



ESTRATEGIA DE INVERSION

12 de mayo de 2010

Mayo
10

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS.....	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	3
Punto de vista.....	3
Zonas desarrolladas	4
Zonas emergentes.....	5
MERCADOS DE RENTA FIJA.....	5
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. Erreur ! Signet non défini.	
ADVERTENCIA.....	14

Un choque que debería dejar huellas

En estas últimas semanas, los mercados han padecido los efectos de la crisis de los países periféricos de la Eurozona, antes de repuntar vigorosamente gracias al plan de emergencia presentado por los europeos. Aunque la naturaleza de los riesgos (insolvencia soberana, explosión del euro), así como la amplitud de los movimientos, hacen temer nuevos trastornos en un futuro próximo, pensamos que han de descartarse las interpretaciones extremas. A pesar de haberse contagiado a las otras clases de activos, este choque no es una crisis de la deuda soberana en el sentido amplio, pues ha permanecido muy localizado en las economías periféricas de la Eurozona (los tipos de interés soberanos bajaron de forma concomitante para los principales emisores del mundo desarrollado). Luego, la respuesta política de los miembros de la Eurozona ha sido muy voluntarista, gracias a un plan calibrado destinado a enviar una señal política clara sobre su voluntad de defender la unión monetaria. Estamos convencidos de que el incumplimiento, o la salida del euro de uno de los países de la Eurozona son hechos poco creíbles hoy en día. Finalmente, el entorno coyuntural mundial es actualmente menos preocupante que en 2007/2008.

Sin embargo, a medio plazo, este acceso de fiebre podría dejar huellas en los activos de riesgo. Es poco probable que se trate de una simple consolidación en un mercado alcista, por las dos razones que exponemos a continuación.

La primera es que, en el plano económico, sigue vigente nuestro escenario de estancamiento de los índices de crecimiento en los países desarrollados (sobre todo en Estados Unidos) durante el 2º semestre. La segunda reside en la percepción del problema de la deuda pública por los mercados. Desde marzo/abril de 2009, los mercados han relegado esta cuestión a un segundo plano, focalizándose en la disminución de los riesgos sistémicos en el sector financiero, en el repunte del crecimiento mundial y en la mejora de los beneficios de las empresas. Esta « historia » favorable a los activos de riesgo es la que podría actualmente volcarse. Por una parte, debido a la relativa debilidad de la reactivación. Por otra parte, porque la problemática de la deuda pública y de sus consecuencias (dificultades de financiación para algunos Estados, efectos recesivos de las políticas de reducción de los déficits...) no es fácil de descartar: se ha generalizado en las economías desarrolladas y no puede solucionarse rápidamente.

Por lo tanto, seguimos reduciendo el riesgo en nuestra cartera, lo que se traduce, en este mes, por un retorno a la neutralidad en la renta variable desarrollada, el crédito *Investment Grade* y las materias primas agrícolas.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Seguimos disminuyendo el riesgo en nuestra cartera.
- La renta variable desarrollada vuelve a la neutralidad. Ligera preferencia por la renta variable emergente.
- El crédito *Investment Grade* también vuelve a la neutralidad.
- Sobre las *commodities*, bajamos el petróleo y las materias primas agrícolas pero aumentamos el oro.

Arbitraje renta variable países desarrollados

- Mantenemos la sobreponderación del mercado estadounidense.
- Reducimos el peso negativo de la Eurozona después de su fuerte caída.
- Adoptamos una posición ligeramente larga sobre Japón.

Arbitraje renta variable países emergentes

- Mantenemos la preferencia por Corea.
- Adoptamos una posición ligeramente positiva sobre Rusia.
- Los otros BRIC se mantienen entre neutros y ligeramente negativos.

Cartera modelo diversificada tipo – Clientes institucionales

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

MULTI-ASSET CLASS¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.02	0.2%	0.8%
Emerging Equities	0.08	0.6%	0.7%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.00	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.00	-0.1%	1.0%
High Yield	0.08	1.7%	1.1%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.2%
Base Metals	0.03	0.3%	0.5%
Gold	0.06	0.5%	0.3%
Agricultural	0.00	0.0%	0.3%
Cash Euro		-3.4%	-5.0%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.74%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.32	2.4%	2.5%
Canada	-0.12	-0.7%	-0.3%
Euroland	-0.12	-1.0%	-2.6%
Japan	0.26	1.2%	0.1%
UK	0.08	0.7%	2.5%
Switzerland	-0.13	-0.9%	-1.3%
Australia	-0.29	-1.7%	-0.8%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.6	-7.0%	6.7%
Euroland	0.4	6.4%	-0.5%
Japan	-0.4	-4.8%	-0.5%
UK	0.0	-0.7%	-5.2%
Switzerland	0.6	6.1%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.1	-0.5%	-0.5%
China	0.0	0.0%	0.0%
India	-0.1	-0.5%	0.0%
South-Korea	0.2	1.2%	1.2%
Taiwan	0.1	0.3%	0.5%
Russia	0.1	0.4%	0.0%
South Africa	-0.2	-1.1%	-1.3%
Turkey	0.0	0.1%	0.0%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Punto de vista

Los bancos centrales nuevamente en primera línea

Ha comenzado la normalización monetaria...

...pero no en Estados Unidos ni en la Eurozona

El BCE anuncia compras de títulos (y las pone en práctica)

Diferencias de tamaño. Se ha acentuado la diferencia establecida en el otoño pasado entre los «grandes» bancos centrales (FED, BCE, BoE y BoJ) y los «pequeños», que han iniciado su ciclo de estrechamiento monetario porque la actividad económica les parece suficientemente sólida. No obstante, la subida de los tipos rectores se ha visto limitada por consideraciones de orden internacional. El Banco de Noruega, que acaba de aumentar su tipo rector al 2%, ha indicado que la evolución global en Europa podría afectar a su economía. El *Reserve Bank of Australia*, tras una pausa a principios de año, prosigue el estrechamiento subiendo su tipo rector a un 4,50% el 5 de mayo (sexta subida de 25 pb desde octubre). El Banco de Canadá, que se había comprometido a mantener sus tipos estables hasta terminar el semestre, modificó su discurso en abril. Varios bancos centrales de las zonas emergentes han pasado a la acción, aumentando los tipos rectores (India o Brasil), o incrementando los tipos de reservas obligacionistas (China). Estas decisiones entran en el marco de la lucha contra la inflación y/o la formación de burbujas sobre los activos (especialmente inmobiliarios).

