

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

## Aprovechar el viento favorable...

En estas últimas semanas, los activos de riesgo han seguido teniendo una buena rentabilidad, y a corto plazo el contexto actual de los mercados debería mantenerse favorable al apetito por el riesgo. El mundo confirma su retorno al crecimiento, las políticas monetarias acomodaticias garantizan la abundancia de liquidez y sólo ofrecen una baja remuneración al cash, y finalmente las empresas se encuentran en fase de restauración de su rentabilidad gracias a las reestructuraciones y a la estabilización del nivel de actividad. Así, nuestra cartera mantiene una posición « larga de activos » que está financiada por una infrponderación del cash y que permite aprovechar la rentabilidad de las acciones, del crédito y de las materias primas.

## ...reduciendo poco a poco el velamen

Sin embargo, pensamos que esta situación « idílica » es en cierto modo ficticia y que no durará. Nuestro escenario macroeconómico, que no ha sufrido cambios, consiste en anticipar un de-leveraging estructural de las economías desarrolladas. Más allá del boom cíclico actualmente en curso, especialmente manufacturero, estas economías podrían carecer de dinamismo en la segunda parte del año y acusar una caída de su índice de crecimiento. Las cifras alentadoras de los indicadores avanzados incitan a creer en un escenario de reactivación duradera y automantenida, pero este sentimiento podría volcarse cuando empiecen a disminuir los índices de crecimiento económico. A esta debilidad estructural de la reactivación debería añadirse, a partir de 2011, la necesidad de reducir los déficits públicos, lo que afectará al crecimiento.

Cabe destacar igualmente que se están acumulando ciertos riesgos sin que por el momento los mercados se alarmen, y que las soluciones perennes son inexistentes. El caso de la crisis griega es sintomático: la bancarrota a corto plazo parece improbable, pero el plan de financiación de urgencia no aporta una solución duradera al problema de la deuda. Asimismo, los equilibrios mundiales experimentan perturbaciones con consecuencias financieras potencialmente peligrosas (reducción de los excedentes chinos, problemas de gobernanza en la Eurozona...), pero que los mercados aún observan o sancionan relativamente poco.

En consecuencia, dado que el entorno debería ser menos positivo a partir de finales del segundo trimestre o durante el verano de 2010, estamos disminuyendo progresivamente nuestra exposición a los activos de riesgo. En abril, hemos reducido las sobreponderaciones de la renta variable desarrollada, del crédito *Investment Grade* y del petróleo.



# ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

## Decisiones de asignación

- Disminuimos la exposición a los activos de riesgo a través de la reducción de la renta variable desarrollada, del IG y del petróleo.
- Renta variable: ponderación similar para los mercados desarrollados y emergentes (antes, la sobreponderación era mayor en los mercados desarrollados).
- Renta fija: poco interés por los bonos de gobierno, preferencia a corto plazo por el crédito.
- Materias primas: favorecemos los metales básicos y reducimos las posiciones sobre el petróleo.

## Arbitraje renta variable desarrollada

- Principal arbitraje: Estados Unidos contra Eurozona (ciclo económico más dinámico).
- Exposición positiva al mercado británico (debilidad de la divisa y exposición de los grupos al crecimiento mundial).
- Neutralidad sobre Japón, infraponderación sobre Suiza, Canadá y Australia.

## Arbitraje renta variable emergente

- Retorno a la neutralidad sobre China
- Sobreponderación sobre Corea y Taiwán
- Infraponderación sobre África del Sur y Brasil

## Cartera modelo diversificada tipo – Clientes institucionales

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

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	0.08	0.8%	1.1%
Emerging Equities	0.10	0.7%	0.6%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	0.00	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.03	1.0%	1.4%
High Yield	0.06	1.1%	0.9%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	0.05	0.2%	0.4%
Base Metals	0.05	0.5%	0.6%
Gold	0.04	0.3%	0.3%
Agricultural	0.03	0.3%	0.3%
Cash Euro		-5.0%	-5.6%
Module Total		0.0%	0.0%

### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.71%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.17	2.5%	2.1%
Canada	-0.02	-0.3%	-0.2%
Euroland	-0.15	-2.6%	-1.7%
Japan	0.02	0.1%	0.0%
UK	0.15	2.5%	1.8%
Switzerland	-0.09	-1.3%	-1.1%
Australia	-0.07	-0.8%	-0.8%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.2	6.7%	6.6%
Euroland	0.0	-0.5%	-0.5%
Japan	0.0	-0.5%	-0.5%
UK	-0.2	-5.2%	-5.1%
Switzerland	0.0	-0.5%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.01	-0.5%	-0.4%
China	0.00	0.0%	-0.5%
India	0.00	0.0%	0.0%
South-Korea	0.02	1.2%	1.6%
Taiwan	0.01	0.5%	0.9%
Russia	0.00	0.0%	0.0%
South Africa	-0.03	-1.3%	-1.2%
Turkey	0.00	0.0%	-0.4%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Punto de vista

No hay modificaciones en nuestro escenario central

La reactivación es por el momento esencialmente industrial

Prematuro rebrote de optimismo

Crecimiento sólido a corto plazo...

...pero próxima ralentización

**Las últimas cifras económicas no nos incitan a proponer un diagnóstico más optimista:** prosigue la reactivación del sector manufacturero pero ésta se difunde más lentamente que en el pasado al resto de la economía en los países desarrollados. Esta aceleración de la demanda industrial, que beneficia a los países exportadores como Alemania o Japón en el G7, se refleja en el mantenimiento de las cotizaciones de las materias primas en altos niveles, pero no en la aceleración de la inversión o del empleo. El paro sólo debería bajar muy lentamente, dado que las intenciones de contratación han aumentado de forma muy limitada. En Estados Unidos, según la asociación NFIB que federa las PYMES (la mitad del empleo privado), la caída del empleo entre sus adherentes se interrumpió en marzo, pero los empresarios no tienen proyectado contratar de forma masiva. La mejora podría incluso demorarse más en Europa, y también allí el paro podría mantenerse alto durante largo tiempo, afectando la confianza de los hogares y el consumo. Los países desarrollados expuestos al dinamismo de la demanda asiática (Australia, Japón) están mejor posicionados.

