



Estrategia de Inversión

14 de noviembre de 2011



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	3
PUNTO DE VISTA	3
ECONOMÍAS DESARROLLADAS	4
economías emergentes	5
MERCADOS DE RENTA FIJA	6
DEUDA PÚBLICA	6
Crédito IG Y HY	7
DeUDA emergente	8
MERCADO DE DIVISAS	9
MERCADOS DE RENTA VARIABLE	10
Mercados desarrollados	10
Mercados emergentes	12
ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS	14
Materias primas	14
CONTACTO & ADVERTENCIA	15

Persiste la crisis en la Eurozona

Pese a la cumbre del 26 de octubre y al anuncio de medidas destinadas a superar la crisis, la Eurozona sigue constituyendo la mayor preocupación de los mercados. No creemos que se hayan reunido de momento las condiciones necesarias para superar la crisis. En nuestra opinión, la situación sólo podrá estabilizarse cuando los casos de insolvencia hayan sido identificados y tratados por el UEM (incluyendo a Grecia y, al menos, a Portugal). Sin embargo, estos países parecen encontrarse en un círculo vicioso entre recesión, déficits y políticas de austeridad: dada la fuerte recesión actual, la austeridad no consigue reducir los déficits. La Eurozona tendrá entonces que ayudarles a reactivar su economía y a reestructurar nuevamente la deuda en el futuro, a pesar de los anuncios de finales de octubre sobre Grecia. Asimismo, debería existir otro elemento que estabilizase mediante la compra de deuda pública en última instancia y que ayudase a los países técnicamente solventes pero con problemas de liquidez. Como el BCE se niega a desempeñar este papel (más allá de las compras temporales), el nuevo EFSF tendrá que organizarse en las próximas semanas para devolver visibilidad a países como Italia, que han experimentado un fuerte aumento de sus costes de financiación. Finalmente, pensamos que a más largo plazo Europa deberá lograr una integración económica más próxima, implementando un sistema de transferencias entre países que permita compartir la misma moneda de forma beneficiosa para todos ellos, lo cual no es una empresa fácil... A medio y largo plazo, pese a las dificultades, estas transformaciones nos parecen posibles y permiten imaginar una estabilización de la zona.

Atención al riesgo de « pro-ciclicidad »

Más allá de los aspectos financieros de esta crisis, nuestra prudencia se justifica por la naturaleza pro-cíclica de la política económica europea. Al iniciarse esta nueva recesión, la Eurozona apuesta por una mayor austeridad para reforzar la credibilidad presupuestaria. Las medidas de reducción de déficit se aceleran (Italia, Francia...) y los bancos se ven obligados a reducir el tamaño de su balance (con el riesgo de restricción del crédito que acompaña a este movimiento). Esta opción es arriesgada (hay pocos ejemplos históricos de políticas pro-cíclicas en principio de recesión) y debería pesar sensiblemente sobre la coyuntura en 2012. Desde luego, la política monetaria se vuelve más acomodaticia con la última bajada de tipos del BCE y este sesgo debería confirmarse.

El panorama es más claro fuera de la Eurozona: la economía americana se estabiliza sobre una tasa de crecimiento débil pero positivo, y los emergentes deberían mantener sus tasas de crecimiento. Sin embargo, la crisis del UEM y la ausencia de una fuerte dinámica en el crecimiento mundial nos hace pensar que el entorno podría seguir siendo difícil. Hasta ahora, los mercados de renta variable y el euro han resistido relativamente bien a la degradación de la renta fija « periférica » sin embargo, las tensiones financieras podrían afectarlos con mayor fuerza. No excluimos nuevos mínimos en los próximos meses si problemas como la solvencia de Italia y sus implicaciones financieras siguen preocupando a los inversores. Nuestras preconizaciones se mantienen similares a las de octubre, con una infra ponderación de la renta variable de los países desarrollados y con la búsqueda de alternativas.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Recomendaciones negativas sobre la renta variable de países desarrollados, y neutra sobre la renta variable de países emergentes, que seguimos prefiriendo.
- Casi neutralidad sobre la deuda pública y el crédito. Esperamos una oportunidad para volver a la deuda de países emergentes en divisa local.

Mercado de renta variable de países desarrollados

- Preconizamos una sobreexposición relativa principalmente a Japón y al Reino Unido y volvemos a la neutralidad sobre Estados Unidos.
- Mantenemos una posición negativa sobre la renta variable de la Eurozona.
- Neutralidad sobre Suiza, infraponderación de Canadá y Australia.

