

Informe de Estrategia: Mercados Globales

Noviembre 2010

Rank: From weakest to strongest in ascending order:

Strong Underweight Underweight Slight Underweight Neutral Slight Overweight Overweight Strong Overweight

Please note that the rank is indicative and may not balance when summed.

Restableciendo nuestra sobreponderación en renta variable global

Este informe resume la visión de *Pioneer Investments* sobre la situación macroeconómica actual y sobre determinados tipos de activos. Cubre los principales mercados de Europa, EEUU, Japón, Asia y Mercados Emergentes.

Una moderada recuperación económica en los países desarrollados sugiere que el crecimiento puede mantenerse por debajo de su potencial durante el próximo año, aunque este hecho no incrementa el riesgo de una nueva caída en la recesión o *double-dip*. El lado positivo de este “nubarrón” es que las políticas económicas seguirán siendo expansivas, especialmente las monetarias.

El compromiso de los bancos centrales con las políticas expansivas

La Reserva Federal de EEUU está firmemente comprometida con las políticas expansivas, ayudada de una baja inflación que se mantiene contenida por la débil presión de los salarios, ya que las empresas todavía se frenan a la hora de contratar trabajadores en comparación con recuperaciones pasadas. Como resultado, los costes empresariales permanecen bajo control y existe potencial para incrementar los beneficios a pesar de unas perspectivas macroeconómicas no muy claras.

El mandato del Banco Central Europeo le compromete más con la lucha contra la inflación que con la estimulación del crecimiento económico. Sin embargo, puede abstenerse de aumentar los tipos de interés mientras los balances de los bancos no estén completamente saneados y las ratios de capital no recuperen los niveles de seguridad requeridos.

La demanda doméstica impacta en los beneficios de las compañías

Hay que admitir que el lento crecimiento de la demanda doméstica en las economías desarrolladas puede frenar los ingresos por ventas y recortar los beneficios, ya que el margen para los recortes de costes es limitado. Sin embargo, los beneficios de las empresas con una gran exposición a las regiones de rápido desarrollo deberían ser mucho menos propensos a revisiones a la baja.

Las empresas con un libro de negocio fuerte en exportaciones están cotizadas en varios países desarrollados y no tienen por qué estar directamente relacionadas con sus economías domésticas. El contraste es evidente en los mercados bursátiles europeos, donde uno de los sectores de mayor peso (y sufriendo), el bancario, no puede asumir y representar todos los fundamentales del mercado.

¿Cómo estamos posicionados?

Con todo esto en mente, hemos mejorado nuestra visión sobre la renta variable europea, apoyados también por el menor temor al impacto global de la crisis de deuda soberana en la zona euro. Las regiones con un fuerte potencial de crecimiento doméstico, como la mayor parte del Asia emergente y Latinoamérica, siguen siendo la piedra angular de nuestra asignación global de renta variable.

Seguimos con interés la publicación de resultados empresariales correspondientes al tercer trimestre, ya que tras el reciente *rally* las valoraciones están en niveles más elevados y por lo tanto podría haber decepciones, en particular en aquellas empresas más dependientes de las ventas domésticas. Sin embargo, la renta variable todavía está barata si comparamos los rendimientos por dividendo con los de los bonos gubernamentales, que se mantienen bajos por la excesiva relajación de las políticas aplicadas.

Como resultado del último movimiento hemos incrementado nuestra exposición a los activos de riesgo, tras recortar la asignación a bonos gubernamentales de la zona euro, cuyos rendimientos en los mercados *core* son definitivamente muy poco atractivos, habiendo caído a niveles récord apoyados en las expectativas de una masiva compra de activos por parte de los bancos centrales.

Un efecto secundario es que los mercados de bonos corporativos se han convertido en una posición *core* dentro de la asignación a renta fija, si incluimos el componente a corto plazo en euros como un sustituto de mayor rendimiento que nuestras acostumbradas posiciones en *cash*. En EEUU y dentro del universo de *investment grade* (grado de inversión) las primas de riesgo de crédito son atractivas, cubriendo adecuadamente el riesgo de impago o *default*.

Nuestro “Investment Phazer”

La recuperación de los beneficios por acción y el que no se tema a la inflación favorecen a los activos cíclicos

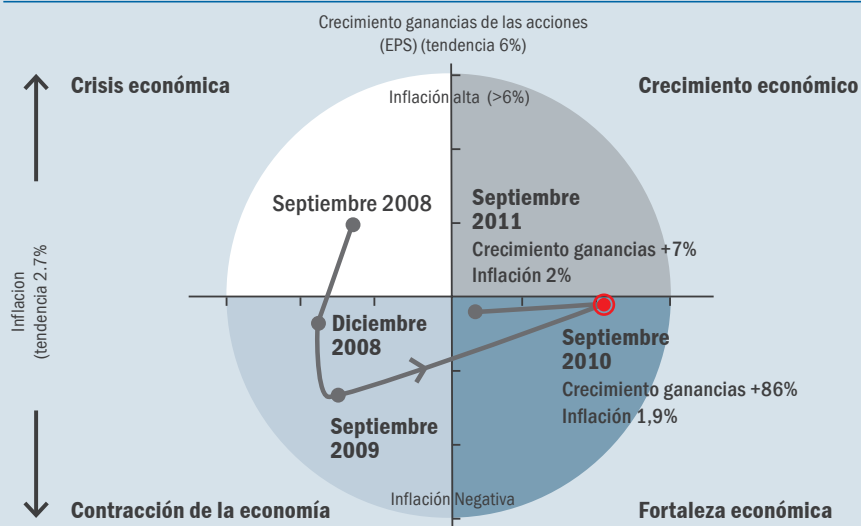
Fortaleza Económica

Los últimos datos disponibles en EEUU confirman ampliamente la estabilización y la mejora progresiva del sector financiero, que empezó ya durante la segunda mitad de 2009. A pesar de que el PIB está volviendo a su crecimiento tendencial, la inflación no es una amenaza real todavía, dada la falta de presiones por parte de los salarios. Las presiones al alza de los precios son más visibles en las grandes regiones emergentes, pero la inflación no es todavía motivo de preocupación.

Recuperación de los Beneficios

El crecimiento de los beneficios vuelve a ser el centro de atención. Los ingresos por ventas se unen a los recortes de costes, pero su crecimiento no es sostenido todavía. Lo será cuando el escenario macroeconómico mejore también en los países desarrollados, pero hasta el momento el soporte principal ha sido la demanda de los mercados emergentes de rápido desarrollo.

El “Investment Phazer”



(*) Los datos de crecimiento en beneficios en EEUU así como la inflación en EEUU son analizados por un modelo estadístico propio para obtener cuatro fases económicas diferentes. Fuente: Pioneer Investments Asset Allocation Research a 30 de septiembre de 2010.

Estrategia Derivada

Nombramos como “Fortaleza/Expansión económica” a aquella fase del ciclo con beneficios operativos por encima de la tendencia y expectativas de inflación por debajo. Durante los últimos 30 años este escenario ha favorecido a los activos de riesgo. Como resultado, sobreponderamos la renta variable global y los bonos corporativos con grado de inversión.

