macroeconómicas en Estados Unidos ha afectado fuertemente las cotizaciones del **bruto**, más aún cuando las estadísticas sobre los inventarios petroleros decepcionaron a los inversores. En efecto, los inventarios de bruto y de productos petroleros han alcanzado niveles récord. Sin embargo, estas cifras parecen ocultar parcialmente la mejora de la demanda. En efecto, las estadísticas muestran una sólida progresión de la demanda, a la vez sobre los combustibles y sobre los productos destinados a la industria. Si se prolonga esta tendencia, las cotizaciones del petróleo podrían aumentar pese a la ralentización económica. Sin embargo, a corto plazo, hay muchas incertidumbres sobre la salud de la economía. **Nos mantenemos en posición neutra.**

Pese a una disminución de la demanda (aunque en línea con las tendencias estacionales), y al entorno macroeconómico menos positivo, **los metales básicos** han resistido bastante bien. Es probable que una de las razones se deba a la confianza de los inversores en la salud de las economías emergentes, que son las que más participan en el aumento de la demanda de metales. Sin embargo, el contexto macroeconómico sigue siendo incierto y las dudas en torno a la salud del sector de la construcción en China podrían pesar sobre las cotizaciones. **Mantenemos una posición neutra sobre los metales básicos.**

La demanda de inversión debería seguir sosteniendo las cotizaciones del oro

En un entorno macroeconómico degradado, **el oro** sigue despertando el interés de los inversores. Esta demanda es vital para el metal en la medida en que la demanda « tradicional » vinculada al sector de la joyería no logra repuntar debido a los precios altos. Ahora bien, durante los próximos meses, las numerosas incertidumbres macroeconómicas y el mantenimiento de un entorno monetario favorable deberían permitir sostener la demanda de inversión. **Conservamos una exposición positiva al oro.**

Las cotizaciones de los **cereales** se han disparado como consecuencia de las pérdidas en la producción rusa de trigo, reactivando los temores de penuria. Sin embargo, los inventarios mundiales se han reconstituido después de dos años de cosechas récord, y salvo en caso de nueva catástrofe meteorológica, las cotizaciones deberían estabilizarse. El tamaño de las posiciones especulativas también incita a la prudencia en la medida en que podrían producirse tomas de beneficio. **Nuestra posición es neutra sobre los cereales.**



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

CONTACTOS & AVISO LEGAL

Equipe Stratégie: Vincent Treulet

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

Investment Specialist Joost van Leenders

Aviso legal

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.

La información contenida en este documento se facilita sin que exista conocimiento previo de las circunstancias personales del inversor, es decir, de su situación financiera, su perfil de riesgo y sus objetivos de inversión. Este documento no constituirá recomendación personal alguna ni consejo de inversión. Se recomienda a los inversores que consulten con su asesor financiero habitual para evaluar la adecuación del (de los) Fondo(s) como inversión.

Las cifras de rentabilidad (no compuesta) que puedan incluirse se muestran deducidas las comisiones y se calculan de acuerdo con la rentabilidad total con ponderación temporal y dividendos e intereses netos reinvertidos, excepto en las relativas al índice de referencia. Las cifras de rentabilidad compuesta que se incluyan se muestran sin deducir las comisiones y con ponderación por volumen e incluyen todas las cuentas con una gestión similar. Si lo desea, puede solicitar las descripciones de todas las cifras de rentabilidad compuestas. Los resultados obtenidos en el pasado no garantizan resultados futuros.

Dados los riesgos económicos y de mercado existentes, no se puede garantizar que la estrategia o estrategias de inversión mencionadas en el presente, vayan a cumplir sus objetivos de inversión. Las rentabilidades pueden verse afectadas por los gastos de asesoramiento u otros gastos ocasionados en la gestión de una cuenta de inversión, las limitaciones a la inversión impuestas a una cartera, la normativa que sea aplicable y las condiciones económicas, entre otros factores. El valor de una cuenta de inversión puede fluctuar al alza o a la baja y es posible que los inversores no recuperen la cantidad inicialmente invertida.

Las opiniones expuestas en este documento son el resultado de los análisis o las deducciones llevados a cabo por BNPP AM en el momento especificado y podrían variar posteriormente sin previo aviso. No deben tomarse como afirmaciones absolutas e inalterables ni sustituir el juicio y el criterio propios de la persona a la que lleguen. No deben constituir la base exclusiva para la evaluación de cualquier estrategia o instrumento del que se informa en este documento.

Para más información puede dirigirse al representante de BNPP IP de su país

* BNPP AM es una gestora de inversiones registrada en la “Autorité des Marchés Financiers” de Francia (número de registro 96-02), con el carácter de sociedad anónima simplificada con un capital de 64.931.168 euros y domicilio social en 1, boulevard Haussmann 75009 París, Francia, RCS París 319 378 832.
www.bnpparibas-am.com.

** “BNP Paribas Investment Partners” es el nombre comercial global que reciben los servicios de gestión de activos del grupo BNP Paribas. Las entidades de gestión de activos pertenecientes a BNP Paribas Investment Partners a las que es posible que se haga referencia en este documento se mencionan exclusivamente con fines informativos, y no necesariamente operan en su país. Para más información puede dirigirse al Investment Partner autorizado de su país.