

Comité del 29 de julio de 2009

La recesión se atenúa

Poco a poco, se va instaurando una coyuntura económica más favorable a corto plazo, como atestiguan la revisión al alza de las perspectivas de crecimiento para 2010. El fenómeno se observa sobre todo en la economía americana, donde los analistas privados y la Fed coinciden en su previsión de una mejora de la actividad en el segundo semestre de 2009. De hecho, empiezan a aparecer elementos de estabilización de la actividad industrial y, en menor medida, del mercado inmobiliario. La recuperación de las economías emergentes ha sorprendido por su dinamismo, especialmente en Asia, y ha llevado a los observadores a revisar al alza las previsiones de los próximos trimestres. Las políticas monetarias y fiscales han sido un factor de apoyo muy importante en la recuperación asiática y sus efectos deberían prolongarse en los próximos meses.

Buena percepción de los resultados trimestrales

Los resultados de las empresas americanas correspondientes al segundo trimestre se muestran mejor de lo previsto en su conjunto. Aun cuando, fundamentalmente, se apoyan en los esfuerzos de reducción de costes más que en un aumento del volumen de negocio, y a pesar de que los comentarios de los directivos siguen siendo prudentes, las cifras dan lugar a una revisión alcista de las previsiones de beneficios. Por otra parte, la publicación de los resultados ha sido bien recibida por los inversores, como muestra la subida del 8% del índice MSCI AC World desde el 3 de julio, fecha de nuestro último comité.

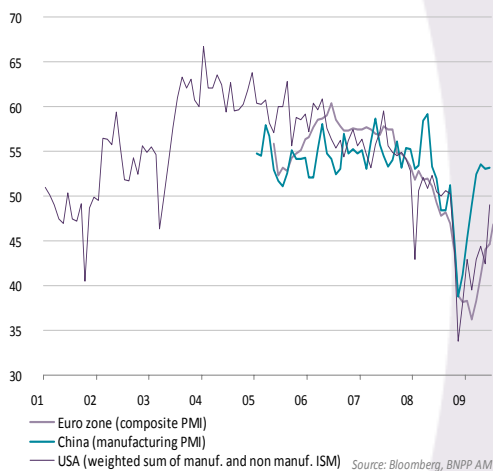
Aumento de la visibilidad de la renta variable a corto plazo

Los datos macroeconómicos parecen así ofrecer un entorno algo más propicio a la renta variable y al crédito *Investment Grade*. En lo que respecta a los temores sobre las consecuencias del regreso a políticas monetarias más «normales», el discurso de los bancos centrales empieza a definirse, y Ben Bernanke parece convencer de la capacidad de la Fed para llevar a buen término su estrategia de salida sin demasiados tropiezos. La «gestión» de las autoridades monetarias para salir de unas políticas demasiado condescendientes constituía un riesgo potencial alto y mal identificado (temores inflacionistas o, al contrario, un frenazo demasiado brusco).

El horizonte a dos o tres meses parece así un poco más tranquilo para los activos de riesgo, aun cuando ciertos mercados comiencen a estar demasiado copados y el entusiasmo de los inversores frente a las «buenas nuevas» pudiera debilitarse en caso de decepciones en relación con las expectativas cada vez más positivas de una economía que, por el momento, sigue contrayéndose, imitando al PIB americano, que pierde un 3,9% interanual en el 2º trimestre.

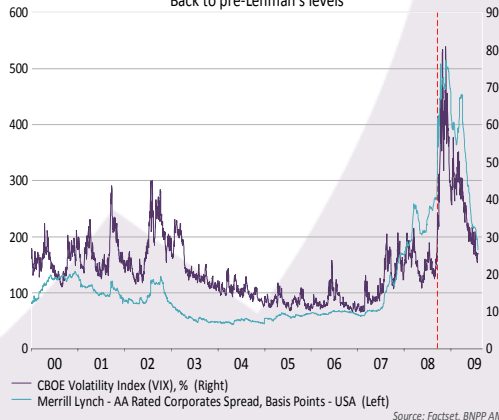
Por nuestra parte, mantenemos un sesgo ligeramente positivo en los mercados de renta variable. A más largo plazo, seguirán apareciendo algunas inquietudes. Estas estarán relacionadas con el ritmo de crecimiento de la economía mundial en los próximos años, y tal ritmo corre el riesgo de verse limitado por el proceso de desendeudamiento y de unas políticas fiscales y monetarias menos acomodaticias el próximo año. Creemos que esta preocupación no tendrá sus efectos hasta más tarde, puede que en otoño, o incluso a finales de año, cuando se elaboren las estrategias para 2010.