Escenario Alternativo

La fase de “Prolongación/Extensión económica” se ha convertido en la principal alternativa al escenario principal, con la excesiva expansión de la política monetaria llevada a cabo por la Fed en EEUU reavivando las expectativas de inflación (que son prácticamente nulas en los mercados de bonos *core*)

Tipo de activo	Contracción	Crisis	Fortaleza/expansión	Prolongación/Extensión
Renta Variable			Comprar	Comprar
Bonos Gubernamentales		Comprar	Vender	Vender
Bonos Corporativos			Comprar	
Cash	Comprar		Mantener	

Los efectos de prolongar políticas excesivamente expansivas

Un año después de lo peor de la recesión ha sido relativamente fácil para los políticos de EEUU reconducir la economía de nuevo hacia su crecimiento tendencial, gracias a las masivas medidas de estímulo. Mantener el crecimiento del PIB en un 3% interanual puede ser más difícil, ya que los efectos de las políticas fiscales altamente expansivas se agotan y la necesaria consolidación del presupuesto deja menos margen para prolongarlas. Esto parece explicar porqué la Reserva Federal está comprometida con una política monetaria muy expansiva, no sólo a través del nivel cero de los tipos de interés sino también con medidas no convencionales, destinadas a proveer dinero adicional y conseguir que la economía vuelva a funcionar a una buena velocidad – cuanto antes mejor.

El programa de expansión cuantitativa (en inglés, *quantitative easing*, QE) persigue restaurar el funcionamiento del mercado de crédito con rendimientos más bajos a lo largo de toda la curva, y se basa en la compra de bonos. Al mismo tiempo, y con el mercado anticipando QE adicional, el dólar se ha desplomado desde agosto. Según una ley clásica de la economía, si la oferta de cualquier bien se incrementa, el precio bajará, permaneciendo todo lo demás constante.

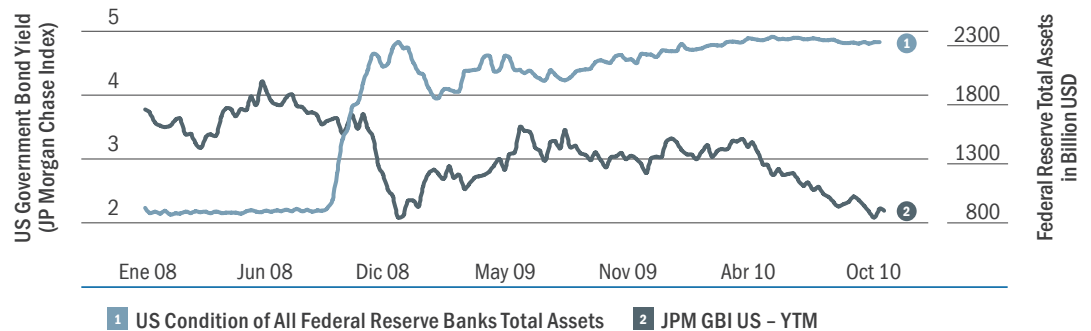
Las elecciones de mitad de legislatura en EEUU se aproximan, lo que parece proporcionar una pátina política a la depreciación del dólar. Las acusaciones a China respecto a la manipulación política de la divisa se han hecho más frecuentes, con una revalorización del 2,5% contra el dólar desde el anuncio de junio de un régimen más flexible, demasiado gradual en opinión de América. Puesto que las divisas se miden unas contra otras, una supuesta política de devaluación competitiva es arriesgada, ya que algunos países dependientes de las exportaciones están siendo perjudicados y desean contrarrestar una divisa fuerte, bien a través de intervenciones claras y abiertas o con medidas disuasorias como tasas sobre los flujos de inversión.

El pasar por alto otra ley de la ortodoxia económica, que dice que incrementar la cantidad de dinero en circulación puede contribuir a generar inflación, puede también añadir inestabilidad. Los mercados de bonos parecen no asumir un mayor riesgo de inflación, con el rendimiento del índice a 10 años cayendo hasta un 2% y con la prima de riesgo por invertir en vencimientos de mayor duración también descendiendo. Convencer a los inversores de renta fija es clave, pero el riesgo de inflación puede verse reforzado por el aumento de los precios de las *commodities*, a medida que los inversores buscan refugio no sólo en el tradicional y seguro oro, sino en las más importantes materias primas que pueden llegar a impulsar un alza en los precios del consumo, tanto en los países desarrollados como en los emergentes de rápido desarrollo.

Con miras hacia el próximo año, podemos anticipar que el tema de la prolongación de las políticas de estímulo puede convertirse en la primera fuente de inestabilidad en los mercados financieros. Mercados de referencia entre la deuda gubernamental, como los *Treasuries* en EEUU o los *Bunds* en Alemania, están siendo citados por algunos analistas como ejemplos de “burbujas en construcción” que pueden estallar si un alza temprana en la inflación hace parecer al riesgo opuesto de deflación como algo superado. Nuestro *call* por activos de riesgo no se ve afectado por este motivo adicional de precaución. La buena salud de los balances corporativos, al menos para las empresas no financieras, favorece a la renta variable e incluso más todavía a los bonos corporativos. El gran nivel de liquidez del que disfrutaban las empresas les permitirá incrementar su inversión de capital en el momento adecuado. El riesgo de rendimientos significativamente más elevados de los bonos gubernamentales no es despreciable, ya que incrementaría el coste

de su deuda, pero las empresas ricas en liquidez pueden evitar el acudir al mercado con nuevas emisiones. Un probable incremento en la inflación apoya el escenario de “Prolongación económica” como alternativa a nuestro escenario base de “Fortaleza/ expansión económica” (y menos al escenario de “Contracción económica”) y la renta variable también tiende a hacerlo mejor que la deuda gubernamental en dicho contexto.

Expansión cuantitativa de la Fed: aumenta la oferta monetaria, mantiene los rendimientos de los bonos en niveles bajos



Fuente: Reserva Federal EEUU, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