**Cambio de clima.** El rápido incremento de la renta variable desde febrero ha influido en el rebrote de optimismo frente a los últimos indicadores de actividad disponibles. Es verdad que los factores negativos bien identificados (futura ralentización económica, explosión del endeudamiento público, normalización de las condiciones de financiación) demoran más de lo previsto en manifestarse y que el ciclo industrial resiste.

La reconstitución de los inventarios dista mucho de estar terminada, especialmente en Europa. Esta podría seguir sosteniendo el crecimiento industrial a corto plazo. Los grandes bancos centrales sólo proceden muy lentamente a la normalización de las medidas excepcionales de refinanciación y, tanto para la FED como para el BCE, el aumento de los tipos rectores no es de actualidad. Por último, sería injusto pensar que los gobiernos procuran retardar el inevitable retorno a la disciplina presupuestaria por razones electorales, pero no es menos cierto que las medidas tomadas hasta ahora para evitar la depresión y para consolidar la reactivación no se interrumpirán, al menos no antes de terminar el ejercicio fiscal en curso. Precipitar el mundo desarrollado en una nueva recesión para recuperar su virtud presupuestaria no es una buena idea, y los países implicados en semejante programa (Irlanda, Grecia, Portugal) lo hacen bajo la presión de los mercados. No obstante, el paso gradual hacia una política presupuestaria más restrictiva a nivel mundial parece inevitable y limitará el crecimiento.

### 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
<b>Developed Economies</b>																		
USA	-2.4	3.1	4.0	2.5	[3.1]	3.0	4.5	1.4	[3.0]	-0.3	2.2	3.0	1.5	[2.3]	1.9	3.9	0.5	[2.0]
Canada	-2.6	2.9	3.2	2.5	[2.7]	3.2	3.9	2.8	[3.2]	0.3	1.8	2.1	1.4	[1.8]	2.2	2.9	1.8	[2.2]
Euro zone	-3.9	1.1	1.7	0.6	[1.3]	1.5	2.6	1.1	[1.5]	0.3	1.1	1.5	0.8	[1.2]	1.4	1.9	0.8	[1.5]
UK	-5.0	1.4	2.2	0.8	[1.4]	2.3	3.4	1.2	[2.2]	2.2	2.6	3.2	1.8	[2.6]	1.7	3.6	0.3	[1.7]
Switzerland	-1.5	1.5	2.5	-0.4	[1.3]	1.8	2.8	0.9	[1.8]	-0.5	0.8	1.2	0.4	[0.7]	1.1	1.7	0.8	[1.0]
Japan	-5.2	1.9	2.6	1.0	[1.5]	1.6	2.7	0.7	[1.5]	-1.4	-1.1	-0.8	-1.6	[-1.0]	-0.3	0.6	-0.8	[-0.3]
Australia	1.3	3.1	3.8	2.3	[3.0]	3.4	4.1	2.6	[3.3]	1.8	2.5	2.8	2.2	[2.5]	2.7	3.3	2.3	[2.8]

Source: Consensus Forecasts as of 08/03/2010

# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas desarrolladas

### Crecimiento dinámico a principios de año

En Estados Unidos, el consumo privado se mantiene sólido por ahora

Las 162.000 creaciones de empleo en marzo han sido muy comentadas, aunque la mejor sorpresa ha sido el incremento del consumo privado pese a unas condiciones climáticas que limitan la actividad (desplazamientos, acceso a las tiendas, etc.). El consumo privado debería progresar entre el 3% y el 3,5% en ritmo anualizado durante el 1<sup>er</sup> trimestre (tras un 1,7% en el 4<sup>o</sup> trimestre). Las compras de principios de año se deben en parte al sistema de los « cheques regalo » ofrecidos a finales de año y contabilizados una vez que han sido gastados. El programa de reactivación de 787.000 millones de dólares sostiene asimismo el consumo a través de aligeramientos fiscales. En los próximos trimestres, el consumo debería ralentizarse en la medida en que el relevo del empleo (y por lo tanto de los salarios) no parece implementarse rápidamente.

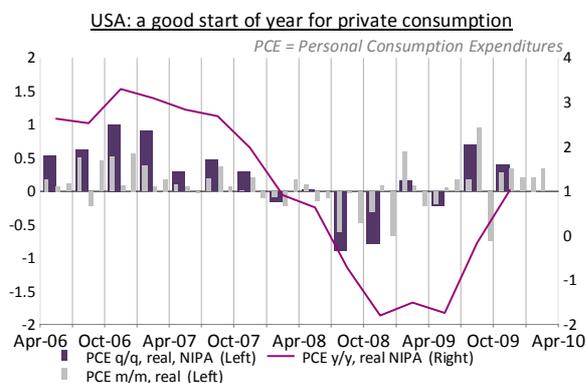
Eurozona: más allá de una posible aceleración de corto plazo, la actividad sigue siendo mediocre

En la Eurozona, el PIB del 4<sup>o</sup> trimestre ha sido revisado a la baja: el consumo privado no ha progresado, la FBCF ha seguido contrayéndose, los inventarios han contribuido modestamente al crecimiento (0,1 pp) y la contribución exterior es positiva (+0,3 pp). El repunte del índice IFO del clima de los negocios refleja la confianza de los empresarios alemanes sobre las perspectivas de exportación. Según la encuesta de la Comisión Europea, el clima ha mejorado para el conjunto de la Eurozona, pero el sector servicios, el comercio al por menor y la confianza de los hogares se mantienen cercanos a niveles históricamente bajos. El repunte industrial podría proseguir y generar una reactivación de la inversión que doparía puntualmente el crecimiento pero los otros módulos de la economía no dan señales de aceleración. Tras un final de año 2009 muy decepcionante, la Eurozona constituye la linterna roja frente a los otros grandes países desarrollados.