¿Salvadores del mundo? En Estados Unidos, la mayoría de las operaciones excepcionales de refinanciación y las compras de títulos han acabado en las fechas previstas, y actualmente se están probando medidas de retirada de liquidez. Aún así, Ben Bernanke no parece tener prisa por pasar al verdadero estrechamiento monetario (aumento del índice de remuneración de las reservas y del objetivo de los fondos federales, y reducción de las reservas excedentarias). La reacción violenta al aumento de 25 pb del tipo de descuento en febrero confirmó que cada gesto de la FED estaba vigilado. Así, incluso si el diagnóstico sobre la actividad mejora regularmente y si una política de tipo cero puede plantear problemas a largo plazo (especialmente en materia de credibilidad), la FED debería esperar al año próximo para modificar sus tipos rectores. Por lo demás, la ausencia de presiones inflacionistas se lo permite.

Frente a la crisis griega y tras algunas indecisiones, el BCE ha renunciado a muchos de sus principios. Al inicio del mes, indicó que, después de la degradación al rango de inversión especulativa de la deuda soberana griega, aceptaría estos títulos como colaterales cualquiera que fuera su calificación. Unos días después de la reunión del Comité de Gobernadores en que esto «no se había discutido», la decisión de comprar deuda (pública y privada) fue anunciada en el marco del plan europeo de emergencia revelado el 10 de mayo. Hasta ahora, mientras la FED, el BoE y de cierta manera el BoJ, habían implementado semejantes programas, el BCE se mostraba más tímido (compras limitadas de renta fija garantizada), concentrando sus esfuerzos sobre la generosa refinanciación del sistema bancario. Por último, reactivó el dispositivo de subastas ilimitadas del que estaba saliendo progresivamente. El BCE está muy lejos de la ortodoxia monetaria y debería mantener su tipo de refinanciación en un 1% durante un año más aproximadamente.

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	-2.4	3.2	3.9	2.5	[3.1]	3.1	4.4	1.5	[3.0]	-0.3	2.1	3.0	1.6	[2.2]	1.9	3.9	0.8	[1.9]
Canada	-2.6	3.2	3.4	2.5	[2.9]	3.0	3.6	2.3	[3.2]	0.3	1.9	2.2	1.5	[1.8]	2.2	2.6	1.7	[2.2]
Euro zone	-3.9	1.2	1.8	0.6	[1.1]	1.5	2.6	1.0	[1.5]	0.3	1.2	1.5	0.8	[1.1]	1.4	1.8	0.7	[1.4]
UK	-5.0	1.3	2.2	0.9	[1.4]	2.3	3.2	1.4	[2.3]	2.2	2.7	3.6	1.8	[2.6]	1.7	3.6	0.3	[1.7]
Switzerland	-1.5	1.8	2.5	0.9	[1.5]	1.9	2.8	1.1	[1.8]	-0.5	1.0	1.3	0.7	[0.8]	1.1	1.7	0.8	[1.1]
Japan	-5.2	2.2	2.8	1.5	[1.9]	1.6	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.1	-0.6	-1.6	[-1.1]	-0.2	0.6	-0.7	[-0.3]
Australia	1.3	3.3	3.8	2.6	[3.1]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.6	3.0	2.2	[2.5]	2.8	3.3	2.6	[2.7]

Source: Consensus Forecasts as of 12/04/2010



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas desarrolladas

No ha de extrapolarse la actual dinámica de crecimiento

En Estados Unidos, en ritmo anualizado, la demanda interna fuera de inventarios (crecimiento « sub-yacente ») progresó un 2,2% en el 1^{er} trimestre de 2010 al igual que en el 2^o semestre de 2009...

...y no debería acelerarse de aquí a finales de año

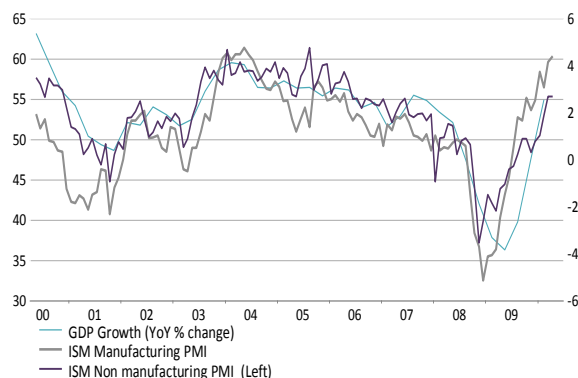
Una Eurozona demasiado heterogénea

Periodo delicado para la economía británica

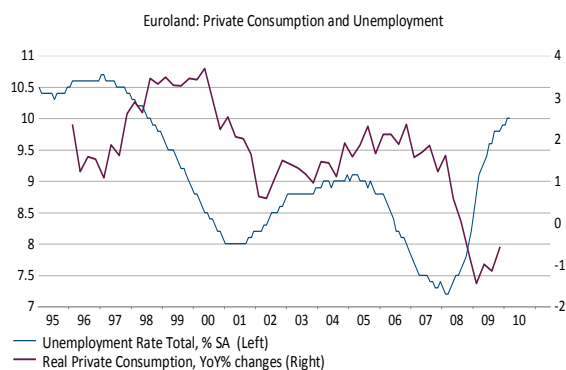
Una vez que la reconstitución de inventarios haya terminado, el crecimiento del PIB estadounidense (3,2% en el 1^{er} trimestre) debería establecerse en las cercanías del crecimiento « sub-yacente » (fuera de inventarios y demanda externa) que es estable en torno al 2,2% desde mediados de 2009. Tal y como se esperaba, el consumo ha sido sostenido a principios de año (+3,6% tras un 1,6%) y la inversión productiva vuelve a activarse, sobre todo como consecuencia de la renovación del parque informático. El sector inmobiliario, tanto residencial como comercial, sigue deprimido. **Las perspectivas para los próximos trimestres no son negativas en términos absolutos, puesto que se ha descartado el escenario de un retorno de la recesión, pero tampoco son muy entusiastas.** El empleo sigue constituyendo la principal incertidumbre de esta reactivación. Las cifras de abril son más bien alentadoras gracias a creaciones netas en el sector privado (120.000 de media al mes desde enero) y al efecto positivo (aunque transitorio) en el sector público de las contrataciones necesarias para la realización del censo. El índice de paro es alto (9,9%) y sólo debería disminuir lentamente, lo que afectará de forma duradera a los sueldos. El desbloqueo de las reducciones tributarias (hogares y empresas) previstas en el marco del plan de reactivación de 787.000 millones de dólares se aceleró en el 1^{er} trimestre. De mantenerse este ritmo, el total previsto de 288.000 millones de dólares habría de alcanzarse a finales del 2^o trimestre. El crecimiento de la actividad (hasta ahora sostenida por estas medidas y por la bajada de la tasa de ahorro a un 2,7% en marzo frente a un 4% a finales de 2009) debería ser más modesto, más aún cuando la aceleración industrial ha quedado atrás. **Japón** se beneficia del dinamismo asiático y se multiplican las señales favorables sobre la demanda interna. Sin embargo, el BoJ sigue preocupado por la deflación y no tiene intenciones de interrumpir el apoyo al crédito.