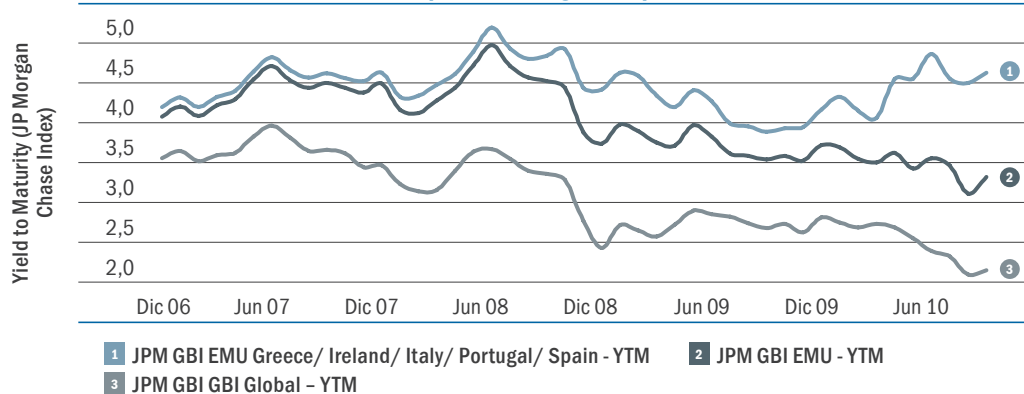
Renta Fija Gubernamental

La compra de activos por parte de los bancos centrales es un apoyo clave

Recientemente los rendimientos de los bonos gubernamentales *core* han repuntado desde los mínimos del año, tanto en EE.UU. como en Alemania. Sin embargo, todavía están en niveles bajos cuando se los pone en el contexto de mercado, con la mayor parte de los índices bursátiles rozando los máximos del año dada la confianza en el crecimiento de los beneficios empresariales. Aparentemente se está formando un *gap* entre las perspectivas corporativas y las macroeconómicas, pero probablemente no es incoherente. La confirmación de un crecimiento macro débil mantiene bajas las presiones inflacionistas, y esto ayuda a los bancos centrales de los países desarrollados a mantener políticas de tipos de interés cero y de medidas no convencionales. La Reserva Federal está especialmente comprometida con la compra de activos como un medio para estimular la economía y conducirla hacia un crecimiento rápido. La próxima ronda de compras se anunciará por el comité del FOMC a principios de noviembre, justo después de las elecciones de mitad de legislatura en EE.UU. El gran tamaño esperado de las compras, hasta 2.000 billones de dólares durante varios meses según algunos analistas, parecen dejar al mercado con cierta propensión a la baja. Sin ese apoyo, los inversores se centrarían más probablemente en los antiguos fundamentales como las ratios de presupuesto: dado el gran compromiso por reanimar la economía, el gobierno federal permitió un incremento espectacular del déficit, tanto como un 11% en 2009 versus la media del 8,3% del G7 (datos de OCDE), y las proyecciones para este año no son menores. El pasado agosto, cuando la Fed construía sus argumentos para la compra de activos, calificó la baja inflación como un factor adicional de riesgo para el crecimiento, algo realmente atípico. Mientras la inflación subyacente permanezca en mínimos históricos, no es probable que los inversores en bonos estén muy preocupados por los escasos presupuestos (y mucho menos por los crecientes niveles de deuda). Sin embargo, nuestra posición de infrponderación no sólo se confirma, sino que se implementa de manera más agresiva cortando nuestra exposición a bonos gubernamentales europeos en la asignación de activos global. Hay que admitir que ha sido difícil hablar de este mercado como un todo desde que los diferenciales de crédito soberano han empezado a aumentar estructuralmente, pero existen razones para la cautela tanto en Alemania (actualmente el único mercado *core* que queda en la

eurozona) como en la periferia. El mercado de bonos además está siendo apoyado por la fuerza del de EEUU y por su seguridad en tiempos de crisis de deuda soberana, pero ambos apoyos pueden haber tocado techo ya. Esperamos que los rendimientos converjan poco a poco hacia su valor justo, que estimamos puede estar cerca del 3% (alrededor de 50pbs por encima de los niveles actuales), basándonos en nuestras previsiones de inflación, nivel de tipos por parte del Banco Central europeo, crecimiento del PIB y ratios de presupuesto. Respecto a la periferia, la turbulencia del segundo trimestre parece haber quedado atrás, con los niveles de los CDS (*credit default swaps*) en Grecia bajando hasta niveles de principios de junio, con una bajada del 3% desde finales de septiembre. Sin embargo, deberíamos también tener en cuenta que el gobierno griego puede vender con éxito bonos de muy corto plazo, no evitando así el estrés de una pronta refinanciación. Es más, los diferenciales para otros países periféricos como Irlanda y Portugal tocaron nuevos máximos en medio de las preocupaciones sobre el empeoramiento de los ratios de presupuesto, dados los costes crecientes del rescate bancario y la falta de un compromiso serio por parte del gobierno con la austeridad fiscal, respectivamente.

Las turbulencias han terminado, pero las divergencias persisten en la zona euro



Fuente: JPMorgan Chase, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Mercados de Crédito

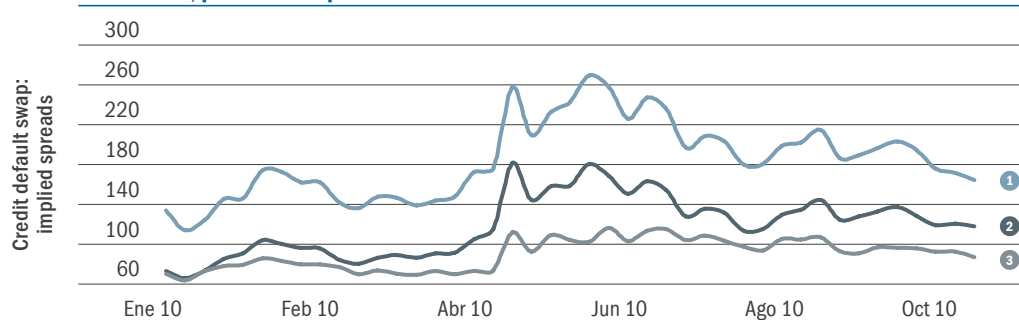
La mejora de las tensiones en los mercados periféricos del euro ayuda

El tema del riesgo de crédito soberano en el área euro no está siendo objeto de tantos titulares como en el mes de mayo, pero no ha desaparecido todavía, y los diferenciales siguen por encima de los niveles medios del año. Sin embargo, unas condiciones de mercado más estables son favorables para los mercados de crédito, y los tipos de los CDS están ahora 30pbs por debajo desde finales de septiembre. El estrechamiento del diferencial es más obvio en los emisores financieros, aunque todavía mantienen una prima de riesgo mayor que otros grupos, especialmente si se incluye la deuda subordinada. El riesgo bancario también se hace evidente en la amplitud y volatilidad de los diferenciales dentro del grupo, como ha demostrado la reciente crisis de Irlanda.

Creemos que la reaparición este año del riesgo de crédito soberano en las regiones desarrolladas ha hecho que, en comparación, destaque la sólida gestión de los balances corporativos durante la recesión, acabando con la distinción superficial entre bonos gubernamentales “seguros” y bonos corporativos “de riesgo”. Muchos bancos, grandes y pequeños por igual, están afectados por el gran tamaño de las inversiones en bonos gubernamentales cuyas pérdidas de valor han ejercido mayor presión en sus balances, favoreciendo la restauración de los ratios de capital a un nivel adecuado e incluso de manera irrenunciable en algunos casos. La mayor parte de los emisores no financieros disfrutaban de unos balances mucho más saludables y sus diferenciales de crédito subieron durante la crisis de deuda del euro como resultado de un aumento en la aversión al

riesgo más que por sus fundamentales. A medida que la economía mejora, los diferenciales y las tasas de impago reales disminuyen. Esto es particularmente cierto en el mercado de EEUU, que es la pieza clave de nuestra asignación de crédito, puesto que el peso del sector bancario es mucho menor que el de Europa y cuyos diferenciales contrarrestan de forma adecuada las tasas esperadas de impago.

Los diferenciales de crédito del sector financiero se estrechan a medida que las tensiones se suavizan, pero no desaparecen