Mercado de renta variable de países emergentes

- Mantenemos nuestra preferencia por China, y en menor medida Rusia.
- Neutralidad sobre India, Corea del Sur y Sudáfrica.
- Infraponderación de Turquía, Taiwán y Brasil (en reducción para este último).

Asignación recomendada – Equipo de estrategia de inversión

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

November 2011

MULTI-ASSET CLASS ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.10	-0.6%	-0.5%
Emerging Equities	0.07	0.2%	0.3%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.08	2.5%	3.1%
Investment Grade	-0.03	-0.9%	0.5%
High Yield	-0.08	-1.2%	1.3%
Emerging Debt	0.04	0.4%	-0.8%
Emerging Debt Local	0.04	0.5%	0.4%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.3%
Base Metals	0.05	0.4%	0.9%
Gold	0.45	2.3%	2.2%
Agricultural	-0.03	-0.2%	-0.5%
Cash Euro		-3.3%	-6.8%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.08%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.01	0.2%	1.0%
Canada	-0.08	-2.0%	-2.9%
Euroland	-0.10	-2.8%	-2.5%
Japan	0.10	1.8%	2.3%
UK	0.11	4.0%	3.2%
Switzerland	0.05	1.6%	0.5%
Australia	-0.09	-2.8%	-1.5%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.25	-16.0%	0.0%
Euroland	0.13	8.3%	0.0%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.13	7.6%	0.0%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

EQUITY EMERGING COUNTRIES ²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.07	-0.5%	-1.1%
China	0.27	1.8%	3.6%
India	0.06	0.4%	0.4%
South-Korea	0.00	0.0%	0.3%
Taiwan	-0.26	-1.7%	-3.2%
Russia	0.23	1.1%	1.7%
South Africa	-0.01	-0.1%	0.1%
Turkey	-0.23	-1.0%	-1.8%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Source: BNPP AM



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

PUNTO DE VISTA

Crecimiento estadounidense: modesto pero sostenido por la política económica

Repunte del crecimiento en el tercer trimestre

En **Estados Unidos**, el crecimiento del PIB se aceleró en el 3^{er} trimestre respecto a un primer semestre muy decepcionante (0,4% en el 1^{er} trimestre y 1,3% en el 2^o) que había generado temores de recesión. Tal y como nos lo habíamos planteado, con un 2,5% en ritmo anualizado el crecimiento es satisfactorio, incluso si se mantiene moderado. Además, los componentes de la demanda interna son positivos a corto plazo, dado que la contribución negativa de los inventarios (-1,1 pp) permite prever una corrección de este factor en el próximo trimestre. Por otra parte, incluso después de una buena progresión trimestral (+17,4% en ritmo anualizado), la parte de la inversión productiva en el PIB (alrededor del 10%) aún se encuentra muy lejos del nivel que debería observarse más de dos años después del fin de la recesión. En los próximos trimestres, la obsolescencia de los bienes de producción debería traducirse en una progresión más sensible de las inversiones, tal y como lo demuestran los pedidos a la industria. Por otra parte, los índices calculados a partir de las encuestas entre los directivos de compras (ISM) se mantienen por encima de 50, reflejando una expansión de la actividad en el sector manufacturero y de servicios.

El sector manufacturero resiste al estancamiento de la actividad mundial

Desde hace dos trimestres, **la inversión residencial** ya no repercute en el crecimiento debido a la estabilización del mercado inmobiliario. Aún es demasiado pronto para hablar de mejora, dado que la tercera parte de viviendas en venta está constituida por viviendas embargadas, lo que influye en el precio y ejerce una competencia « desleal » sobre el mercado de viviendas de nueva construcción. Hay que añadir que inversores comerciales realizan una parte de las transacciones al contado, y que para las familias no es fácil conseguir préstamos, por lo que pueden verse obligadas a abandonar sus proyectos. Sin embargo, los bancos interrogados por la FED declaran no haber endurecido sus condiciones de concesión de créditos inmobiliarios. Tras un 2^o trimestre marcado por un claro repliegue de las compras de bienes duraderos (-5,3%) debido a la carencia de numerosos modelos de automóviles (como consecuencia de las interrupciones de producción en Japón), el consumo privado repuntó en el 3^{er} trimestre pasando del 0,7% al 2,4%. Este ritmo es satisfactorio pero se debe en parte a la bajada de la tasa de ahorro (del 5% a principios de año al 3,6% en septiembre, su más bajo nivel desde finales de 2009). Es indispensable que se reactive el consumo para generar un crecimiento más sostenido de la economía. No es fácil cumplir esta hipótesis, dado que el empleo continúa afectando el ánimo de los hogares y limita la progresión de los salarios. Aunque la creación de empleo sigue en aumento (153.000 al año en el sector privado desde principios de año) no basta para disminuir el paro (9%). En términos reales, el ingreso de los hogares progresa menos del 3%, de manera que el consumo privado debería aumentar del 2% al 2,5% en los próximos trimestres (asumiendo la hipótesis de una reconstitución razonable del ahorro frente a las incertidumbres sobre el crecimiento y la política presupuestaria). Este resultado es mejor que a principios de año, pero inferior a los resultados históricos.