Las últimas encuestas de actividad en la Eurozona son alentadoras, el clima de los negocios beneficiándose de la caída de la divisa. Tras el limitado crecimiento del 1^{er} trimestre (0,2% según la primera estimación), la actividad debería mejorar, especialmente porque el crédito da señales de reactivación. Sin embargo, el consumo sigue deprimido y la coyuntura no es la misma en todos los países: si industriales alemanes o franceses proyectan aumentar sus inversiones, no sucede lo mismo en España o Italia. En el **Reino Unido**, la mejora cíclica cae, la inflación sigue acelerándose y el país deberá enfrentarse a sus obligaciones presupuestarias. El gobierno de coalición (formado tras el escrutinio del día 6 entre conservadores y libero-demócratas) podría complicar las cosas, incluso para el BoE.

Estados Unidos: las encuestas ISM están bien orientadas



Eurozona: el consumo no despega



Source: Focstet, BNPP AM



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Zonas emergentes

El pico de crecimiento ha quedado probablemente atrás

Las economías emergentes siguen presentando un crecimiento sostenido

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

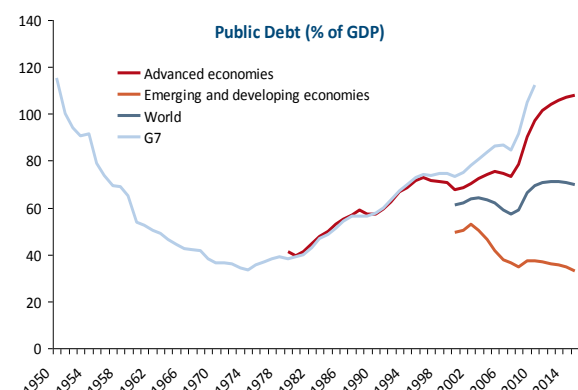
En China, las autoridades se enfrentan con determinación a la especulación inmobiliaria

Las economías emergentes siguen presentando un crecimiento sostenido, y según el consenso, las revisiones son positivas. En su último informe de abril, el FMI revisó al alza los países del ASEAN, Brasil, la India y los países del Este, estableciendo un crecimiento del PIB del 6,3% y del 6,5% para 2010 y 2011, respectivamente. El nivel de confianza de los consumidores es muy alto, lo que ofrece buenas perspectivas para la demanda doméstica, tal y como lo demuestran las ventas al por menor, en notable aumento, especialmente en Asia.

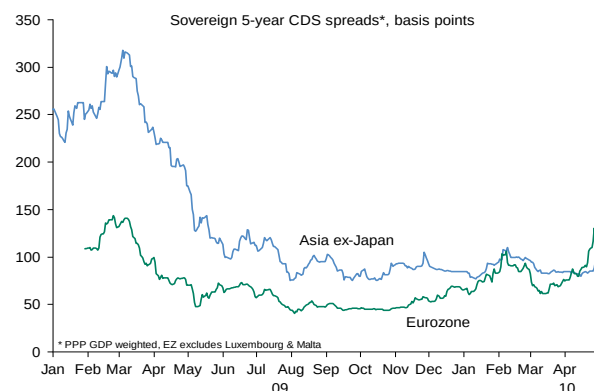
El pico del ciclo de crecimiento se encuentra probablemente detrás de nosotros para los principales países. En efecto, China ha decidido desinflar la burbuja inmobiliaria actuando de forma enérgica sobre las condiciones monetarias, mientras Brasil y la India aumentan sus tipos rectores. Se trata de medidas de índole cíclica ya que la inflación no amenaza con aumentar, y está decreciendo en Rusia y en la India. A largo plazo, la inflación debería incluso orientarse a la baja habida cuenta de los excedentes de capacidades, lo que permite mantener una liquidez abundante. Al contrario de los miembros del G7, los países emergentes presentan un nivel de endeudamiento muy bajo y, en el caso asiático, el coste de protección contra los incumplimientos (CDS) es inferior al de la Eurozona. Desde luego, los problemas de los países desarrollados pueden afectar a la zona emergente a través de la reducción de las importaciones o del aumento de la aversión al riesgo.

En China, las autoridades se enfrentan con determinación a la especulación inmobiliaria mediante un estricto control de los préstamos bancarios, un fuerte aumento de los tipos hipotecarios, unas aportaciones más altas de fondos propios y otras medidas administrativas. El mercado inmobiliario ha reaccionado negativamente y la caída de las ventas podría hacer peligrar el crecimiento económico. En efecto, la construcción representa una parte importante del PIB, y constituye un factor esencial para el equilibrio presupuestario de las provincias. China también se ha visto afectada por la crisis europea, directamente, por una depreciación de la parte en euro de los 2,6 trillones de reservas de cambio, e indirectamente, a través de la actividad exportadora cuyo primer socio comercial es Europa.