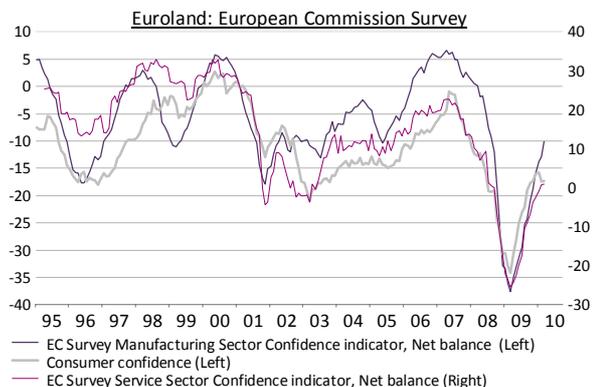
Los bancos centrales no se encuentran en fase de « estrechamiento ». La normalización a penas está comenzando

En ausencia de presiones inflacionistas duraderas, es probable que se inicie una larga fase de statu quo sobre el tipo de refinanciación (1%) y la normalización de las medidas no convencionales sólo se hará si el BCE está seguro de no desestabilizar el mercado interbancario. El BoE también ha optado por el statu quo habida cuenta del contexto electoral. Es posible que se aumente el programa de compras de activos (190.000 millones de GBP a finales de 2009 para un objetivo de 200). Pese a que las últimas declaraciones del BoJ dan la impresión de que quiere fortalecer su independencia respecto al gobierno, la entidad ha dejado la puerta abierta a medidas de sustento al crédito.

### EE.UU.: consumo sólido a principios de año



### Eurozona: confianza estimulada por la industria



# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

## Zonas emergentes

### Índice de crecimiento globalmente revisado al alza

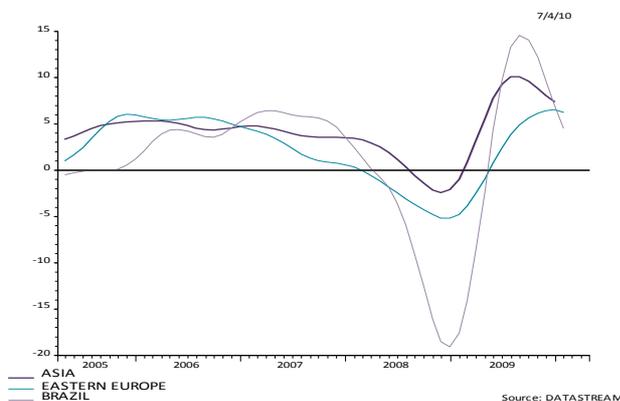
Se espera un fuerte crecimiento para el 2º trimestre de 2010

China se ha convertido en un país importador neto en marzo

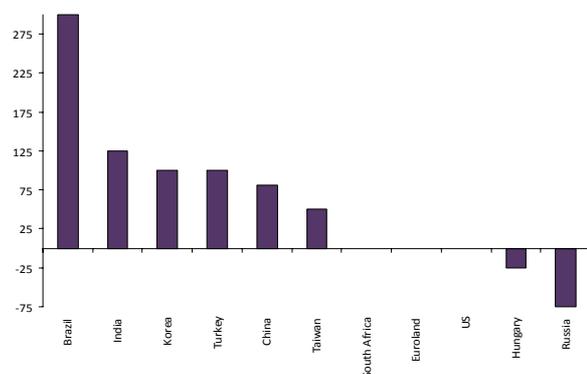
La dinámica de las economías emergentes se acelera, así como la presión sobre los precios. Los PMI de los principales países emergentes tienden a estabilizarse a niveles muy altos, mientras el índice ISM estadounidense se encuentra en fuerte aumento, buena señal precursora para las exportaciones. Así, se espera un fuerte crecimiento para el 2º trimestre de 2010. Sin embargo, en numerosos países asiáticos el aumento del precio de la energía y de la alimentación afecta a la inflación, que también está alimentada por una liquidez excesiva y por presiones salariales vinculadas a un dinámico mercado laboral (especialmente en China y Brasil).

Pese al escenario consensual que aboga por un estrechamiento monetario en el 1º trimestre de 2010 para una mayoría de países emergentes, el cambio no ha sido visible hasta ahora. Los principales movimientos sobre los tipos rectores se refieren a la Europa emergente o a África, donde éstos cambian de acuerdo con el reflujo de la inflación. En consecuencia, los tipos a corto plazo reales se encuentran en territorio negativo en la mayoría de los países emergentes. La reticencia frente a una subida de tipos es evidente en Asia. Por ejemplo, la India ha sido uno de los primeros países en aumentar sus tipos rectores, generando un flujo de capitales extranjeros y una apreciación de la rupia con efectos negativos sobre las exportaciones. Así, numerosos bancos centrales se encuentran enfrentados a este dilema. El diferencial de tipos debido al estrechamiento monetario más precoz en Asia puede exacerbar estos flujos de capitales y conducir a una fuerte apreciación de las divisas, provocando un estrechamiento efectivo de las condiciones monetarias. Por primera vez en seis años, la balanza comercial china ha sido deficitaria en marzo, pese a la reactivación mundial. Es el reflejo de una demanda doméstica vigorosa que se convierte en un relevo importante del crecimiento económico esperado en un 11,5% en el 1º trimestre. Es también el resultado de una voluntad política que consiste en reducir el déficit comercial con el objetivo de difundir las presiones internacionales sobre la revalorización del yuan. Incluso si el abandono del anclaje del yuan al dólar es a largo plazo benéfico para el reequilibraje de la economía mundial, los chinos sólo actuarán una vez que la estabilidad de su economía se haya consolidado, es decir, hacia los meses de verano.