Persistencia de dos puntos débiles: el sector inmobiliario y el empleo

La FED en posición vigilante

La FED no ha anunciado modificaciones en su **política monetaria** en la última reunión de principios de noviembre. Presentó proyecciones económicas revisadas a la baja respecto a las cifras publicadas en junio y no prevé una tasa de paro inferior al 8% antes de 2014. El tono de los comentarios oficiales sobre la coyuntura es cada vez más cauto, lo que sugiere el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia, e incluso el próximo anuncio de un nuevo programa de flexibilización cuantitativa antes de junio de 2012, fecha del fin de la « operación Twist » presentada en septiembre.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %									
	2010	2011				2012				2010	2011				2012			
	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	3.0	1.7	1.9	1.5	[1.6]	1.9	3.1	0.4	[2.1]	1.6	3.1	3.3	2.8	[3.1]	2.1	3.3	1.3	[2.1]
Canada	3.2	2.3	2.7	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.1]	1.8	2.8	3.1	2.7	[2.8]	1.9	2.5	1.4	[2.0]
Eurozone	1.7	1.6	1.8	1.5	[1.7]	0.6	1.4	-0.5	[1.0]	1.6	2.6	2.7	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]
UK	1.8	1.0	1.6	0.8	[1.2]	1.5	2.4	0.7	[1.8]	3.3	4.4	4.5	4.2	[4.4]	2.7	3.6	2.1	[2.7]
Switzerland	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]
Japan	4.0	-0.5	0.0	-1.1	[-0.5]	2.2	3.5	0.9	[2.4]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.8	-0.9	[-0.2]
Australia	2.7	1.7	2.2	1.2	[1.8]	3.5	4.6	2.5	[3.7]	2.8	3.4	3.7	3.0	[3.4]	2.9	3.4	2.1	[2.9]

Source: Consensus Forecasts as of 10/10/2011



ECONOMÍAS DESARROLLADAS

La Eurozona puede experimentar una nueva recesión

Encuestas negativas

Entre los embrollos políticos y las cifras económicas, en la Eurozona sólo hay **malas noticias**. En efecto, parece inevitable volver a caer en recesión: las encuestas volvieron a empeorar en septiembre y octubre, al contrario de lo que se observa en Estados Unidos. La mayoría de los índices PMI, que reflejan la opinión de los directivos de compras, cayeron por debajo de 50 en septiembre. En octubre, el índice compuesto (manufacturero y servicios) perdió 2,6 puntos alcanzando 46,5 para el conjunto de la Eurozona, el punto más bajo desde junio de 2009. Más grave aún, en los Estados miembros que hasta ahora resistían, como Francia y Alemania, la situación se ha deteriorado considerablemente (índices en 45,6 y 50,3 respectivamente) mientras que las dos otras grandes economías europeas (Italia y España) han caído en recesión (43,1 y 41,7). Debería producirse una contracción de la actividad tras un crecimiento modesto en el 3^{er} trimestre. El consenso de los economistas privados (*ver página anterior*) aún no refleja esta realidad. Por lo tanto, es probable que las perspectivas se revisen a la baja, alimentando aún más el pesimismo.

Toma de conciencia de las próximas dificultades

En sus previsiones de otoño publicadas el 10 de noviembre, la Comisión europea revisó sus cifras de crecimiento fijándolas en un 0,5% en 2012, frente al 1,9% en sus previsiones de primavera. La cifra (cerca del consenso) aún parece demasiado alta y contrasta con el pesimismo de los comentarios oficiales: « la caída brutal de la confianza frena la inversión y el consumo, mientras la ralentización del crecimiento mundial afecta a las exportaciones, y el saneamiento presupuestario que debe operarse de forma urgente pesa sobre la demanda interna ». El diagnóstico, compartido por el BCE, guarda relación con los indicadores disponibles y está apoyado por los mismos. El consumo ya ha comenzado a marcar el paso y el empleo ha dejado de mejorar, mientras disminuyen la producción y los nuevos pedidos.