Economías emergentes:
mejores perspectivas sobre el endeudamiento



Asia excepto Japón:
emergentes y menos arriesgados



Bonos del Estado

Crisis griega y montañas rusas

El riesgo soberano sigue siendo el principal motor del mercado

Es imposible hablar globalmente de los mercados de renta fija dado que tienen un comportamiento muy diferente en la crisis actual. Los tipos de interés de ciertos países « periféricos » de la Eurozona, con Grecia a la cabeza, han experimentado **tensiones espectaculares con un trasfondo de crisis soberana** que ha orientado a los inversores hacia activos de menor riesgo.

El peligro de este tipo de situación viene de una reacción excesiva de los mercados impulsados por el pánico. Un fin de semana más tarde, y después de haberse tomado algunas decisiones importantes, los *spreads* soberanos de los países implicados vuelven a caer de forma notable y las rentabilidades del Bund alemán y del T-note estadounidense a 10 años ganan casi 20 puntos básicos.

Esto no significa que el problema esté resuelto, pero por el momento la situación se ha calmado. **A medio plazo, sin embargo, el problema persiste**, y no sólo para casos particulares en el interior de la Eurozona. En efecto, tal y como ya lo hemos destacado, otros grandes países, como Estados Unidos y el Reino Unido, también necesitarán sanear sus finanzas públicas. Esto nos incita a pensar que la problemática de la deuda soberana estará vigente durante mucho tiempo.

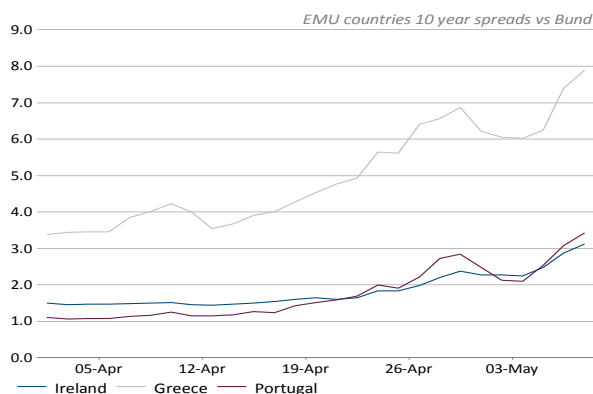
Desde un punto de vista fundamental hay pocos cambios. De alguna manera, la aceleración de **la reactivación económica se ha visto ocultada por los problemas recientes** que hemos evocado anteriormente, pero sigue su camino. Por su parte, la inflación no es amenazante, aunque se mantiene relativamente alta en el Reino Unido.

En consecuencia, mantenemos nuestra neutralidad en los mercados de la deuda gubernamental.

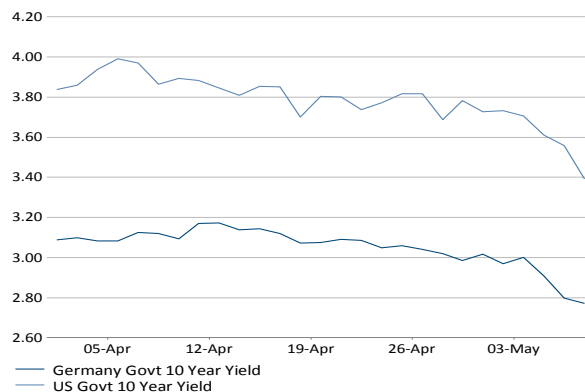
Cierre de la apuesta long US / short UK

Al mismo tiempo, aportamos algunas modificaciones a nuestras apuestas relativas. Cerramos nuestra apuesta long US / short UK la víspera de las elecciones británicas. Tras la fuerte caída de las rentabilidades, que no se ha limitado a la Eurozona sino que también ha afectado al mercado estadounidense, preferimos apostar ahora un short US y Japón / long Alemania y Suiza, dado que estos dos últimos países gozan de valoraciones relativas más atractivas.

Mientras en Grecia la situación se complicaba...



...los inversores buscaban « seguridad »



Source: Factset, BNPPAM



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

MERCADOS DE RENTA FIJA

Crédito IG y HY

Modesto impacto del riesgo soberano

Los fundamentales en segundo plano frente al riesgo soberano

Las condiciones monetarias se mantienen favorables

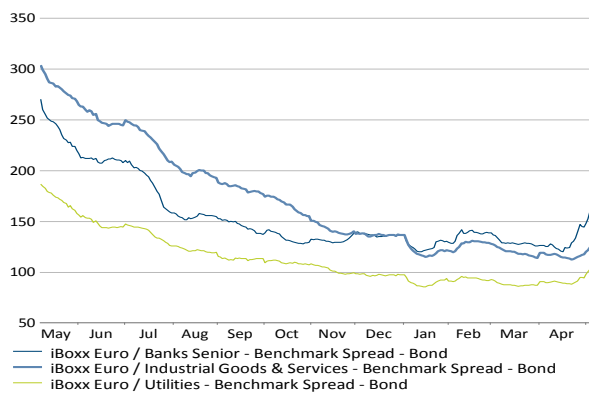
¿Puede el riesgo soberano tener un impacto sobre el coste de financiación de las empresas que están mejorando su salud en un contexto de reactivación económica? Es una pregunta legítima cuando se observa que efectivamente los *spreads* de crédito no sufrían cambio alguno en el momento en que los temores referentes a Grecia iban en aumento. Para que los inversores empezaran a mostrar reticencias respecto al crédito hemos tenido que esperar momentos mucho más tensos con espectaculares aumentos de los tipos de interés griegos.

Sin embargo, en el universo no especulativo, el impacto final habrá sido, globalmente, más bien modesto, ya que la corrección de los *spreads* no se vio acompañada de un incremento importante de las rentabilidades. Pese a ello, pudieron observarse diversos efectos sobre los emisores en los diferentes países, según si éstos estaban más o menos preocupados por los temores relativos a sus finanzas públicas. El crédito *Investment Grade* experimentó los movimientos más importantes en el sector financiero, con alzas más visibles de los *spreads*, tanto en cash como en el mercado de los CDS. Los temores de un nuevo bloqueo del sistema financiero están sustentados por experiencias recientes, pero no han de olvidarse las excepcionales medidas implementadas por los bancos centrales. Las nuevas medidas adoptadas por el BCE frente a la crisis se añaden a unas condiciones monetarias que ya eran muy favorables, aunque cabe tener en mente que la evolución de la reglamentación siempre constituye un motivo de incertidumbre para el sistema financiero. Por su parte, el crédito *High Yield* también sufrió una ligera corrección, aunque sigue sostenido por flujos siempre favorables que permiten absorber las numerosas emisiones.