La dinámica de crecimiento económico ha dejado de acelerarse



Movimientos esperados sobre los tipos de interés rectores en 2010 (en puntos básicos)





# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Bonos de gobierno

### Tensiones estadounidenses

Grecia sigue en el centro de las preocupaciones de la Eurozona

Las últimas publicaciones de cifras económicas han sido alentadoras y contribuyen a crear **presiones al alza, en particular sobre los tipos estadounidenses**. Esta mejora coyuntural es indiscutible, pero por el momento no pensamos que este movimiento sea sostenible, aunque excluimos una recaída económica importante. Algunas emisiones han sido menos bien recibidas que antes, especialmente en lo referente a la demanda extranjera. Este tema, que ya hemos evocado, es bastante complejo y está vinculado a factores que van más allá de las consideraciones económicas. Por el momento, **no creemos en un abandono del dólar**, y por lo tanto de la demanda extranjera de activos estadounidenses, pese a que la tendencia consiste en aumentar la diversificación geográfica de los activos. El efecto final sobre los tipos es moderado ya que las presiones bajistas, generadas por un crecimiento menos dinámico, y la baja inflación subyacente se verán contrarrestadas por las anticipaciones al alza de los tipos rectores más tarde en el transcurso del año.

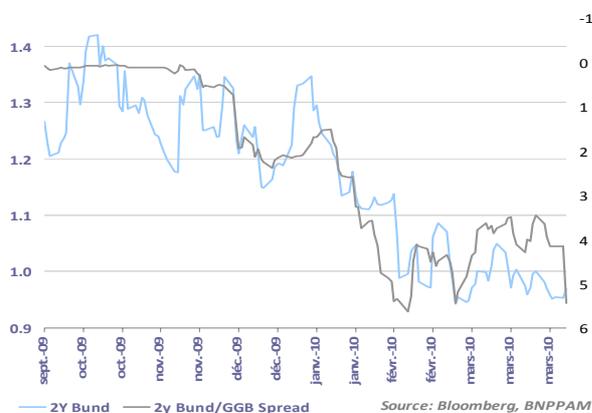
En Europa, otros elementos influyen sobre los mercados. En la Eurozona, **los altibajos del « caso Grecia » están en el centro de las preocupaciones**, entre las especulaciones y los comunicados oficiales que han impulsado los diferenciales hacia nuevos puntos máximos. La confirmación de una ayuda conjunta por parte de los Estados europeos y del FMI debería contribuir a calmar los ánimos, aunque el problema dista mucho de estar resuelto.

El efecto sobre el Bund alemán parece demasiado evidente, con tipos orientados a la baja en línea con las subidas de los diferenciales griegos. La consecuencia es que el diferencial entre US T-note y Bund parece demasiado amplio respecto a los fundamentales actuales, pero difícil de jugar, sobre todo si a medio plazo no se favorecen los tipos estadounidenses.

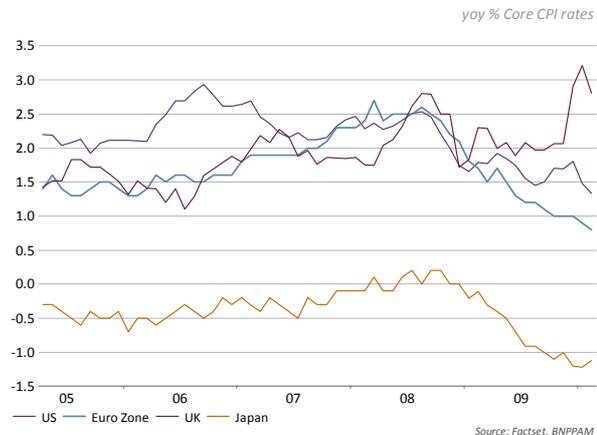
Mantenemos la apuesta EE.UU. contra Reino Unido

En términos relativos, renovamos nuestra apuesta a corto plazo Estados Unidos contra Reino Unido. La situación fiscal en vísperas de elecciones inciertas, y el perfil de las emisiones para las próximas semanas, abogan en favor de una infrarentabilidad relativa de los Gilts.

El Bund impactado por la crisis griega



La inflación subyacente se mantiene a la baja





# MERCADOS DE RENTA FIJA

## Crédito IG y HY

### El mercado va bien, pero...

Entorno positivo para el crédito, pero todos los problemas no han sido resueltos

Los volúmenes de las emisiones HY alcanzan niveles récord

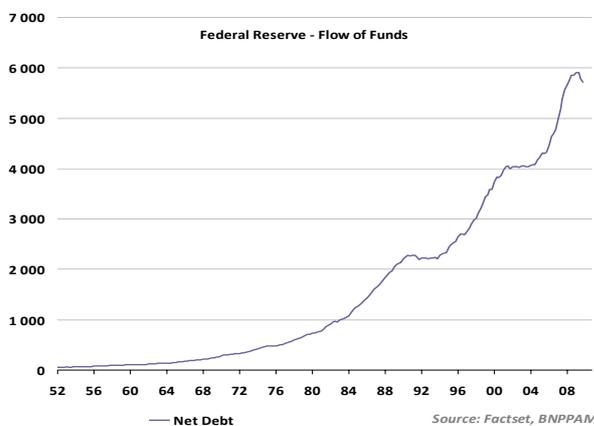
El mercado del crédito ha seguido mejorando en las últimas semanas, impulsando los diferenciales, pero también los tipos, hacia nuevos puntos mínimos. Esta rentabilidad refleja la mejora general de los fundamentales y la recuperación económica. La publicación del informe trimestral sobre los « *Flow of Funds* » en Estados Unidos confirma las tendencias generales para las empresas no financieras: mejora de los beneficios y desendeudamiento. Estos elementos siguen constituyendo factores positivos para el crédito. **Por el momento, el mercado aún debería atraer a inversores** en búsqueda de rentabilidad, lo que sin duda es más difícil en los niveles actuales, y que a corto plazo podría orientar la demanda hacia efectos menos bien calificados, pero también aumentar la discriminación entre los diferentes emisores.

Si bien el escenario de un crecimiento lento constituye un buen compromiso entre beneficios y desendeudamiento, persisten muchas dudas en cuanto a la sostenibilidad a medio plazo tras la fase de aceleración actual. Además, muchos problemas generados por la crisis distan mucho de estar resueltos y cualquier accidente, que esté vinculado a la economía, al sistema financiero o al riesgo soberano, sería desde luego negativo para el crédito y para cualquier clase de activos de riesgo.