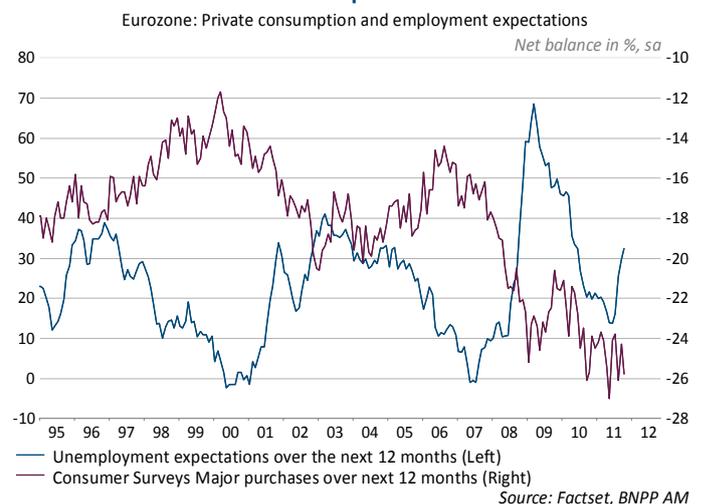
El BCE deberá fortalecer su papel

En este contexto, **la bajada de 25 pb de los índices del BCE** anunciada el 3 de noviembre no bastará para recuperar la confianza ni, desde luego, la actividad. Sin embargo, la política monetaria parece ser la única herramienta disponible en un momento en que las restricciones presupuestarias se multiplican y que la progresión del crédito se ralentiza, por efecto tanto de la oferta como de la demanda. El BCE debería proseguir la bajada de sus tipos rectores, e incluso podría colocar el tipo de refinanciación por debajo del 1%, lo que constituye el nivel más bajo nunca alcanzado. Mantendrá también la refinanciación ilimitada de los bancos. Mientras se extiende la crisis soberana, sería razonable que el BCE se presentara « oficialmente » como el comprador en última instancia, dado que el nuevo FESF resultante de la cumbre europea del 26 de octubre aún no es operacional. En efecto, desde la reanudación de la compra de títulos públicos en el marco del SMP (Securities Markets Programme), el BCE ha adquirido 110.000 millones de euros (elevando el total desde la creación del SMP a 183.000 millones) y manifiesta que el programa continúa y que está destinado a restaurar una mejor transmisión de la política monetaria. El anuncio de una verdadera política de QE (con un objetivo ambicioso de recompra de deuda) debería darle tiempo a Italia para solucionar su problema de liquidez antes de que se transforme en un problema de solvencia. No por ello se solucionaría la crisis soberana, pero esta decisión permitiría que los Estados miembros se liberaran de la presión de los mercados y de este modo reiniciar una política económica más contra-cíclica que las actuales restricciones presupuestarias.

Estados Unidos: crecimiento correcto, sin más



Eurozona: el temor del paro limita el consumo





ECONOMÍAS EMERGENTES

Continúa el deterioro del ciclo económico

Las economías emergentes resisten, pese a la volatilidad creciente que proviene de las economías desarrolladas

El ciclo económico de los países emergentes sigue ralentizándose según los indicadores adelantados y los sondeos de opinión. Las economías más cíclicas y expuestas a la demanda externa, como Taiwán, han resultado particularmente impactadas. Los ciclos de producción industrial de los países emergentes y desarrollados se han distanciado desde la ralentización de principios de 2011, y los emergentes reflejan cierta resistencia de la demanda doméstica. Sin embargo debe excluirse una descorrelación total de los ciclos, tal y como se produjo en la gran crisis financiera de 2008 ya que, esta vez, China es mucho más reticente a estimular agresivamente su economía mediante grandes planes de reactivación.

Creemos que la ralentización actual es principalmente cíclica y normal teniendo en cuenta el fuerte repunte respecto a la caída de 2008. Recordemos que la producción industrial y las exportaciones de los emergentes han repuntado un 30% y un 33% desde 2008, frente a un 10% y un 24% para los desarrollados. Pero si la demanda final se deteriora en los países desarrollados o si los bancos occidentales reducen en gran medida su exposición a los países emergentes, sobre todo países del Este, podría producirse una deriva incontrolada. A nivel de datos económicos, América Latina y Europa del Este presentan cifras superiores a las previsiones, mientras que la situación es ligeramente menos favorable en Asia.