1 iTraxx Europe SUBFIN CDSI S12 5Y 2 iTraxx Europe SNRFIN CDSI S12 5Y

3 iTRAXX Europe NONFIN CD SI S12 5YR

Source Fuente: Markit, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

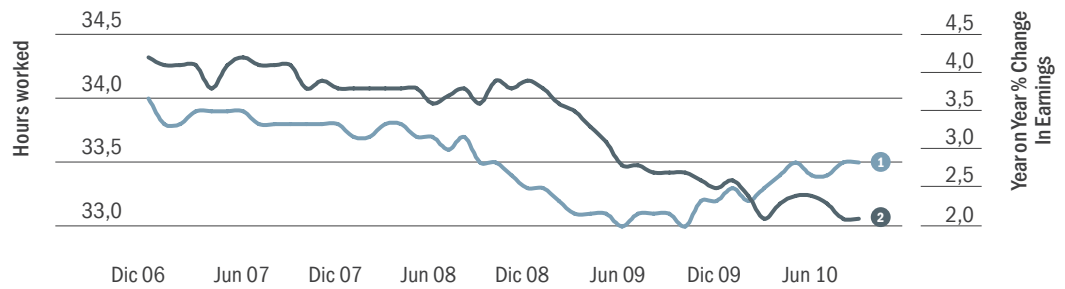
Estados Unidos

Razones para extender la expansión cuantitativa

Desde la segunda mitad del año, el gasto de consumo debería contribuir de manera sólo ligeramente positiva al crecimiento del PIB, y es probable que esta tendencia continúe bien entrado el 2011, ya que el efecto beneficioso de los subsidios gubernamentales no puede durar para siempre. Esta pauta parece inevitable pero no debería haber creado temor sobre una nueva caída en la recesión o *double-dip* si la Reserva Federal no hubiese dado la alarma acerca del crecimiento. En la última reunión de septiembre incluso mencionó la posibilidad de una baja inflación como un factor adicional a temer. Es cierto que el mandato de la Fed recoge tanto la inflación como el hacer crecer a la economía de manera sostenible, pero muy raramente ha puesto tanto énfasis en el riesgo de quedar por debajo del objetivo de inflación como excusa para mantener sus políticas expansivas, mientras la economía alcanza su quinto trimestre seguido de PIB real positivo. Los datos actuales de los precios al consumo claramente apoyan la posición del banco central de EEUU, con la inflación general en el 1,1% en lo que va de año hasta septiembre y la subyacente (ex alimentos y energía) en mínimos históricos del 0,7% para el mismo periodo. Es cierto que las ventas al por menor crecieron más de lo esperado en septiembre, con un avance amplio, lo cual debería disminuir las preocupaciones acerca del *double-dip*. Por otra parte, los optimistas señalan que el poder de negociación de las empresas es limitado y que los minoristas en particular no tienen prisa en elevar los precios por miedo a perder cuota de mercado. Se entiende que la escasa presión de los salarios es el mayor freno a la inflación. Según varios indicadores, los costes de contratación están definitivamente bajo control ya que las empresas evitan el contratar tanto personal como hicieron en recuperaciones anteriores. La economía de EEUU ha perdido más de 8 millones de puestos de trabajo en el sector privado en 18 meses debido a la recesión, y ha creado menos de un millón en los últimos 12 meses. El número de trabajadores temporales está creciendo tanto como en recuperaciones anteriores y su número ha recuperado casi la mitad de las pérdidas ocasionadas por la recesión. Más que anticipar un crecimiento en el empleo general, este patrón puede estar evidenciando una nueva tendencia para los empleadores. Mejorar la productividad es parte de ello: las horas trabajadas han aumentado, con el sector manufacturero incluso alcanzando niveles de pre-crisis, pero los esfuerzos para explotar la mano de obra actual mantiene la

tasa de desempleo muy próxima al máximo del año pasado, y el crecimiento de los salarios sigue siendo débil. En este escenario, es probable que la Fed mantenga la alarma sobre los riesgos bajistas para el crecimiento e incluso sobre una posible deflación.

Semana laboral de EEUU aumentando, no así los salarios por hora



1 US Avg Weekly Hours Private Nonfarm Payrolls Total Private Sector SA

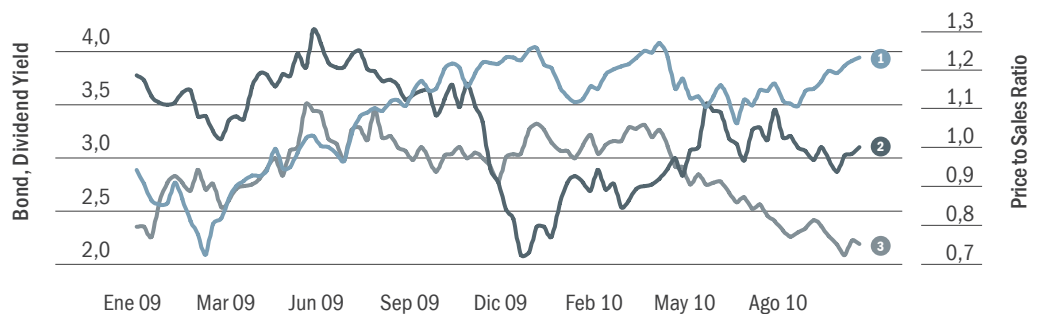
2 US Avg Hourly Earnings Private Nonfarm Payrolls Total Nominal Dollars SA

Fuente: US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Renta Variable EEUU

La temporada de publicación de beneficios del tercer trimestre está en marcha, y la mayor parte de las compañías están sorprendiendo positivamente respecto a las estimaciones de consenso. La ronda del 3T parece ser más complicada que la anterior, porque el mercado ha obtenido ganancias significativas en la segunda mitad del año, mientras que en julio estaba a la espera de los datos corporativos, con algunas preocupaciones debido a la crisis de deuda soberana de la zona euro. Esperamos que se confirme el escenario alcista de crecimiento en beneficios, aunque aquellas compañías que obtienen la mayor parte de sus ingresos de las ventas domésticas pueden publicar números decepcionantes o rebajar las expectativas futuras de beneficios, dada la esperada ralentización en el gasto de consumo. También se espera algún recorte en determinados sectores, como en el de la Tecnología de la información cuyas valoraciones (ver ratio *price-to-sales* o precio/ventas) han aumentado a medida que los beneficios batían consistentemente las expectativas. Otro posible factor de riesgo viene de los renovados temores sobre el balance de los bancos, dada la petición a los bancos -con trans fondo político - de que renegocien los préstamos hipotecarios como una alternativa a la ejecución hipotecaria. A pesar de estas razones para ser cautos creemos que en general el mercado sigue estando atractivo, gracias al compromiso de la Reserva Federal con las políticas expansivas. Manteniendo los rendimientos de los bonos en un nivel bajo a lo largo de todo el espectro de vencimientos a través de su programa de compra de activos, la Fed hace parecer baratos a los rendimientos de los dividendos de la renta variable comparados con los activos de escasa retribución, sin riesgo (o de bajo riesgo).

Ratios Price to Sales más elevados, rentabilidad por dividendo todavía atractiva



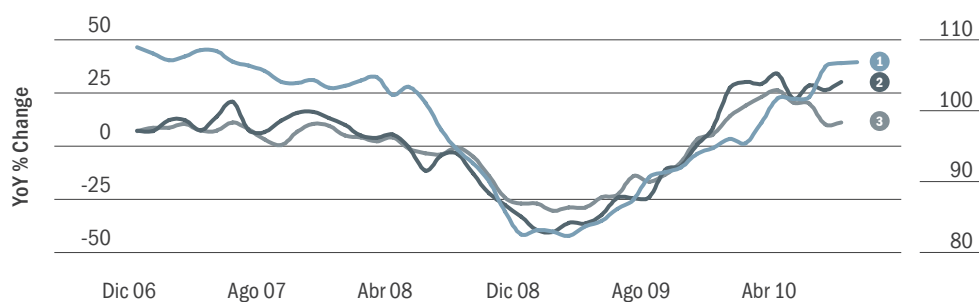
1 S&P 500 Index IDX_EST_Price_Sales 2 JPM GBI US - YTM 3 S&P 500 Index IDX_EST_DVD_YLD