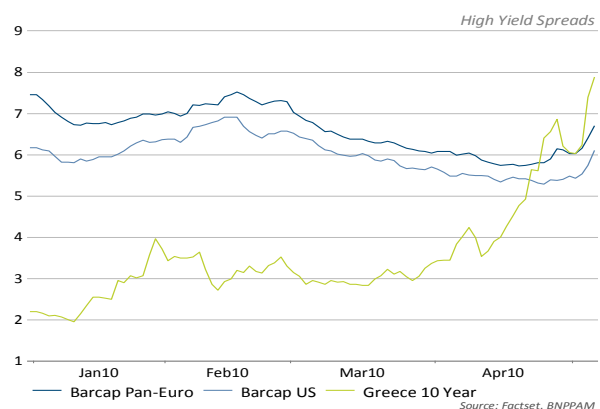
Si bien la mejora de los fundamentales continúa y el contexto económico no se deteriora lo suficiente como para provocar una recaída, el crédito debería seguir constituyendo una inversión apreciada por los inversores en un contexto de tipos bajos. No obstante, los recientes acontecimientos nos recuerdan hasta qué punto la reactivación es frágil, y **no han de descartarse los problemas estructurales** que podrían afectar al crédito, creando una especie de tope sobre los márgenes de mejora y añadiendo volatilidad.

En materia de asignación, volvemos a la neutralidad sobre el crédito IG, pero por el momento mantenemos nuestra sobreponderación sobre el HY.

IG, tensiones más marcadas sobre los valores financieros



El High Yield ha resistido relativamente bien



MERCADO DE DIVISAS

Sesgo bajista para el euro frente al dólar a medio plazo

Más allá de la especulación, existe un problema de gobernancia de la Eurozona

Durante las últimas semanas, los operadores han estado preocupados por las noticias procedentes de la Eurozona a propósito de la crisis griega. La paridad **EUR/USD** volvió hacia 1,25 (frente a 1,35 a mediados de abril) el 6 de mayo, su punto más bajo desde marzo de 2009, antes de que las primeras informaciones sobre el plan de emergencia europeo permitieran un retorno puntual por encima de 1,30. A pesar de la importancia de las medidas anunciadas y de la voluntad manifiesta de «defender el territorio del euro», la paridad volvió rápidamente a bajar. Desde el principio de la crisis de la deuda soberana europea, los repuntes del euro como consecuencia de decisiones *a priori* favorables han sido limitados y de corta duración. El euro parece profundamente afectado por las evidentes dificultades que tienen los responsables europeos en hablar al unísono y en reaccionar con rapidez. Es posible que se produzca un rebote a corto plazo, en particular porque las posiciones especulativas contra la divisa son masivas y porque las últimas medidas descartan la posibilidad de una explosión de la Eurozona. Esta apreciación irá probablemente acompañada de un aumento de la volatilidad. A más largo plazo, el euro podría resultar perjudicado por unas perspectivas económicas que son más mediocres que en Estados Unidos y por las anticipaciones sobre las políticas monetarias. La paridad EUR/USD debería situarse entre 1,20 y 1,25 a partir de finales de 2010.

La libra podría verse afectada por las inquietudes sobre las finanzas públicas

La deuda británica no aboga en favor de una libra más fuerte. Los temores suscitados por la deuda soberana de varios países de la Eurozona podrían rápidamente propagarse al Reino Unido (déficit de -12% del PIB en 2010, deuda cercana al 80%). La incertidumbre política generada por las elecciones del 6 de mayo podría fragilizar aún más la divisa, aunque todos los partidos se han comprometido a colaborar para conservar la calificación AAA. De hecho, la paridad **GBP/USD** se ha replegado desde el escrutinio pero la libra se aprecia frente al euro desde marzo y debería conservar esta tendencia.

Posibles intervenciones para debilitar el yen

Debilitamiento progresivo del yen. El muy bajo nivel de los tipos rectores en Japón, y sobre todo la hipótesis de que el BoJ los mantenga bajos durante largo tiempo, debería traducirse *in fine* en un retorno de las operaciones de *carry trade* financiadas en yenes y, por lo tanto, en una depreciación de la divisa cuando haya disminuido un poco la aversión al riesgo. En efecto, el BoJ será probablemente uno de los últimos bancos centrales en endurecer su política monetaria. Por otra parte, el ministerio de Hacienda desea que el yen se debilite y volvió a declararlo cuando la paridad **USD/JPY** cayó bruscamente a 88 por efecto de la bajada del EUR/JPY el 6 de mayo. La paridad volvió luego hacia 94, después de que el BoJ inyectara 2.000 millones de yenes en el sistema bancario.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009		07-May-10		2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011	
						Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2651	1.25	1.35	1.25	1.30	1.20	1.25	1.20	1.25		
	USD / JPY	93	91.03	95	100	95	100	100	105	100	110		
	USD / CAD	1.05	1.0499	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10		
	AUD / USD	0.90	0.8832	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90	0.82	0.87		
	GBP / USD	1.61	1.4684	1.45	1.55	1.50	1.60	1.50	1.60	1.45	1.55		
EUR Block	USD / CHF	1.03	1.1120	1.08	1.12	1.08	1.12	1.10	1.14	1.14	1.18		
	EUR / JPY	134	115.15	124	130	121	128	128	134	123	135		
	EUR / GBP	0.89	0.8615	0.85	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85		
	EUR / CHF	1.48	1.4067	1.40	1.45	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45		

Source: BNPP AM as of 7/5/2010



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

De la reactivación cíclica al riesgo soberano: reducimos nuestra exposición adoptando una posición neutra