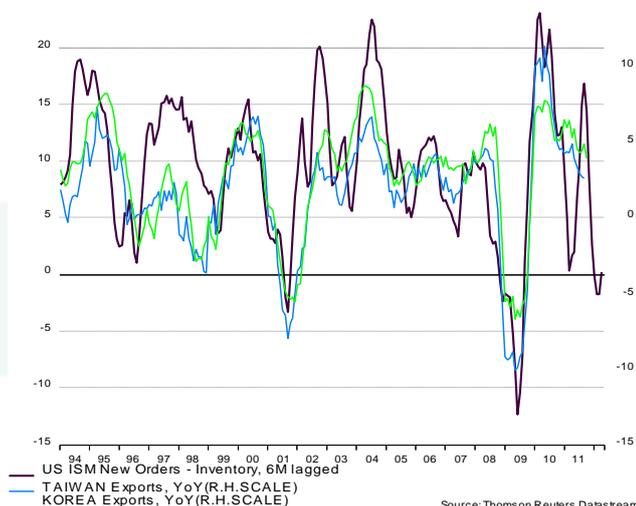
Las presiones inflacionistas son menos preocupantes. Bajada de los tipos de interés en Brasil e Indonesia

La mayoría de los índices PMI emergentes han mejorado desde el mes pasado. La evolución del diferencial entre los nuevos pedidos y el nivel de los inventarios también es favorable en la mayor parte de Asia, excepto en Corea del Sur y Taiwán. Estos dos países se encuentran muy expuestos al ciclo de la industria y de la tecnología. Con excepción de India y Brasil, la inflación superó el pico del ciclo, lo que permite que las autoridades monetarias adopten una política menos contractiva, e incluso expansiva. Es el caso de Brasil e Indonesia, que han bajado sus tipos de interés por segunda vez consecutiva. La ausencia de visibilidad en las economías desarrolladas, la reciente desaceleración de los precios de las materias primas, así como los signos de ralentización de la demanda doméstica, son elementos precursores de la continuación del retroceso de la inflación.

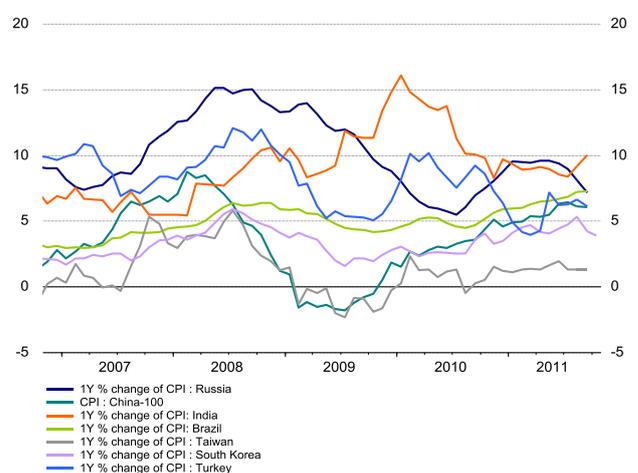
Aterrizaje suave en China. Bajan los precios del sector inmobiliario. Flexibilización selectiva.

Con un PMI que se estabiliza ligeramente por encima de 50 en octubre, especialmente para la parte no manufacturera, la economía china muestra una buena resistencia. La inflación se convierte en un problema secundario, a pesar de que su nivel sigue siendo alto. La política monetaria se acerca a su punto de inflexión, y deberían tomarse nuevas medidas de flexibilización en los próximos meses. Los indicadores de liquidez M1 y M2 se acercan a sus mínimos históricos, mientras que los nuevos préstamos bancarios repuntan, reflejando una flexibilización monetaria selectiva para las PYMES. Los precios del sector inmobiliario comienzan a bajar en las grandes ciudades, como reacción a las numerosas intervenciones de las autoridades. Algunos promotores de la rica ciudad de Wenzhou intentan desesperadamente liquidar sus inventarios y llegan al extremo de ofrecer un coche de lujo por la compra de un nuevo piso, lo que evoca el periodo justo anterior a la crisis de las *subprimes*. La evolución del precio del sector inmobiliario es crucial ya que la construcción representa el 15% del PIB, y el sector inmobiliario más de la mitad de la riqueza de un hogar chino.

Las exportaciones deberían seguir bajando



Disminuye la inflación de los países emergentes





MERCADOS DE RENTA FIJA

DEUDA PÚBLICA

La actividad económica se mantiene débil, persisten las incertidumbres en Europa

Desde un punto de vista económico, las cifras parecen estabilizarse en Estados Unidos y los temores de nueva recesión disminuyen. Esto sólo nos tranquiliza parcialmente, ya que pensamos que el país sigue necesitando un estímulo monetario y presupuestario para lograr tasas de crecimiento débilmente positivas. El plan de apoyo del presidente Obama podrá aumentar la tasa de crecimiento del PIB en función del número de proposiciones aprobadas, pero la tendencia subyacente se mantiene baja.