Fuente: Bloomberg a 22 de octubre de 2010

El BCE parece demasiado centrado en Alemania en su búsqueda de normalidad

El Banco central Europeo (BCE) parece confiar mucho más en la recuperación económica, lo que contrasta fuertemente con la alarma de la Reserva Federal respecto al crecimiento. En consecuencia, no se promueven los esfuerzos para reanimar la economía a través de políticas no convencionales como la expansión cuantitativa. Como confirmación, el BCE se ha abstenido recientemente de comprar bonos gubernamentales, siguiendo los comentarios del representante alemán acerca de que el programa iniciado en mayo debería terminar para prevenir que la crisis fiscal de Grecia socavase la confianza en la zona euro. De esta forma el BCE puede estar centrándose demasiado en el papel líder de Alemania en el crecimiento general de la eurozona. Los datos del PIB del 3T no han sido publicados todavía, pero hay indicadores de que el *gap* de crecimiento con respecto a Alemania no se cubrirá. El comportamiento de Alemania se explica por su poderosa maquinaria exportadora, vendiendo artículos de gran valor como bienes de capital y otra maquinaria industrial a países y regiones en rápido desarrollo, fundamentalmente Asia. Los datos de órdenes industriales todavía sorprendieron al alza y crecieron un impresionante 20% en el año hasta agosto (una tendencia remarcable ya que la base de comparación mejora regularmente). Por su parte, el altamente seguido índice IFO de confianza empresarial borró todas las “pérdidas inducidas por la recesión” y confirmó su tendencia creciente, a pesar de una divisa más fuerte y de la pérdida de competitividad en la zona dólar. Esto es algo que hubiera sido difícil de imaginar en el pasado, pero que refleja la importancia de los nuevos mercados para la exportación que sustituyen a EEUU. Las principales compañías alemanas siguen confiando en el futuro crecimiento en beneficios, gracias a la continua demanda de equipamiento industrial. Las órdenes de maquinaria y fábrica han subido un 45% en el año hasta agosto, siendo el componente exterior el que proporciona el mayor impulso. Las órdenes también han aumentado en la zona euro a nivel general, pero no al mismo ritmo desde que finalizó la recesión. Hemos mejorado ligeramente nuestra estimación para el crecimiento de la zona euro al 1,6% este año y a un 1,4% en 2011, lo que todavía refleja un comportamiento débil. Sin la demanda externa, el crecimiento en la región (en Alemania también) sería mucho más débil y la austeridad fiscal recortaría el gasto de consumo en países cuyo comportamiento económico ha estado lastrando la media de la zona euro. El BCE puede obtener algún confort, por ejemplo de la aceleración en el crecimiento de los préstamos, pero los balances de los bancos todavía se verán afectados y constreñidos por nuevas y más exigentes ratios de capital. Así pues, el caso para mantener las políticas monetarias expansivas se confirma de manera fehaciente, a pesar del empuje de Alemania hacia una supuesta normalidad.

Las exportaciones industriales explican el comportamiento económico de Alemania en la zona euro



- 1 Ifo Pan Germany Business Climate 2 Germany Export Manufacturing Orders YoY SA
- 3 Germany Domestic Manufacturing Orders YoY SA

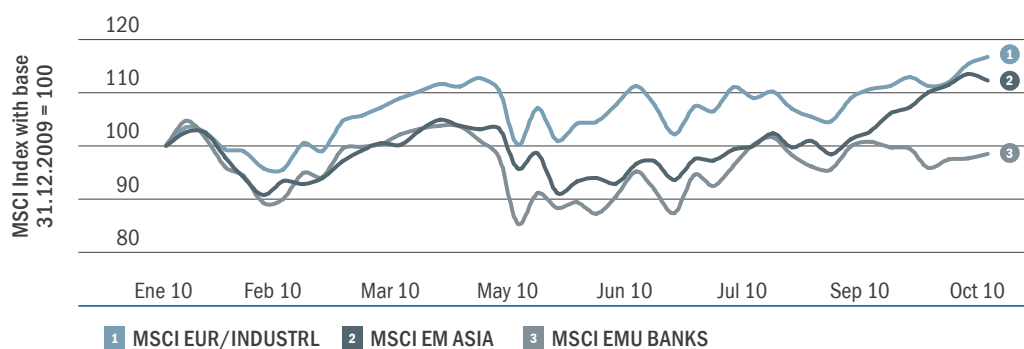
Fuente: IFO, Deutsche Bundesbank, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Renta Variable europea

Las compañías que dependen de las ventas al exterior presentan mejores perspectivas de beneficios

Hemos mejorado nuestra visión sobre la renta variable europea e incrementado, como resultado, el peso estratégico del tipo de activo en nuestra asignación global, porque creemos que las atractivas valoraciones podrán ser aprovechadas en unas condiciones de mercado más estables. La crisis de deuda del euro ha estado amenazando a este mercado durante la mayor parte de 2010, con las turbulencias alcanzando máximos en el 2T. La rentabilidad del tipo de activo puede estar todavía afectada por las acciones bancarias, que son el grupo de mayor peso (alrededor del 16% del benchmark), pero esperamos que el mercado se apoye en compañías que obtienen la mayor parte de sus ingresos de las ventas en el exterior, en particular ventas a mercados emergentes. Los productores de bienes de capital son los primeros de la lista, pero también se confirman las buenas perspectivas para los productores de productos químicos especializados, materiales y otro tipo de bienes industriales. En el siguiente gráfico mostramos como los beneficios esperados de las compañías basadas en Europa con un fuerte componente de órdenes del exterior en su libro de negocio tienen un comportamiento similar al de las compañías cotizadas en los mercados de rápido desarrollo del Asia emergente. No es probable que la volatilidad de la divisa les afecte. Deberíamos prestar más atención a los esfuerzos que China y otros países emergentes están haciendo para contener la inflación, ya que una contracción agresiva podría ocasionar una abrupta ralentización económica. Un euro fuerte puede por el contrario limitar los beneficios de los fabricantes de productos de consumo que estén sufriendo algún tipo de competitividad en precios. Se supone que las acciones del sector lujo que dependen del consumo realmente discrecional son menos vulnerables, pero podrían verse afectadas por una ralentización en China y en otros países de rápido desarrollo por las razones mencionadas anteriormente.

Las compañías basadas en Europa con una fuerte exposición externa muestran un sólido crecimiento en beneficios



Fuente: Bloomberg a 22 de octubre de 2010

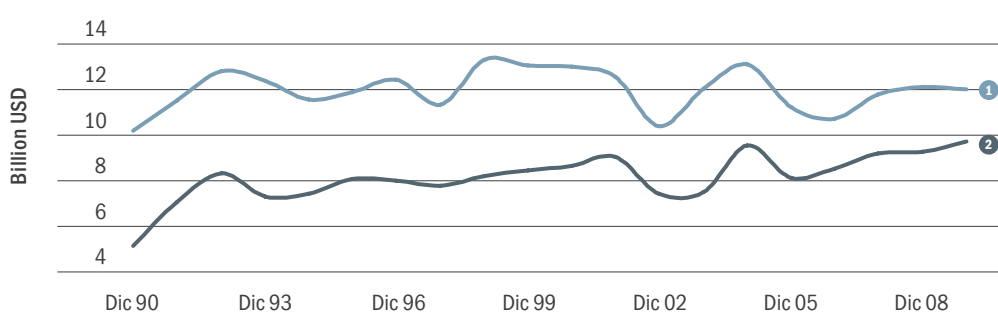
Japón

No lo suficiente para estimular la economía, y mucho menos para contener la revalorización del yen

La política de tipos de interés ha estado en niveles próximos a cero durante la mayor parte de los últimos 12 años, por lo que el reciente recorte del Banco de Japón parece algo simbólico, dirigido a enfriar a los especuladores del tipo de cambio - junto a la intervención directa en el mercado de divisa en nombre del gobierno. En un país que está de nuevo siendo amenazado por la deflación, el banco central ha incrementado su política de expansión cuantitativa estableciendo un fondo especial para comprar cualquier tipo de bonos, con el objetivo de crear liquidez adicional y de estimular la economía. Los esfuerzos para apoyar el dólar de EEUU han sido inefectivos hasta el momento, y el yen se ha posicionado en niveles próximos a su mínimo de 15 años, aunque la obsesión de Japón por el tipo de cambio contra el dólar puede parecer

excesiva cuando tenemos en cuenta todo el comercio exterior del país. La cuota de Asia en las exportaciones japonesas ha crecido de manera constante durante los últimos años, y sólo China recibe ahora más exportaciones que EEUU (aunque algunas de ellas son bienes intermedios procesados en China para después ser enviados de vuelta a Japón). Al gobierno le preocupa la posible desaceleración de la demanda china y de otros países de rápido desarrollo, que puede dañar el crecimiento de las exportaciones y por lo tanto la economía en general. Esta es la razón por la que quieren evitar perder cuota de mercado en EEUU. Los últimos datos sobre exportación han preocupado, puesto que muestran crecimientos de envíos al exterior de un 14% en el año hasta septiembre, cuando habían subido un 40% hasta el pasado abril. Una base de comparación más exigente puede haber exagerado la ralentización, pero en términos absolutos las exportaciones también han caído durante el mismo periodo, con sólo la posición china manteniéndose razonablemente bien.