Riesgo soberano: una espada de Damocles sobre los mercados

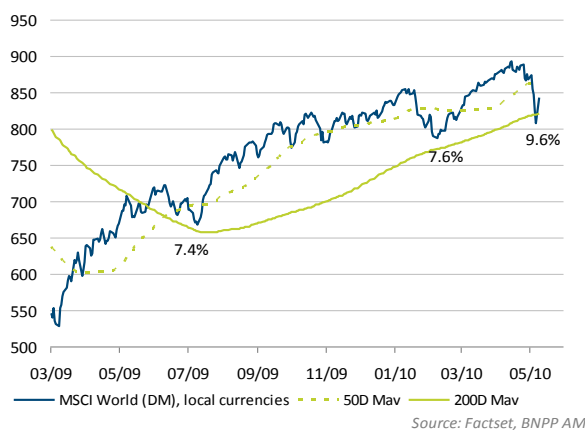
La crisis de la deuda griega y la amplificación de los temores de contagio a otros países europeos han provocado una caída generalizada de las plazas bursátiles mundiales, con la mayor corrección desde el repunte de marzo de 2009 (cerca del 10% de caída para el MSCI World en divisas locales). La respuesta conjunta de los Estados europeos, del FMI y del BCE a la crisis griega es de una envergadura sin precedentes. Al adoptar estas medidas, las autoridades europeas reafirmaron que el régimen de tipos de interés muy bajos y de abundante liquidez – que ha constituido uno de los principales motores de repunte de los activos de riesgo desde marzo de 2009 – va a prolongarse. Paralelamente, esta crisis y sus riesgos de contagio han demostrado que es urgente sanear las finanzas públicas, mientras la reactivación económica en las economías desarrolladas es frágil (sostenida en parte por el ciclo de reconstitución de inventarios y por medidas fiscales temporales) y los retos estructurales importantes. Al mismo tiempo, el dinamismo de los países emergentes – que estimula la reactivación mundial – se ve amenazado por la necesidad de estrechar las riendas monetarias frente al aumento de la inflación o a las señales de sobrecalentamiento. Una ralentización más fuerte de lo previsto de la economía china constituiría efectivamente otra fuente de inquietud sobre la sostenibilidad del crecimiento mundial.

En consecuencia, y pese a que los fundamentales no han cambiado a corto plazo y se mantienen relativamente positivos para la renta variable, los recientes acontecimientos europeos podrían marcar una nueva fase para los mercados. Después de la mejora económica y de los beneficios, la ralentización del crecimiento – prevista para el 2º semestre – y el riesgo soberano (y su corolario que es el estrechamiento presupuestario para al menos estabilizar la deuda pública), deberían afectar el apetito por el riesgo de los inversores. Por lo tanto, seguimos reduciendo la exposición al riesgo de nuestra cartera llevando nuestra ponderación en mercados de renta variable desarrollados a una posición neutra.

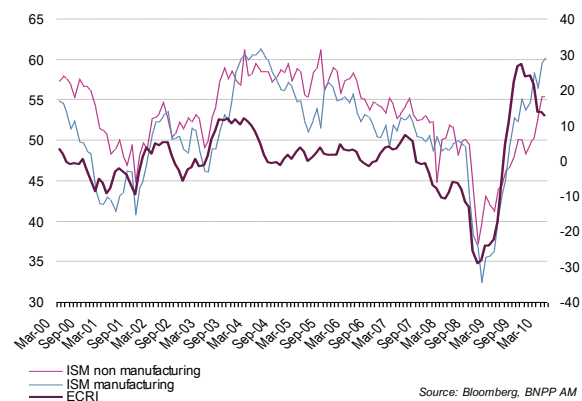
Los fundamentales se mantienen positivos a corto plazo

A corto plazo, la prosecución de la importante mejora de los indicadores avanzados desde la caída a finales de 2008 / principios de 2009, indica una reactivación económica bastante sostenida en la primera parte del año. En Estados Unidos, el ISM manufacturero – superior desde hace nueve meses al tope de los 50 que señala la zona de expansión – volvió a progresar en abril estableciéndose en su más alto nivel desde el anterior punto alto alcanzado a mediados de 2004.

Rentabilidad del MSCI World



¿Signos precursores de ralentización?



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados desarrollados

Sin embargo, ciertos indicadores precursores del ciclo (por ej.: ECRI) comienzan a bajar, sugiriendo que la actividad económica podría decrecer a partir del 2º semestre. Esta inflexión de tendencia debería ir acompañada de una progresión menos sostenida y más volátil de los mercados.

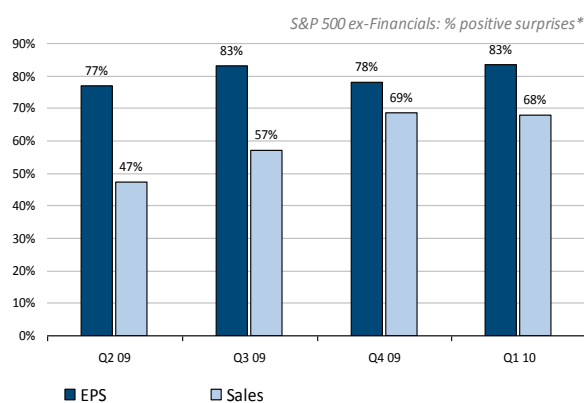
Fuerte crecimiento de los beneficios en 2010, pero exceso de optimismo para 2011

En línea con la mejora coyuntural, las previsiones de crecimiento de los BPA son altas (+31% para las sociedades del MSCI World en 2010, +20% en 2011) y las revisiones de beneficios siguen positivamente orientadas y deberían mantenerse así durante las próximas semanas, tras una excelente temporada de resultados para el 1º trimestre, con sorpresas positivas tanto sobre los beneficios como sobre las cifras de venta. En cambio, pensamos que el ritmo de revisión de las previsiones de crecimiento de los BPA para el año que viene va a decrecer en los próximos meses. Los ingresos de las sociedades deberían verse gradualmente limitados a causa de los estrechamientos fiscales, mientras que el potencial de progresión suplementaria de los márgenes operacionales es cada vez más limitado. La valoración de los mercados de renta variable es actualmente razonable (P/E a 12 meses del MSCI World de x13,9), al menos mientras se mantengan las perspectivas de crecimiento de los beneficios.