La FED revisa a la baja sus previsiones de crecimiento

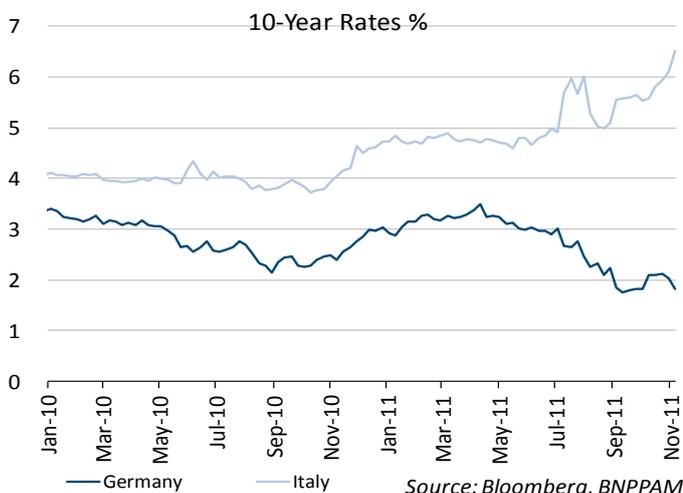
Por su parte, la FED ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento para el año próximo, y al alza las previsiones de la tasa de paro. En lo referente a las medidas suplementarias que la FED podría adoptar en caso de necesidad, el Sr. Bernanke preferiría vincular el nivel de los tipos rectores a los niveles del empleo o de la inflación, más que al del crecimiento, o publicar más información de la futura trayectoria de los tipos de interés, tal y como ya se practica al anunciar el mantenimiento de los tipos actuales hasta mediados de 2013. En cuanto a la recompra suplementaria de títulos MBS, el Comité está estudiando esta medida pero aún no ha tomado ninguna decisión. Todo ello nos hace pensar que los tipos a corto plazo se mantendrán bajos durante largo tiempo, la curva fuertemente direccional y los tipos a largo plazo a niveles bajos.

Las cumbres europeas van por buen camino, pero carecen de ciertos elementos

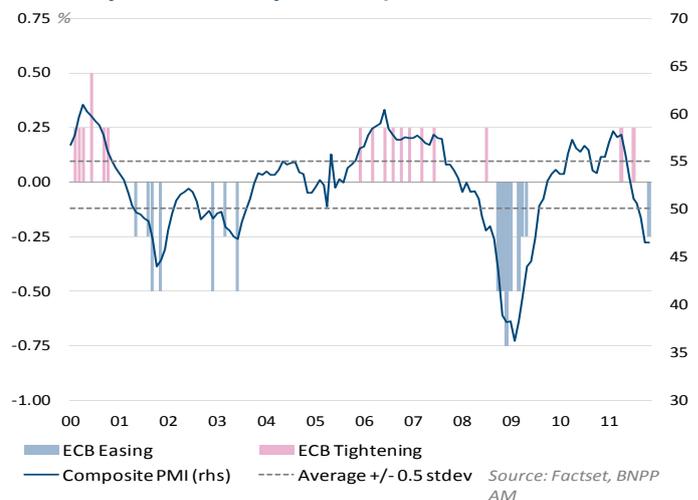
En cuanto a Europa, se han celebrado cumbres importantes que han confirmado la voluntad común de encontrar soluciones, sin embargo las medidas propuestas son insuficientes. Al mismo tiempo, la situación se ha complicado en Grecia e Italia. En resumen, la complejidad del proceso de salida de crisis, las medidas de austeridad presupuestaria que deben implementarse, la incertidumbre política en ciertos países y los problemas relacionados con las financiaciones de los bancos nos proporcionan una visión poco optimista de la Eurozona. Las previsiones de crecimiento de los economistas han sido nuevamente revisadas a la baja, y es muy probable que perdure esta tendencia.

El BCE, por su parte, ya bajó los tipos de interés en la primera reunión presidida por Mario Draghi, por lo que en este aspecto parece tener una visión más a largo plazo que su predecesor, pero mantiene el mismo enfoque en cuanto a la naturaleza excepcional de la compra de títulos. Prevemos una nueva bajada de tipos de 25 puntos de base, justificada por la actual debilidad económica. En este contexto, los tipos alemanes a largo plazo también se mantendrán a niveles bajos.