Comparando EEUU y China como mercados para las exportaciones de Japón



1 Japan Merchandise Trade Exports to US 2 Japan Merchandise Trade Exports to China

Ministerio de Finanzas de Japón, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Renta Variable Japonesa

Mantenemos nuestra infraponderación en este mercado puesto que creemos que la apreciación del yen establece un escenario poco propicio para las compañías exportadoras. La intervención unilateral en el mercado de divisas ha sido poco efectiva hasta el momento, con el único resultado tangible de una menor volatilidad en el tipo de cambio durante octubre. Sin embargo, el dólar está cotizando en niveles próximos a los mínimos de 15 años, alrededor de 80, y la falta de una acción conjunta por parte de los países del G20 tras la cumbre de mediados de noviembre en Corea del Sur puede dar lugar a una mayor especulación. Las compañías que obtienen la mayor parte de sus ingresos de las ventas en el exterior saldrían perjudicadas, no sólo por la bajada del dólar (ya que la importancia de América como mercado de exportación ha ido decreciendo con el tiempo). Factores preocupantes son la posible ralentización de varias de las economías asiáticas de rápido desarrollo, con las cuales Japón ha incrementado su comercio de manera constante, empezando por China. El índice Topix de Maquinaria no tiene tanto peso como otros sectores, como el de “electrónica de consumo” o “transporte”, pero es especialmente sensible al ciclo y se ha quedado relegado por detrás de la media del mercado desde los máximos de mayo.

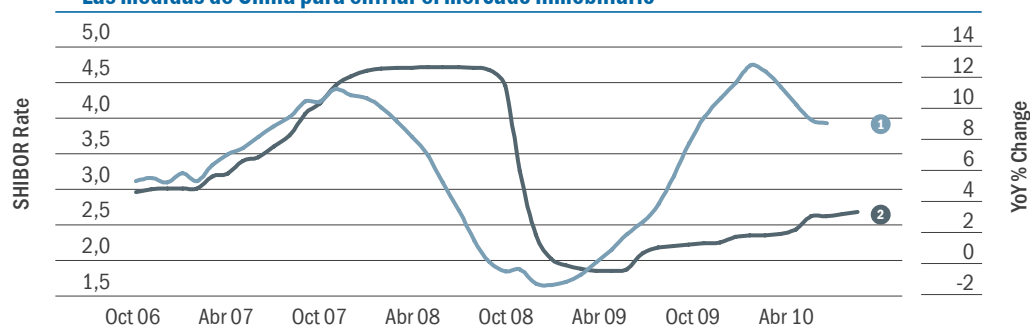
Asia y las Economías Emergentes

Mayores tipos en los préstamos enfriarán el crecimiento

El crecimiento económico de China no muestra signos de abatimiento, y de nuevo el PIB subió más de lo esperado en el 3T. Unos días antes de la publicación, el Banco del Pueblo de China (PBOC, siglas en inglés) subió los tipos de interés en un esfuerzo por contener las presiones inflacionistas, principalmente las del mercado inmobiliario. Los precios al consumo han aumentado un 3,5% en lo que va de año hasta septiembre, la

mayor subida en casi dos años, pero los políticos están más comprometidos con frenar el crecimiento de los precios en la propiedad residencial. Los últimos datos de septiembre son positivos, con el aumento interanual de nuevo en cifras de un solo dígito (habiendo mostrado niveles tan elevados como el 13% en abril). El reciente movimiento sorprendió a los mercados ya que hasta ahora el PBOC ha evitado actuar sobre los tipos de interés, favoreciendo otros instrumentos como mayores ratios de reservas bancarias y llamadas directas a los bancos para frenar la actividad crediticia. Los resultados han sido bastante buenos, y el total de los préstamos de las instituciones financieras paró de crecer al ritmo vertiginoso visto hasta principios de 2010: subieron aproximadamente un 18% en el año hasta agosto, tras tocar un 30% e incluso más a finales de 2009. En cuanto al resto del grupo BRIC de los principales países emergentes, los datos del PIB del 3T no estarán disponibles hasta finales de noviembre, pero esperamos que se confirme un fuerte crecimiento con la consiguiente necesidad de mayor contracción monetaria para limitar la inflación. Brasil debería ser el único país donde esta política se implementa de forma bastante agresiva, con su banco central prestando incluso más atención a la política económica general si, como se espera, el candidato presidencial del partido en el poder de centro-izquierda gana las elecciones del 31 de octubre.

Las medidas de China para enfriar el mercado inmobiliario



1 China NDRC Property Price Index - House Price YoY 2 Shanghai Interbank Offered Rate Fixing - 1 Year

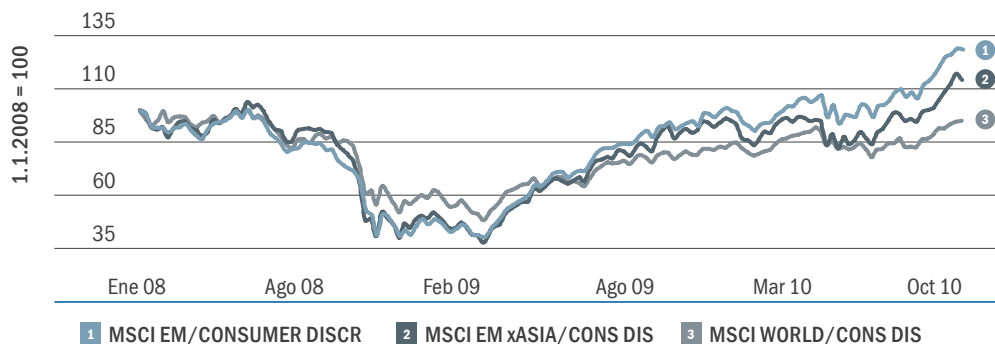
Fuente: Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Renta Variable Emergente

El argumento a favor de invertir en renta variable de mercados emergentes se centra en las mejores perspectivas de crecimiento en Asia, tanto en términos macroeconómicos como en los beneficios corporativos. Los flujos masivos de entrada en ETFs que replican índices globales pueden explicar la alta correlación entre la rentabilidad de las zonas con distinto potencial de crecimiento, pero las diferencias aparecen cuando hablamos de sectores muy sensibles al ciclo. Así, los mercados del Este Asiático proporcionaron gran parte de las ganancias extra en 2010 respecto a los dos índices emergentes "World" y "Global", gracias a lo altamente cíclico del componente de consumo discrecional en los índices. La rentabilidad de Europa del Este convergió hacia la región de menor crecimiento, Europa Occidental, y únicamente Turquía o Rusia pueden impulsar las tasas de crecimiento hasta niveles cercanos a los de China o a los de otros países asiáticos; Rusia destaca no sólo por su dominante sector energético, sino también por el crecimiento en el gasto doméstico de las familias. Asia es la piedra angular de nuestra sobreponderación estratégica en mercados emergentes, aunque seguimos muy de cerca el actual desarrollo de las políticas encaminadas a contener las presiones inflacionistas. China ha apretado el freno una vez más elevando los tipos de interés de referencia en un esfuerzo por enfriar más el mercado de propiedad residencial. El tipo clave interbancario a un año de Shanghai, (SHIBOR) subió otros 25pbs en octubre y ha subido 60pbs desde principios de año.