Asignación geográfica: preferencia por Estados Unidos, Japón, y en menor medida el Reino Unido

En términos geográficos, conservamos una preferencia marcada por la renta variable estadounidense que seguirá beneficiándose de favorables perspectivas de beneficios, de una política monetaria y fiscal particularmente acomodaticia, pero igualmente (en términos relativos) del aumento de la aversión al riesgo. Asimismo, sobreponderamos a Japón, por razones esencialmente tácticas, pero también por la valoración y la dinámica favorable de beneficios. Reducimos sensiblemente la sobreponderación de la renta variable británica debido a los riesgos que amenazan a la economía doméstica, pero la debilidad de la libra esterlina y la política monetaria particularmente acomodaticia siguen constituyendo importantes factores de apoyo. La debilidad del euro y el anuncio del plan de emergencia nos llevan a aumentar los mercados de la Eurozona, aunque conservando una infraexposición debido a los temores estructurales y a los riesgos sobre el crecimiento generados por las medidas de austeridad presupuestaria que deberían implementarse próximamente. Nos mantenemos infraponderados en los mercados canadiense y australiano habida cuenta de las perspectivas menos favorables sobre las materias primas, y del estrechamiento monetario, en curso en Australia y probable en Canadá.

Nueva buena temporada de resultados



Dinámica relativa de la renta variable americana



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

Los factores de apoyo se atenúan

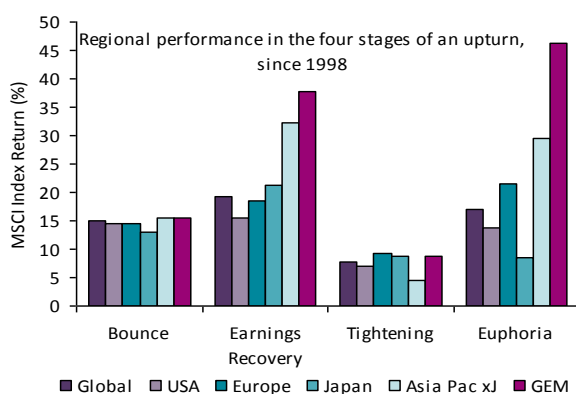
Estrechamientos monetarios y vuelco de los indicadores avanzados

Las condiciones monetarias siguen deteriorándose en los mercados BRIC, con excepción de Rusia. En efecto, China ha actuado de forma muy enérgica sobre su sector inmobiliario adoptando medidas administrativas que han provocado una pérdida de confianza en el mercado. Brasil aumentó finalmente su tipo rector en 75 pb, mientras que la India prosiguió su estrechamiento con un segundo aumento en abril. Pese a que estas intervenciones tienen un carácter de normalización en un contexto de reactivación económica, estos movimientos aceleran el vuelco de los indicadores avanzados y tienen un impacto negativo sobre las revisiones de beneficios. Las revisiones al alza se han hecho muy modestas respecto al conjunto de las revisiones, y ya no constituyen un factor de apoyo para las bolsas. El proceso de normalización de tipos y el movimiento de bajada de los indicadores avanzados deberían proseguir unos meses más, frenando así el potencial alcista de las bolsas emergentes. Los principales riesgos son de orden exógeno, especialmente un aumento de la aversión al riesgo que podría generar una repatriación de los capitales.

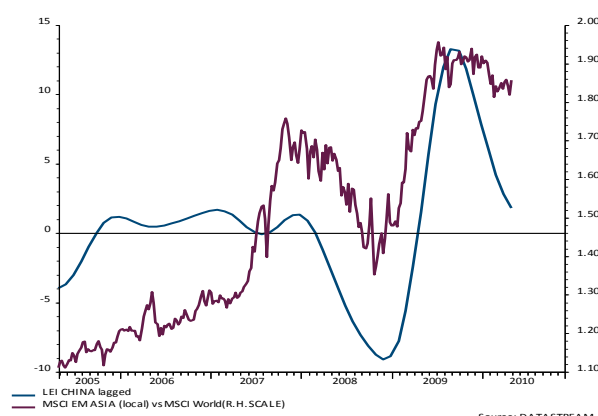
El atractivo de los mercados emergentes está sustentado por la bajada de los precios o de la prima de riesgo

Habida cuenta de la estabilización de las revisiones sobre los beneficios y de los riesgos moderadamente alcistas sobre la inflación, la mayor atraktividad de los mercados emergentes se basa en la bajada de los precios o de la prima de riesgo. Pensamos que ambas condiciones están reunidas, puesto que los mercados emergentes han perdido un 12% respecto al punto alto de mediados de abril, y han tocado brevemente la zona de sobreventa, mientras que el riesgo emergente (medido a través de los CDS) se reduce rápidamente respecto a los mercados desarrollados. En efecto, la región emergente se ve menos afectada por las crisis presupuestarias y de endeudamiento que deben enfrentar los países de la Eurozona. A nivel de valoración, el múltiplo PER de los emergentes ofrece una variación del 15% respecto al de los países desarrollados, lo que es cada vez menos justificable habida cuenta del potencial de crecimiento. Además, cabe recordar que la rentabilidad de los fondos propios, los márgenes operacionales y el potencial de crecimiento estructural de los emergentes son superiores. Estos factores justifican nuestra ligera preferencia por los emergentes respecto a los mercados desarrollados.

Aumento de tipos, baja rentabilidad



Bajan los indicadores avanzados



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Mercados emergentes

La apreciación del dólar no constituye un factor de apoyo para las bolsas asiáticas

Históricamente, la apreciación del dólar resultante de los problemas del euro no es un factor de apoyo para las bolsas asiáticas, debido a la sensibilidad de los sectores exportadores. Es el caso para las bolsas muy expuestas al comercio internacional, como Singapur, Corea y Taiwán, donde la correlación negativa es superior al 70%. En la hipótesis de que el euro se deprecie fuertemente, es probable que no se rompa la importante línea de resistencia de la rentabilidad relativa de los índices asiáticos respecto a los índices « mundo ». No obstante, el potencial de bajada es débil, ya que las condiciones monetarias seguirán siendo generosas y los fundamentales macroeconómicos han recuperado solidez.

A nivel de las preferencias relativas, seguimos optando por los mercados periféricos menos expuestos a los estrechamientos monetarios y que ofrecen niveles más atractivos de valoración. Se trata en particular de Corea y Taiwán, que presentan un fuerte crecimiento de los beneficios para el año en curso y deberían beneficiarse de un alto nivel de nuevos pedidos procedentes de Estados Unidos (ver encuesta US ISM), así como de su alta exposición a los sectores tecnológicos.