Italia: aumenta el estrés



Se justifican las bajadas de tipos de interés del BCE





CRÉDITO IG Y HY

Europa sigue pesando sobre el crédito

El High Yield estadounidense mejor posicionado que su homólogo europeo

Si por una parte el entorno económico en Estados Unidos debería contribuir a sostener el crédito, incluso el más especulativo, las noticias procedentes de Europa no son muy tranquilizadoras.

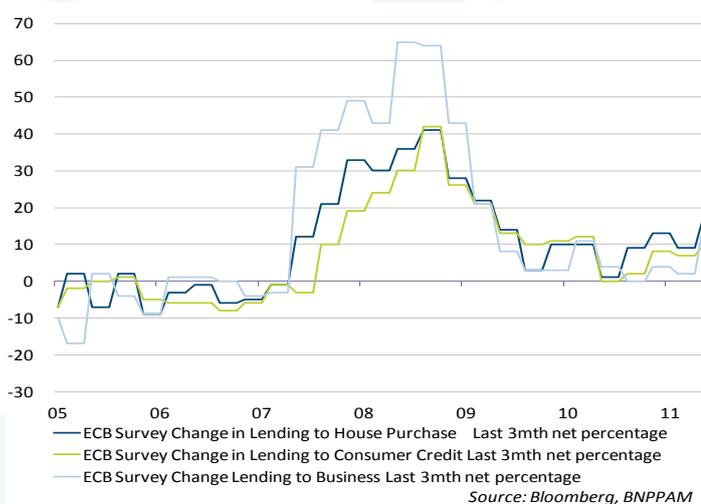
El crecimiento estadounidense parece dirigirse hacia niveles bajos pero positivos, aunque siga necesitando un apoyo presupuestario frente a la persistente debilidad de fondo. En principio, este contexto no debería ser desfavorable para el crédito, dado que las valoraciones son atractivas, los fundamentales sanos y la clase de activos atractiva en un entorno de tipos subyacentes muy bajos.

Desgraciadamente, hoy en día el mercado parece estar más influenciado por los acontecimientos europeos, donde la crisis soberana sigue siendo preocupante. Las proposiciones de los gobiernos durante las recientes reuniones han tomado una dirección adecuada, pero no proporcionan elementos concretos suficientes como para invertir la tendencia. Es cierto que el crecimiento europeo va a experimentar un periodo difícil, ya que indicadores adelantados pronostican una nueva recesión, pero también cabe reconocer que la salud de las empresas es actualmente mejor que en 2008.

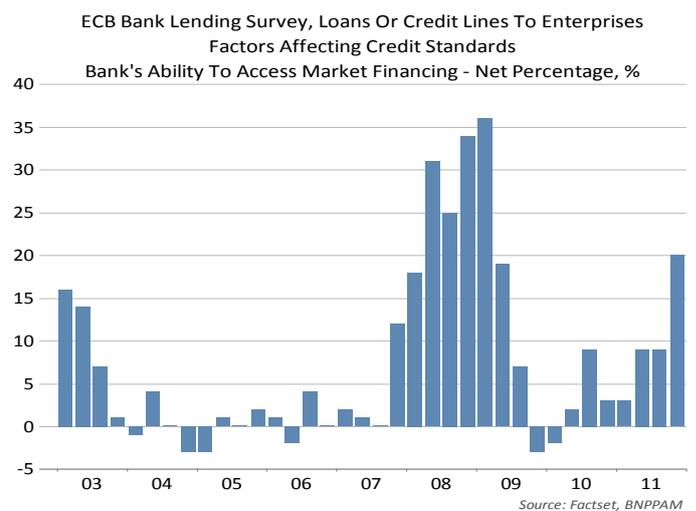
Los bancos europeos en dificultades

A nivel de los bancos, las dificultades de los Estados europeos afectan a las instituciones financieras que ostentan deuda pública. La consecuencia es una contracción del mercado primario que no permite una financiación equilibrada más allá de la liquidez proporcionada por el BCE a corto plazo. Las autoridades lo han entendido bien, y han concedido garantías que permiten a los bancos estar más presentes en el mercado. Si bien esta iniciativa nos parece positiva, ya que tiende a limitar la reducción de los balances, su implementación – que debería hacerse a nivel europeo y no nacional – nos parece más difícil. Al mismo tiempo, este punto es crucial ya que estamos observando un deterioro de las condiciones de cesión de crédito por los bancos europeos. Esto demuestra que su dificultad de acceso al mercado cada vez pesa más sobre el otorgamiento de créditos a empresas. Un crédito menos abundante y más caro no es bueno ni para la economía ni para las empresas dependientes de la financiación bancaria.

Endurecimiento de las condiciones de crédito para los bancos...