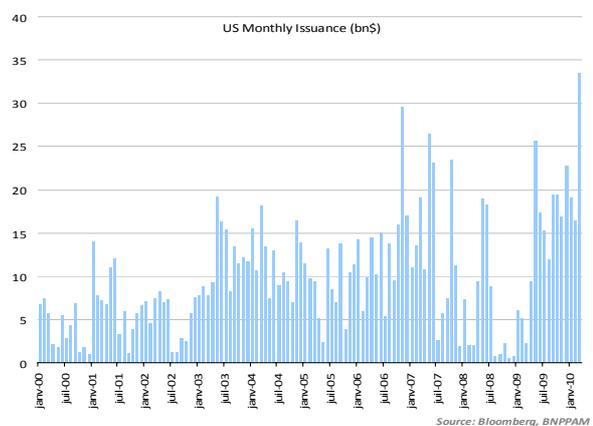
Desde un punto de vista técnico, **los flujos hacia los fondos High Yield se mantienen bien orientados**, lo que permite financiar las numerosas emisiones de renta fija. En efecto, éstas han alcanzado niveles récord, sin que por ello el mercado resulte afectado. Esto indica una vez más que el apetito de los inversores por el riesgo crédito no presenta signos de debilitamiento. En consecuencia, deseamos aprovechar estas tendencias sabiendo que podrían volcarse en un futuro próximo y que, de todas maneras, la rentabilidad potencial ya no es tan atractiva comparada al riesgo.

Así, **mantenemos nuestra ligera sobreexposición al mercado crediticio**, reduciendo un poco la parte del *Investment Grade* y atribuyendo más presupuesto de riesgo al *High Yield*, que presenta un "carry trade" superior.

La deuda neta disminuye



Emisiones HY récord



# MERCADO DE DIVISAS

Un euro un poco más fuerte a corto plazo; un yen más débil a largo plazo

El euro bajo el signo de Grecia

Las evoluciones de la paridad EUR/USD han sido erráticas debido a las noticias procedentes de Grecia, a las publicaciones económicas y a las perspectivas de política monetaria. Por ejemplo, las declaraciones de Angela Merkel ante el Parlamento alemán sobre la posible exclusión de un país que ya no respetaría las condiciones de adhesión a la Eurozona contribuyeron a que el euro volviera por debajo de 1,35, sabiendo que había logrado pasar nuevamente por encima de 1,38 el 17 de marzo, al día siguiente de la reunión del FOMC que confirmaba que el aumento del objetivo de los fondos federales no sería inmediato. Las inquietudes sobre la situación griega, la cacofonía entre los líderes europeos y las dudas sobre el plan de ayuda hasta principios de abril afectaron al euro. Cuando los operadores de mercado se sintieron más seguros, volvieron a colocar la paridad por encima de 1,36 (frente a menos de 1,33 el 25 de marzo). **Pensamos que la apreciación del euro puede proseguir en las próximas semanas** con la disipación de los temores sobre el riesgo soberano europeo, pero ésta será limitada. En el 2º semestre, anticipamos una reactivación del dólar facilitada por un diferencial de crecimiento favorable a la economía americana.

Hacia una depreciación saludable del yen

**El debilitamiento del yen** a partir del 24 de marzo, con el retorno de la paridad USD/JPY a cerca de 95 a principios de abril (máximo del año) refleja la voluntad del ministerio de Hacienda y la decisión del Banco de Japón de duplicar la línea de crédito destinada a garantizar a los bancos préstamos de urgencia a 3 meses al 0,1%. Por otra parte, a principios de mes, el BoJ reveló que aumentaba a 145 billones de yenes la reserva para sus intervenciones en el mercado de divisas. La bajada del yen podría continuar, probablemente a un ritmo menos sostenido que en estas últimas semanas (-6,5% entre principios de marzo y principios de abril). **Hacia finales de año**, las diferencias de tipo entre Japón y los otros grandes países deberían traducirse por el **retorno de las operaciones de carry trade financiadas en yenes**. En efecto, frente a la deflación que sigue siendo amenazante, el BoJ debería conservar durante mucho tiempo su política monetaria acomodaticia, e incluso reforzarla.

Situaciones contrastadas para las divisas anglosajonas

**CAD y AUD en aumento.** Las divisas « de crecimiento » podrían seguir beneficiándose del buen comportamiento de la demanda mundial, de las altas cotizaciones de las materias primas y de las valoraciones atractivas. En cambio, la **libra esterlina** podría verse afectada por el resultado incierto de las elecciones del 6 de mayo.

## FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	09-Apr-10	2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.3395	1.35	1.40	1.33	1.38	1.30	1.35
	USD / JPY	93	93.72	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	0.9997	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.9310	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5377	1.50	1.60	1.55	1.65	1.55	1.65
	USD / CHF	1.03	1.0707	1.07	1.11	1.08	1.13	1.11	1.15
EUR Block	EUR / JPY	134	125.53	131	138	129	136	133	139
	EUR / GBP	0.89	0.8711	0.85	0.90	0.83	0.88	0.83	0.88
	EUR / CHF	1.48	1.4342	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53

Source: BNPP AM as of 9/4/2010





# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

Ligera sobreexposición en un entorno que sigue siendo positivo a corto plazo

El repunte económico cíclico actual constituye un elemento siempre favorable...

...pero temporal

Las perspectivas de crecimiento de los beneficios siguen sosteniendo el mercado a corto plazo....