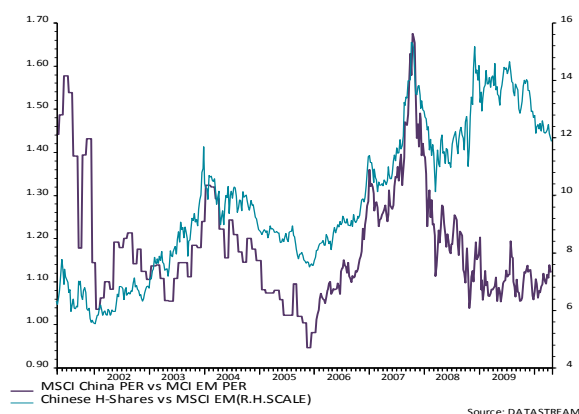
Mantenemos una posición prudente sobre el mercado chino

Nos mantenemos prudentes sobre el mercado chino. Los fundamentales aún no son favorables: ligera deceleración del ciclo económico y orientación negativa de los indicadores avanzados, estrechamiento drástico pero muy específico de las condiciones de crédito en el sector inmobiliario, orientación bajista de los beneficios y tendencia bajista de los índices. El sentimiento de los inversores es negativo, y no prevemos un vuelco de los indicadores avanzados y de la liquidez a corto plazo. Finalmente, las últimas cifras económicas muestran que la economía comienza a reaccionar a las medidas de austeridad y militan en favor de un relajamiento de los frenos monetarios.

Brasil sigue infraponderado por razones de valoración y de ciclo monetario

Brasil se mantiene infraponderado por razones de valoración y de ciclo monetario. Además, la dependencia de la bolsa brasileña a las materias primas la expone a un vuelco del ciclo económico mundial, sobre todo que el sector de las materias primas presenta una de las mejores rentabilidades en el curso de estos 18 últimos meses. También hemos reducido nuestra apuesta sobre la India, que debe enfrentarse al ciclo de subida de tipos y a unas perspectivas de beneficios menos favorables para los próximos meses, mientras que la valoración es una de las más caras del universo emergente.

Valoración correcta, pero falta de dinámica



Brasil: atención con las materias primas



ESTRATEGÍAS ALTERNATIVAS

Materias primas

Retorno progresivo a la neutralidad sobre el petróleo y los cereales

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

Tras haber alcanzado nuevos récords en 2010, las cotizaciones de **bruto** han sufrido una fuerte corrección debido a la aversión al riesgo. Si bien la corrección es excesiva en la medida en que la crisis griega no tiene impacto sobre los fundamentales, la reciente alza de las cotizaciones del petróleo se debía más a las buenas cifras macroeconómicas que a los fundamentales físicos. En efecto, mientras la demanda china se mantiene fuerte, los inventarios petroleros en Estados Unidos entregan una señal más contrastada, dado que las refinerías han aumentado su producción de combustible anticipando el repunte de la demanda. En este contexto, **aconsejamos aprovechar un probable repunte del petróleo para cortar la sobreponderación.**

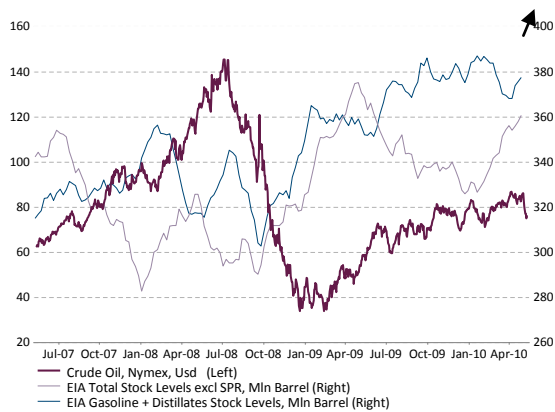
Conservamos una exposición ligeramente positiva a **los metales básicos**, en la medida en que la corrección nos parece exagerada respecto a los fundamentales. En efecto, la demanda de metales industriales debería mantenerse sólida, sostenida por la reconstitución de los inventarios del sector manufacturero, y los inventarios de metales siguen decreciendo a un ritmo constante.

La demanda de inversión debería seguir sosteniendo las cotizaciones del oro

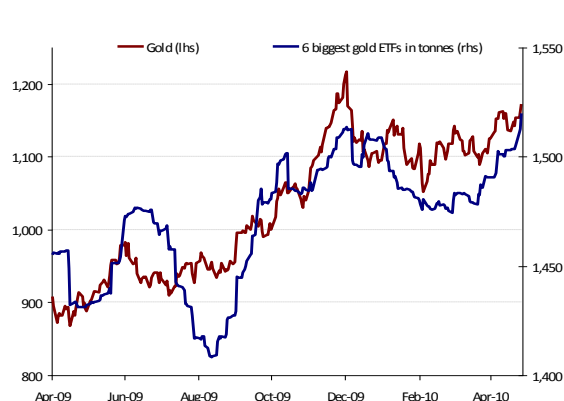
Mientras las materias primas padecían los efectos de la aversión al riesgo y del alza del dólar, **el oro** se benefició de su calidad de valor refugio. Los temores referentes a la deuda soberana en los países desarrollados han permitido reforzar el atractivo del metal entre los inversores, especialmente a través de los ETFs invertidos en oro físico, superando los niveles récord alcanzados en diciembre de 2009. Con un entorno monetario favorable y una demanda de inversión que debería seguir bien orientada, el oro dispone de medios para volver a los niveles récord de 2009. **Hemos reforzado nuestra exposición positiva al oro y a los metales preciosos.**

Volvemos a la **neutralidad** sobre **los cereales**. Aunque la demanda de cereales debería seguir aumentando a medio plazo, los niveles de los inventarios son altos después de dos años de abundantes cosechas, y la buena salud del dólar debería seguir afectando la demanda a la exportación. Así, en ausencia de acontecimientos climáticos excepcionales, el potencial de alza a corto plazo para los cereales nos parece limitado.

Aumentan los inventarios de petróleo



El oro vuelve a atraer a los inversores



ADVERTENCIA

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

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

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

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

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.