Se confirman los signos de recuperación de la actividad



Claro retroceso de la aversión al riesgo

Back to pre-Lehman's levels



Texto concluido el 31 de julio de 2009

Este número de Estrategia de Inversión tiene una extensión más reducida de lo normal. La publicación de septiembre retomará el formato habitual.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

La caída de la aversión al riesgo refleja la mejora de los fundamentales

Las «estrategias de salida» a examen

Durante su auditoría semestral ante la Comisión de Finanzas de la Cámara de Representantes del 21 de julio, Ben Bernanke evocó las estrategias de salida de la política monetaria, precisando que «aún es demasiado pronto para endurecerla». El Presidente de la Fed aseguró que disponía de todas las herramientas necesarias, de las que hizo un resumen. En particular, hizo hincapié en la necesidad de controlar las reservas de los bancos privados (que pasan de los aproximadamente diez mil millones de euros del verano de 2007 a los cerca de 800, más recientemente) para que no hinchén la burbuja del crédito una vez recuperado el crecimiento. También se mencionó la subida del tipo de remuneración de dichas reservas, y otras opciones posibles para regular las reservas y reducir «suavemente, llegado el momento» otras líneas del balance. Al detallar las diversas posibilidades que pueden aplicarse para endurecer la política monetaria, aún con un balance tan grande, Bernanke parece haber convencido a los observadores de que **la Fed es capaz de manejar las consecuencias de las medidas adoptadas hasta ahora.**

Al igual que la Fed, el BCE parece decidido a hacer entender que, en su momento, podrá aplicar las herramientas apropiadas. Durante su conferencia de prensa, a principios de julio, Jean-Claude Trichet precisó que «cuando mejore la coyuntura macroeconómica, el Consejo de gobernadores hará lo necesario para que las medidas adoptadas se inviertan rápidamente y la liquidez aportada sea absorbida», sin dar más detalles. **La información a este respecto está cobrando, sin duda, un lugar cada vez mayor.** El vicepresidente del BCE así lo indicó a finales de mes, subrayando que los temores inflacionistas asociados a una política económica muy acomodadiza eran infundados, ya que el BCE no toleraría tal patinazo. Los inversores parecen haber recuperado la confianza en las autoridades monetarias, aunque aún es pronto para decir si es de forma definitiva. Las reacciones a las próximas decisiones y declaraciones del Banco de Inglaterra, que debería ser de los primeros en abandonar la política monetaria extraordinaria, nos darán lecciones cruciales a este respecto.

Renta variable: neutralidad con un sesgo cada vez más positivo. Preferencia por los valores emergentes

El periodo de publicación de resultados del segundo trimestre, en su momento álgido actualmente, constituye, por el momento, un factor de apoyo muy importante para la renta variable. **A mitad de camino, los resultados son, con mucho, superiores a las expectativas de los**

analistas, gracias, sobre todo, a que se han seguido reduciendo importantemente los costes. En cambio, los volúmenes de ventas siguen siendo inferiores a las expectativas, aunque las decepciones en este sentido son menores que en el primer trimestre. **En el sector financiero, las buenas sorpresas vienen principalmente de ingresos extraordinarios y de las actividades del mercado, aunque los temores sobre la evolución del coste del riesgo siguen presentes, como demuestran las declaraciones de muchos bancos. Las perspectivas de beneficios deberían lógicamente seguir revisándose al alza, en consonancia con la mejora económica mundial. En este entorno, y a pesar de su ligera degradación, los niveles de valoración siguen sin constituir un peligro** y se mantienen neutrales e incluso ligeramente positivos, debido sobre todo a un aumento de las previsiones de beneficios.

La reacceleración de los mercados de las últimas semanas ha llevado a numerosos índices bursátiles a zonas de sobreadquisición, con un riesgo de consolidación a corto plazo. Sin embargo, la continuidad de este *rally* también ha permitido confirmar el **giro al alza de numerosos indicadores a largo plazo**, como indica la reorientación al alza de la media móvil de 200 días del S&P 500, que no se veía desde finales de 2007. Por otro lado, el principal índice de referencia americano se sitúa actualmente en un nivel muy próximo a umbrales técnicos y psicológicos importantes, cuya superación constituiría también un signo positivo muy importante. La desconfianza de los inversores institucionales y particulares (nunca demasiado expuestos a los activos de riesgo, especialmente a la renta variable), sin duda, se está reduciendo al paso de este repunte bursátil y de la mejora de los datos económicos, lo que, por el momento, alimenta el *rally*. Durante los próximos meses, sin embargo, habrá que seguir la evolución de los diferentes indicadores de confianza que, cuando muestren un optimismo elevado en los mercados de renta variable, volverán a presentar un riesgo, especialmente en caso de decepciones sobre la recuperación económica mundial, aunque aún no ha llegado el caso.

En este contexto, seguimos en la tendencia alcista, que mantiene nuestra exposición de neutra a ligeramente positiva. No dejamos de ser prudentes con respecto a los riesgos de recaídas de la economía en los próximos trimestres y a las decepciones que pudieran asociarse a las mismas.

ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

¿Una burbuja emergente? Nuestros indicadores técnicos y económicos son partidarios de **seguir la tendencia alcista de las bolsas emergentes**, tras el breve periodo de consolidación del mes de junio. La valoración ha vuelto al nivel de su tendencia histórica, aunque los sólidos fundamentales, junto con el excelente flujo de datos económicos y las revisiones de los beneficios, justifican seguir la subida de los mercados y una expansión de los múltiplos, o incluso una prima comparada a la de los mercados desarrollados. La liquidez (tipos reales moderados, ahorro elevado y flujos de fondos) sigue apoyando los índices, aun cuando ya haya muchas buenas noticias sobre los precios y la «popularidad» de los mercados emergentes sea un elemento consensuado. **Con respecto a algunos índices, hay signos anecdóticos de un principio de burbuja** (el increíble éxito de las salidas a bolsa en China, la elevada participación de los pequeños inversores y los máximos históricos de los volúmenes gestionados, etc.), aunque los mercados pueden ser irracionales y especulativos durante más tiempo del que pueden soportar nuestros nervios. **Por tanto, recomendamos mantener una sobreponderación en los mercados emergentes, con una asignación reactiva, dada la volatilidad ampliamente superior.**

Obligaciones: neutralidad con respecto a las obligaciones del estado; ponderación positiva en el crédito de buena calidad y prudencia en el High Yield

Los mercados de obligaciones del tesoro seguirán prestando cada vez más atención a la forma y la velocidad de la recuperación económica, a las «estrategias de salida» de los bancos centrales y a los riesgos asociados a todos estos acontecimientos. Y, si bien, por una parte, el débil crecimiento, que aún durará unos cuantos trimestres, y el uso aún reducido de las capacidades frenen un subida brusca de los tipos, los mercados irán estando cada vez más atentos y nerviosos en los próximos meses con respecto al *timing* de las primeras medidas de política monetaria que pretendan retirar las medidas de flexibilización monetaria, en cuanto las autoridades lo estimen oportuno. Desde un punto de vista técnico, el fin probable de las compras de títulos del tesoro en Estados Unidos y el Reino Unido implicará la desaparición de importantes actores de la demanda, lo que añadirá aún más incertidumbre. **Nos aproximamos hacia esa configuración del mercado manteniendo una posición neutral**, que refleja las fuerzas opuestas mencionadas más arriba. A más largo plazo, el sesgo debería ser negativo.

Por su parte, el crédito sigue beneficiándose de la caída de la aversión al riesgo de los inversores. Sin embargo, aún

cuando se mantenga el impulso positivo, la velocidad y el margen adicional de mejora del mercado del crédito se reducen progresivamente. Siguen pareciéndonos más importantes en el universo de *Investment Grade*, donde mantenemos nuestra sobreponderación, más que en los valores de *High Yield*, donde seguimos manteniendo nuestro mensaje de prudencia.

Materias primas: posicionamiento prudente a la espera de unas valoraciones más atractivas

Si bien los mercados de materias primas llevan mucho tiempo beneficiándose de la euforia reinante en los mercados de renta variable, siguen siendo activos físicos. Así pues, mientras que la cotización del **petróleo** tiende a subir por impulso del optimismo general, los datos de evolución de los stocks de productos petroleros de EE. UU. siguen siendo una fuerte llamada de atención, ya que ilustran el hecho de que la mejora de los fundamentales debería hacerse únicamente de forma progresiva. Así, **en cuanto a lo que respecta a la energía, como a los metales de base, los niveles de las cotizaciones actuales llaman a la prudencia, en espera de un mejor punto de entrada.** El **oro** sigue siendo un activo al que conviene dar prioridad, si bien el potencial de subida seguirá probablemente siendo limitado, mientras que la demanda de joyas no muestre signos de recuperación. Los **cereales** han sufrido fuertemente la reciente mejora de las condiciones meteorológicas y deberían disfrutar de la recuperación del apetito por el riesgo, así como los fundamentales a largo plazo.

Dívidas: estabilización del euro-dólar a corto plazo

La volatilidad de las divisas ha disminuido en el último mes. El índice VXY, elaborado por JP Morgan, alcanza sus niveles más bajos desde septiembre de 2008, al igual que la volatilidad implícita a un mes de la paridad EUR/USD, que cae hasta el 11,5%. Entre los elementos considerados comúnmente para explicar los movimientos diarios del mercado de cambios, el tema de la propensión al riesgo de los inversores sigue ocupando un lugar preponderante en la actualidad. En este sentido, la recuperación del apetito por el riesgo podría traducirse incluso en una cierta pérdida de afección por el dólar y el yen. Como ya hemos dicho, las presiones (positivas y negativas) que pesan sobre el dólar y el euro siguen justificando nuestra hipótesis de **consolidación del eurodólar en los próximos meses.**



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.