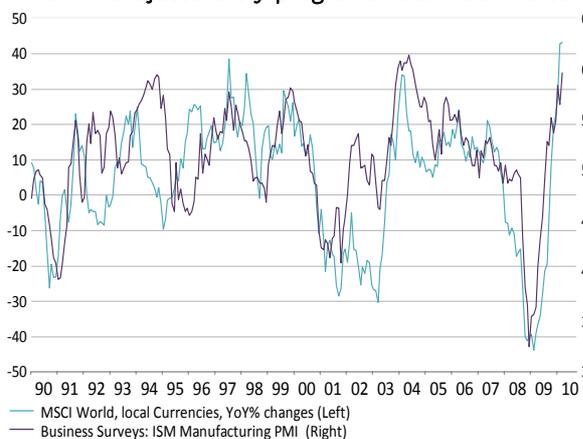
...mientras que los niveles de valoración aún no son penalizadores

La prosecución de la mejora de los indicadores de actividad, cercanos a sus máximos históricos, confirma que los **dos primeros trimestres del año 2010 deberían tener índices de crecimiento sostenidos**. Sin embargo, ciertos indicadores muy precursores (por ej., ECRI) comienzan a anticipar una ralentización de la actividad durante el 2º semestre de este año. Si bien no anticipamos un retorno de la recesión, **las perspectivas de crecimiento a medio plazo son más bajas que en el curso de la década pasada**, especialmente debido a la gran necesidad de desendeudamiento de los Estados y de los particulares. Así, una presión fiscal cada vez más fuerte –disminución de los gastos gubernamentales y aumento de la tributación – debería imponerse progresivamente sobre las medidas excepcionales de apoyo a la economía actualmente vigentes. Paralelamente, los soportes temporales del repunte industrial, en particular la reconstitución de inventarios y ciertas inversiones indispensables que se habían postergado durante la crisis, deberían atenuarse en la segunda parte del año.

En el contexto actual de repunte económico cíclico, las anticipaciones de crecimiento de los resultados y su dinámica positiva de revisión siguen constituyendo uno de los principales sustentos del mercado de renta variable. Si bien las anticipaciones de crecimiento de los beneficios del orden del 30% para 2010, formuladas por los analistas *bottom-up* para el S&P 500, nos parecen realistas – efecto base conjugado al repunte industrial – somos más escépticos sobre las perspectivas para 2011 estimadas, por estos mismos analistas, en un 20%. Las ventas deberían verse progresivamente afectadas por los efectos de los futuros estrechamientos fiscales, mientras que el potencial de mejora suplementario de los márgenes operacionales es cada vez más limitado.

En términos absolutos, las valoraciones de los mercados de renta variable se acercan a su media de largo plazo. En relación con las otras clases de activos, la renta variable parece mucho más atractiva. Globalmente, estos niveles de valoración no son penalizadores por el momento. Sin embargo, cuando el mercado comience a focalizarse sobre las perspectivas de crecimiento para 2011 e incluso más adelante, estas valoraciones podrían parecer menos favorables... pero estas consideraciones aún son prematuras.

ISM manufacturero y progresión del MSCI World



Source: Factset, BNPP AM

Valoración en línea con la media de largo plazo



Source: Factset, BNPP AM



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados desarrollados

Las encuestas de sentimiento de los inversores aún no han alcanzado niveles de optimismo extremo, y ciertos indicadores ya están entregando mensajes de prudencia (VIX, ratios PUT/CALL). Los indicadores de tendencia de más largo plazo se mantienen favorablemente orientados, pero las progresiones recientes de los mercados se han hecho en volúmenes muy bajos.

Reducción progresiva de la exposición a la renta variable

**En conclusión**, mantenemos una visión positiva a un horizonte de algunos meses sobre los mercados de renta variable desarrollados, habida cuenta de la reactivación económica y de sus beneficios, de las valoraciones que siguen siendo razonables y de la ausencia de estrechamiento monetario por los grandes bancos centrales (en particular, la FED) antes de 2011. Sin embargo, nos parece que después del *rally* iniciado desde hace ahora más de un año, los mercados de renta variable deberían sufrir al menos una consolidación hacia mediados de año, anticipando la ralentización económica y, en menor medida, los temores de un estrechamiento fiscal y monetario en 2011. En esta perspectiva, proseguimos progresivamente la reducción de nuestra exposición a esta clase de activos.

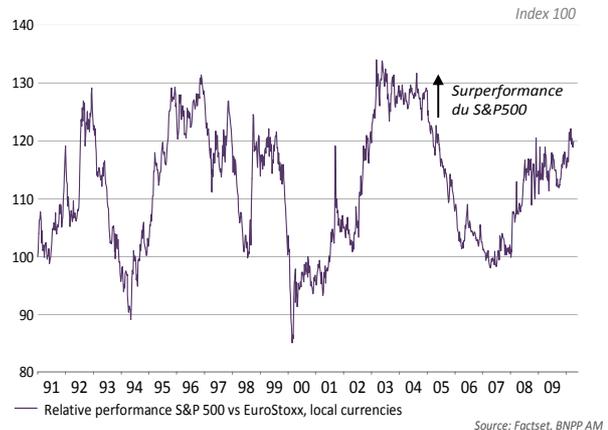
Nuestras principales apuestas relativas siguen siendo Estados Unidos y el Reino Unido contra la Eurozona, penalizada por los temores sobre la gestión del saneamiento de las finanzas públicas

**Seguimos prefiriendo el mercado estadounidense** que se beneficia de una sólida reactivación industrial, de un fuerte repunte de las perspectivas de beneficios (aún si la apreciación del dólar pudiera afectarlo un poco) y de una política monetaria acomodaticia. Sobreponderamos igualmente al Reino Unido cuya fragilidad económica se ve compensada por el impacto positivo de la libra débil sobre las exportaciones y los beneficios repatriados, y por la política expansionista del BoE. Inversamente, nos mantenemos prudentes sobre la Eurozona: pese a una valoración relativa atractiva, a la exposición a la reactivación del comercio mundial (especialmente Alemania) y a la depreciación del euro favorable a los beneficios, las mediocres perspectivas de crecimiento doméstico y los temores sobre la consolidación presupuestaria deberían seguir afectando a este mercado. Mantenemos una posición neutra sobre Japón debido al entorno deflacionista. Sin embargo, a corto plazo, la reactivación presupuestaria, la exposición a los países asiáticos, el reciente debilitamiento del yen y las revisiones al alza de las perspectivas de beneficios son favorables.