Este movimiento es inusual ya que el banco central típicamente ha favorecido otros instrumentos, como unos mayores niveles de reservas bancarias, mayores importes de entrada requeridos en la adquisición de viviendas o las órdenes a los bancos de frenar la excesiva concesión de crédito. Creemos que todas estas herramientas serán útiles para prevenir un crecimiento significativo en la inflación del consumo general, que lentamente pero de manera constante alcanzó su máximo de dos años en el 3,6% (en el año hasta octubre), pero que está bien por debajo de los niveles del 8% y superiores vistos a principios del 2008, justo antes de la crisis. Los mercados financieros parecen compartir esta opinión y no se muestran preocupados por los movimientos de restricción china.

La demanda de las familias en Asia impulsa los valores de consumo



Fuente: Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Divisas

La debilidad del dólar de EEUU requiere medidas oficiales

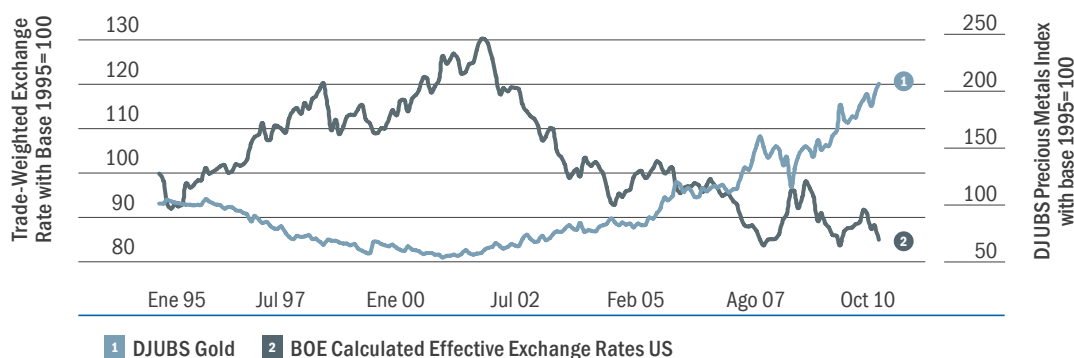
En el momento de escribir este informe el dólar de EEUU parece estar tocando fondo respecto a las principales divisas, pero las razones de su debilidad no han desaparecido. El rol de la Reserva Federal desde agosto no debería ser obviado. La economía de EEUU ha vuelto aparentemente a su crecimiento tendencial, pero la confirmación de medidas extraordinarias como la compra de bonos para proveer de liquidez adicional, sugiere otra cosa, y la alarma sobre el crecimiento que se planteó en la reunión de agosto ha desencadenado algunos temores. Prolongar la política de expansión cuantitativa sugiere que la economía de EEUU no puede apenas crecer sin medidas de estímulo. Es más, mantener los tipos de interés al cero e impulsar el crecimiento del dinero a menudo desgasta a la divisa, y puede incluso ser una política perjudicial para el dólar, si no fuese la principal divisa-reserva del mundo. A medida que el dólar pierde valor, los inversores buscan un refugio seguro en el oro o en otros metales preciosos, así como en *commodities* industriales que podrían proporcionar cobertura en caso de resurgir la inflación.

Como en los típicos juegos de suma cero, los países que están siendo perjudicados por una pérdida de competitividad están reclamando medidas. Japón es el ejemplo más visible con su intervención directa de compra de dólares, pero el euro también ha ganado valor a lo largo de los últimos cuatro meses. La apreciación del euro parece excesiva en medio de la fragilidad del escenario macroeconómico. Recientemente hemos mejorado ligeramente nuestras estimaciones de crecimiento para el área en su conjunto, pero creemos que no hay que perder de vista el creciente diferencial entre el rol de liderazgo de Alemania y las débiles perspectivas para otros países miembros. Existen claras diferencias entre la actitud de la Reserva Federal, rigurosamente comprometida con las políticas de estímulo, y el BCE, que evita llevar a cabo políticas no convencionales de manera incondicional, y estas diferencias pueden apoyar al euro.

Sin embargo, en un escenario de crecimiento desigual y de balances débiles en varios bancos, existen muchas razones para que el BCE mantenga las políticas expansivas, lo cual puede limitar el recorrido del euro.

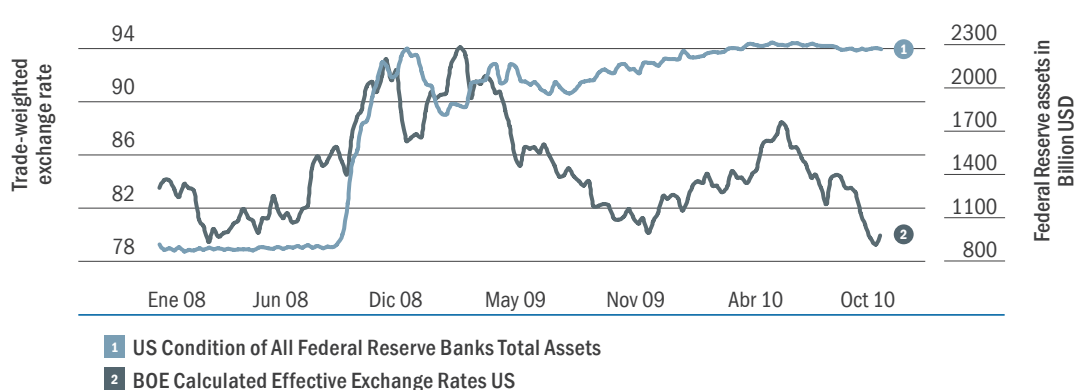
El tipo de cambio del dólar contra las divisas asiáticas podría mantener viva la presión a la baja. Los inversores están preocupados porque parece que EEUU se inclina a devaluar la moneda como una especie de represalia contra la lentitud de la política de revaluación de China. Desde que los oficiales chinos anunciaron un régimen más flexible el pasado junio, la divisa china se ha revaluado aproximadamente un 2,5%, mucho menos de lo que EEUU desearía ver. La volatilidad de la divisa ya se ha abierto las puertas de la agenda del G20 y se debatirá en Corea del Sur a mediados de noviembre. No es probable que en este evento se solucionen las cosas, a menos que se alcance un acuerdo firme de reducción de los desequilibrios externos. La reunión preparatoria de los ministros de economía y de los banqueros centrales a finales de octubre no levantó grandes expectativas. Acabó con el acostumbrado (y vago) comunicado final sobre la necesidad de mantener los balances por cuenta corriente en niveles sostenibles y de evitar la devaluación competitiva de las divisas.

Con un dólar a la baja, los inversores se refugian en los metales preciosos



Fuente: Banco de Inglaterra, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

La expansión cuantitativa de la Fed puede perjudicar al dólar de EEUU



Fuente: Banco de Inglaterra, Bloomberg a 22 de octubre de 2010

Resumen de la Asignación Táctica de Activos

Renta Variable Global: Sobreponderar

Los argumentos a favor de los activos cíclicos se ven reforzados por unas condiciones de mercado menos volátiles. Las perspectivas macroeconómicas son poco claras en los países desarrollados, pero los beneficios empresariales pueden no verse demasiado afectados, ya que las empresas que obtienen la mayor parte de sus ingresos de sus ventas en el exterior se benefician de unas perspectivas de crecimiento sostenido en las regiones de rápido desarrollo. Esto también aplica a los mercados de renta variable europeos, cuya mejora ha hecho que la balanza se incline de nuevo a favor de la renta variable global.