MSCI World y su media móvil a 200 días



Rentabilidad relativa S&P500 vs. EuroStoxx





# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados emergentes

### Tendencia alcista sobre los tipos de interés y... las bolsas

Ligera mejora gracias a los factores técnicos y de valoración

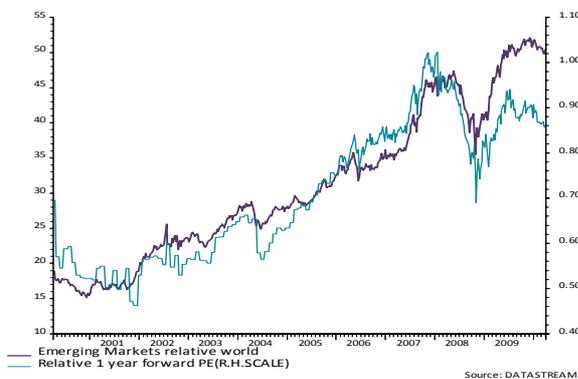
El retorno de la inflación y el principio de la normalización de los tipos de interés van a comprimir los múltiplos de valoración

**Evolución de los emergentes en línea con los desarrollados.** La baja rentabilidad de los mercados emergentes en monedas locales respecto a los mercados desarrollados en un contexto de (ligera) revisión alcista de los beneficios, ha mejorado el atractivo de los mercados emergentes en términos de valoración relativa. Las bolsas emergentes presentan un crecimiento de los beneficios de 30,4 y 17,9 para 2010 y 2011, respectivamente, mientras que el múltiplo PER es de 12,6, comparado a 14,3 (esto es interesante dado que la rentabilidad de los fondos propios de los mercados emergentes es superior a la de los mercados desarrollados). En este contexto, hemos aumentado marginalmente nuestra exposición a los emergentes, posicionándolos en el mismo nivel que los mercados desarrollados. Los factores técnicos también ofrecen apoyos poderosos: los indicadores de tendencia y de sentimiento están positivamente orientados, mientras que la mejora de la visibilidad económica sigue dopando el apetito por el riesgo de los inversores que repercute en un aflujo importante de fondos extranjeros en las bolsas emergentes.

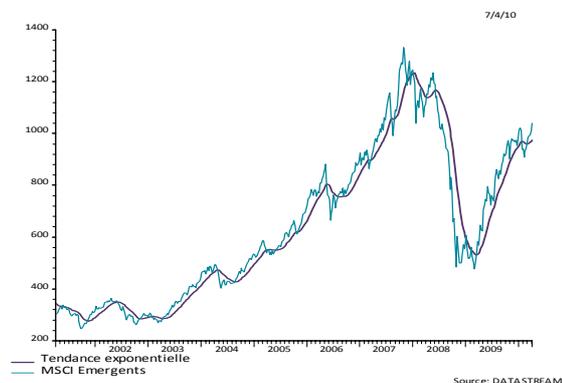
**Inflación y normalización de tipos: principales frenos al alza.** La dinámica y el nivel de crecimiento económico de las economías emergentes son ampliamente superiores a los de los países desarrollados para 2010 y 2011. La inflación ya está de vuelta, principalmente en reacción al violento repunte sobre el precio de las materias primas (+100%). En este contexto, ciertos bancos centrales ya han iniciado el estrechamiento monetario (India, Malasia, Filipinas, Israel), y otros candidatos seguirán. En cuanto a China, las autoridades han preferido aplicar medidas administrativas, ya que el anclaje de la divisa al dólar reduce la eficacia de la subida de tipos. Estas medidas explican la baja rentabilidad de la renta variable china, y nuestra prudencia sobre el mercado desde finales de 2009.

Desde luego, el aumento de los precios de los insumos y de los tipos de interés va a limitar los márgenes de las empresas, reduciendo el crecimiento de los beneficios y afectando la prima de riesgo, y finalmente generando una compresión de los múltiplos de valoración. El ratio de las revisiones de los beneficios ya presenta una tendencia bajista y se acerca al nivel 1. Finalmente, la fase de estrechamiento monetario es históricamente desfavorable para la rentabilidad de los mercados.

**Bajada de los emergentes pese a buenos fundamentales**



**Bolsas emergentes: tendencia nuevamente positiva**



# MERCADOS DE RENTA VARIABLE

## Mercados emergentes

Prudencia a nivel cíclico, pero optimismo a nivel estructural

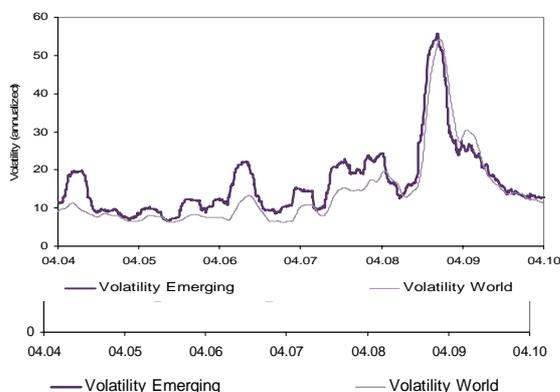
La bajada está aún justificada pese a un crecimiento alto y a buenos fundamentales. El índice MSCI Asia emergente (en USD) se acerca a una importante línea de resistencia, que podría romperse en la segunda parte del año habida cuenta de los fundamentales y de las perspectivas de crecimiento. De aquí a ese momento, el ciclo de aumento de los tipos rectores ya habrá comenzado y el temor al estrechamiento se encontrará integrado en los precios. Además, el exceso de capacidades en los países asiáticos sólo puede justificar una normalización de los tipos, preservando así una liquidez abundante. Pero lo que es más importante aún, el yuan habrá abandonado su anclaje al dólar para iniciar la tendencia alcista en una banda de fluctuación estrecha, lo que debería reducir la prima de riesgo (muy alta actualmente) sobre la región, y aumentar la rentabilidad expresada en USD.

A nivel puramente contractual, la desviación de los emergentes respecto a los desarrollados ya no se justificará. En efecto, la estabilización de los precios y la mejora de los fundamentales macro van a rebajar los tipos y reforzar las divisas. La rentabilidad y el bajo apalancamiento de las empresas deberían justificar unos múltiplos más altos. Finalmente, el tamaño de su economía (31% del PIB mundial), de su población (70% del planeta), el potencial de crecimiento económico alto (5.5%) ya no justifican la capitalización de sólo el 14% de los emergentes en el MSCI Mundo.