EEUU: Sobreponderar

La recuperación del gasto de consumo ayudó a que el PIB retomase una tendencia de crecimiento normal, pero hay razones para creer que la tasa del 3% no es sostenible. La mayor parte de las medidas de estímulo han terminado y el mercado laboral está mostrando muy pocas señales de mejora. A pesar de la mayor incertidumbre en el panorama macroeconómico, confirmamos nuestra posición positiva en EEUU, dado el compromiso de la Reserva Federal de mantener los niveles excepcionalmente bajos de los tipos de interés en el futuro inmediato así como las políticas no convencionales, gracias al débil crecimiento de los salarios y a la baja inflación subyacente.

Europa: Sobreponderar

Las perspectivas para la economía de Europa siguen siendo frágiles; la crisis de deuda gubernamental requiere que varios países adopten políticas fiscales restrictivas, lo cual puede dañar al consumo doméstico. Un euro débil ayudará a las exportaciones, pero no todos los países están preparados para explotar esta oportunidad. Alemania destaca y puede beneficiarse más que la media y su fuerte componente industrial puede prolongar el mejor comportamiento de su mercado bursátil. El mercado puede hacerlo bien, a pesar de los problemas del sector bancario, con la ayuda de las compañías con una fuerte exposición exterior.

Japón: Neutral

Como en la mayor parte de Europa, la demanda externa compensa la debilidad del consumo doméstico. Dados los niveles de cotización del yen contra el dólar, próximos a los máximos en 15 años, si la intervención oficial sigue siendo unilateral únicamente se conseguirá un alivio temporal. Con el riesgo de un incremento en la volatilidad de las divisas, es poco probable que el retorno del ratio *price-to-book* a mínimos récord haga al mercado parecer nuevamente atractivo.

Pacífico ex Japón: Infraponderar

Los mercados demasiado dependientes del crecimiento de China pueden estar preocupados por una temprana política restrictiva, que busca evitar que la economía se caliente en exceso. Es más, los sectores relacionados con las *commodities* juegan un papel clave en este tipo de activo y sus valoraciones están ya en niveles poco atractivos.

Mercados Emergentes: Sobreponderar

La mayor parte de estas regiones presentan un gran potencial de crecimiento doméstico, con Asia en el primer nivel, seguida de Latinoamérica. Vale la pena monitorizar de cerca el riesgo de políticas excesivamente restrictivas destinadas a mantener la inflación bajo control, aunque creemos que las políticas de contención chinas pueden prevenir un sobrecalentamiento económico. Un cambio radical en la política de tipo de cambio de China sería de ayuda, aunque desde el anuncio de junio de mayor flexibilidad se ha permitido que el dólar se deprecie (muy lentamente en opinión de EEUU).

Renta Fija Global: Infraponderar

Los rendimientos de los bonos gubernamentales en los principales mercados, como Alemania y EEUU, están próximos a mínimos cíclicos a pesar de la mejora económica global, lo que los hace básicamente no atractivos. Crisis regionales pueden impulsar a los inversores a buscar la seguridad de los bonos alemanes pero proporcionar el mismo estatus a los *Treasuries* de EEUU parece poco pausable dado el renovado foco en el déficit fiscal estructural.

Deuda Gubernamental Euro: Infraponderar

Pocas veces ha sido el consumo de las familias el que empuje el crecimiento del PIB en la zona euro. La crisis de deuda puede espolear la contracción de las políticas fiscales, lo cual frenará todavía más el gasto y mantendrá la inflación en niveles bajos. Los mercados *core*, como Alemania, pueden mantener el estatus de “refugio seguro” mientras la volatilidad en los mercados periféricos persiste. Sin embargo, los rendimientos actuales son tan bajos que el escenario de crecimiento lento parece muy afianzado, y en caso de que la economía mostrase evidencias de un funcionamiento “mejor de lo esperado” podría precipitarse una caída significativa de los precios del activo.

Deuda Corporativa Euro: Neutral

La mayor parte de las empresas han recortado sus costes en un esfuerzo por mejorar sus beneficios. Comparadas con algunos gobiernos derrochadores que ahora tienen que lidiar con grandes déficits presupuestarios, sus primas de riesgo se han ajustado debidamente. Sin embargo los bancos suponen una gran parte del mercado corporativo de la zona euro, y su posesión de deuda gubernamental puede poner a los balances en riesgo ante nuevas disminuciones del valor de los activos.

Deuda Gubernamental EEUU: Infraponderar

La reciente evidencia de la debilidad en el crecimiento económico durante la segunda mitad del año está haciendo que los *Treasuries* parezcan de nuevo atractivos, con una inflación subyacente bajo control dado el débil crecimiento de los salarios. Las compras del banco central proporcionan un apoyo adicional, pero los rendimientos actuales están próximos a mínimos récord, como si la economía estuviese sufriendo una nueva recesión o *double-dip*. Es más, este nivel de rendimientos no compensa de manera adecuada el exacerbado nivel de déficit fiscal.

Deuda Corporativa EEUU: Sobreponderar

Tras un largo periodo de incertidumbre en los bonos gubernamentales de la zona euro, la aversión al riesgo global tiende a aumentar, lo que presiona al alza la prima de riesgo del crédito, incluso para compañías con balances sólidos y saneados. Esta situación proporciona nuevas oportunidades con valoraciones más baratas, cubriendo de manera adecuada el riesgo de un aumento en la tasa de impagos.

Mercados Emergentes: Neutral

Las políticas económicas han mejorado estructuralmente en la mayor parte de los países emergentes, donde existen oportunidades tanto en divisa local como en las divisas fuertes, con las primeras normalmente ofreciendo un mejor precio y una ratio razonable de riesgo/rentabilidad. Cuando la aversión al riesgo aumenta, como durante la reciente crisis de deuda en la zona euro, las valoraciones se tornan definitivamente más atractivas.

Resumen de la Asignación Táctica de Activos

Tabla Resumen Global

Tipo de activo	Recomendación
Renta Variable	Sobreponderar
Deuda Gubernamental	Infraponderar
Deuda Corporativa	Sobreponderar
Liquidez	Sobreponderar

Tabla Resumen Regional

Tipo de activo	Recomendación
Cash Euro	Infraponderar
2 años Euro Corp	Sobreponderar
Total Activos Liquidez	Sobreponderar
Bonos Euro	Infraponderar
Bonos EEUU	Infraponderar
Bonos Japón	Infraponderar
Bonos Gubernamentales	Infraponderar
Corporativa EEUU	Sobreponderar
High Yield EEUU	Neutral
Corporativa Euro	Neutral
High Yield Euro	Neutral
Bonos Mercados Emergentes	Neutral
Deuda Corporativa	Sobreponderar
Renta Variable Norteamérica	Sobreponderar
Renta Variable Europa	Sobreponderar
Renta Variable Japón	Neutral
Mercados Emergentes Global	Sobreponderar
Pacífico ex Japón	Infraponderar
Renta Variable	Sobreponderar

Exposición a divisa

Dólar EEUU	Sobreponderar
Euro	Infraponderar
Yen	Infraponderar
Otras	Neutral

FROM WEAKEST TO STRONGEST IN ASCENDING ORDER:

Strong Underweight Underweight Slight Underweight Neutral Slight Overweight Overweight Strong Overweight

Please note that the rank is indicative and may not balance when summed.

885_1110