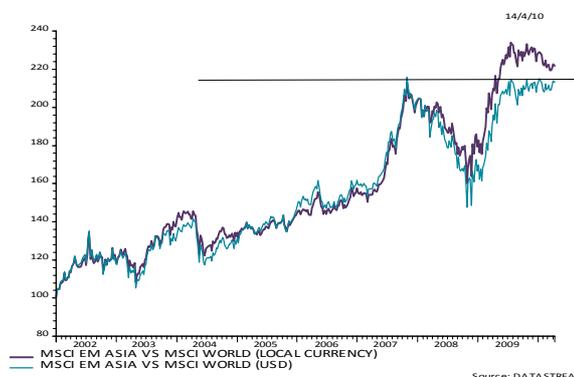
Pocas apuestas marcadas en términos relativos. Retorno a la neutralidad sobre China

Vuelta a la neutralidad sobre China, mantenemos la infraponderación sobre Brasil. Nuestras apuestas relativas son poco marcadas ya que las diferencias de rentabilidad (en USD) entre los grandes mercados son mínimas. Esto se debe a la importancia de los fondos globales pasivos (ETFs) en los mercados emergentes. Volvemos a la neutralidad sobre China. La valoración ha vuelto a ser atractiva después de varios meses de baja rentabilidad, mientras que los indicadores técnicos y las perspectivas económicas son nuevamente positivas. Las medidas administrativas han estabilizado las inversiones excesivas y drenado la liquidez, mientras que el consumo doméstico es sostenido, y lo será aún más con la reevaluación del yuan. También hemos pasado de una exposición negativa a neutra sobre Turquía. El temor de una crisis política relativa al arresto de ciertos oficiales no se ha materializado.

MSCI World tan volátil como el MSCI Emerging



MSCI Emerging Asia versus MSCI World





# ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

## Materias primas

### Conservamos nuestra exposición positiva a las materias primas

**El petróleo y los metales alcanzan nuevos puntos máximos desde 2008**

A raíz del movimiento de estas últimas semanas, las cotizaciones del **bruto** han alcanzado nuevos puntos máximos superiores a 85\$ el barril. Después de los temores macroeconómicos vinculados a la crisis griega, los inversores se han tranquilizado en cuanto a la demanda de productos petroleros gracias a unas estadísticas positivas en Asia emergente y alentadoras en América del Norte. Sin embargo, aunque las importaciones estadounidenses de bruto vuelven poco a poco a su nivel habitual, los inventarios siguen siendo altos y las capacidades de producción inutilizadas de la OPEP son importantes, lo que a nuestro parecer limita el potencial a corto plazo. **Por consiguiente, reducimos nuestra sobreponderación.**

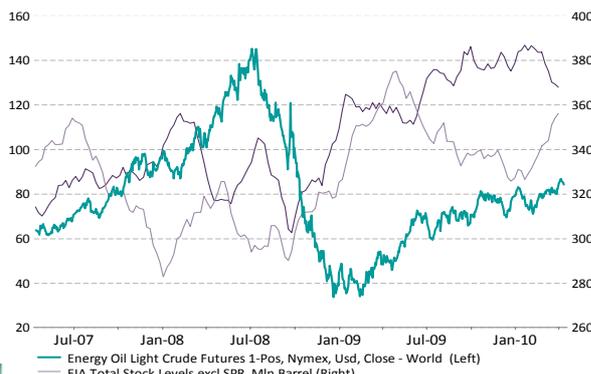
**Conservamos nuestra exposición positiva a los metales básicos**, los cuales deberán seguir beneficiándose de una sólida demanda física debido a la reconstitución de los inventarios manufactureros y a planes de reactivación consumidores en materia de construcción. Esta demanda física se ha materializado en la disminución de los inventarios de metales, tanto en los países desarrollados como en Asia. Aunque los precios de ciertos metales comienzan a parecer altos respecto al nivel de los inventarios, las cotizaciones deberían seguir bien orientadas mientras la demanda mundial siga siendo sólida.

**El oro sigue siendo un activo apreciado por los inversores**

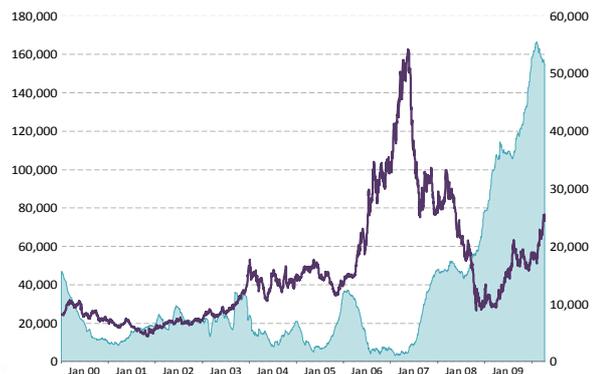
Dado que la parte del consumo **de oro** vinculada a la actividad industrial es limitada, el metal no se ha beneficiado del repunte manufacturero como las materias primas más cíclicas. El oro también ha tenido que enfrentarse a la competencia cada vez mayor de los metales preciosos del grupo platino como vehículo de inversión. La reciente estabilización del dólar, así como la persistencia de un entorno monetario favorable (el « sweet spot ») debería permitir que las cotizaciones del metal sigan bien orientadas a corto plazo. **Conservamos una exposición positiva** al oro y a los metales preciosos.

En lo referente a **los cereales**, si bien los fundamentales a medio plazo se mantienen favorables (especialmente con una demanda ligada a los biocarburantes que debería seguir creciendo de acuerdo con el aumento de los precios de los productos petroleros), las cotizaciones se ven penalizadas por la abundancia de las cosechas de estos últimos años, que han permitido a los inventarios recuperar niveles suficientes. **Conservamos una exposición ligeramente positiva.**

**Los inventarios de productos petroleros bajan, los inventarios de bruto aumentan**



**Los inventarios de metales comienzan a disminuir**



# 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.*