...a causa de un acceso más difícil al mercado





DEUDA EMERGENTE

Preocupa la crisis de la deuda europea

Las tergiversaciones sobre la resolución de la crisis de la deuda europea siguen alimentando la aversión al riesgo

No hay que menospreciar los riesgos de contagio

El pico de inflación ha quedado atrás

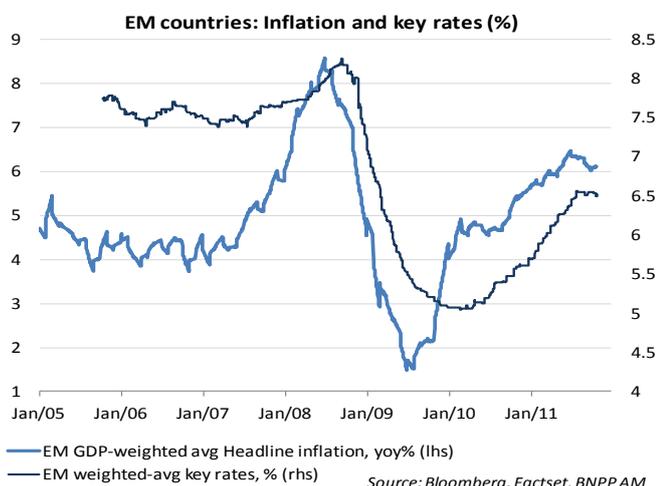
Debido al aumento de la aversión al riesgo, la clase de activos emergente ha registrado buenas rentabilidades desde principios de octubre; la deuda soberana externa progresó un 4,8% gracias al repliegue de los diferenciales, y la deuda local ganó un 4,2% (índices JPM EMBIGD y JPM GBI-EMGD en USD). Es probable que las incertidumbres generadas por la crisis de la deuda pública en Europa sigan alimentando la aversión al riesgo, lo que nos incita a conservar una **posición prudente sobre las clases de activos de deuda emergente a pesar de los buenos fundamentales, en particular para la deuda local.**

Los riesgos que afectan a las perspectivas de los países emergentes son altos. Además del impacto económico por la ralentización del comercio mundial, los países emergentes podrían resultar perjudicados por salidas de capital de los inversores extranjeros (las divisas y la deuda externa, pero también la deuda soberana local, cuya parte ostentada por los inversores extranjeros ha aumentado mucho en estos últimos años) y por una posible disminución de la exposición de los bancos de la Eurozona al sector bancario de los países emergentes (necesidad de recapitalización). Teniendo en cuenta el importante papel del crédito en la recuperación económica desde 2009, un endurecimiento de sus condiciones afectaría significativamente la demanda interna de los países emergentes.

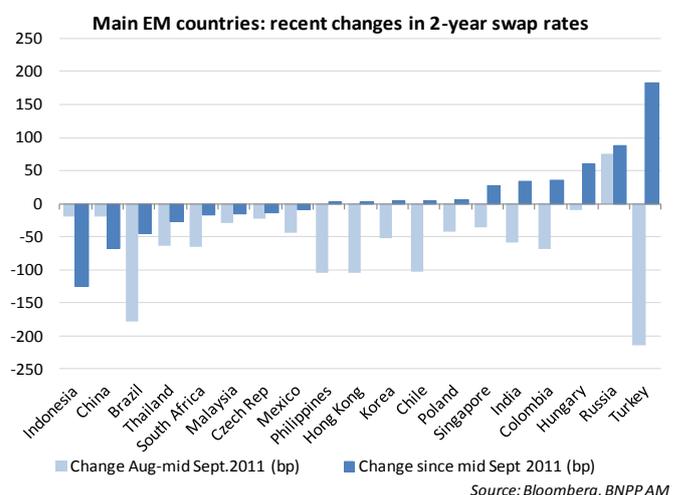
En este contexto, la confirmación de la **desaceleración de la inflación** en septiembre es, aunque no una sorpresa, una buena noticia dado que así los bancos centrales de los países emergentes se encuentran en una posición más cómoda para flexibilizar su política monetaria. La amplitud de las bajadas de los tipos rectores debería sin embargo variar según el país. En Asia, con excepción de Indonesia y de Tailandia (víctimas de fuertes inundaciones), los tipos a corto plazo reales negativos deberían limitar la bajada de tipos y las reactivaciones presupuestarias deberían fortalecer la economía y frenar la ralentización mundial. En Europa, la exposición más importante a los bancos privados europeos y la reciente e importante depreciación de las divisas dificulta la tarea. Por su parte, los mercados anticipan un aumento de los tipos rectores, mientras que hace tan solo tres meses se anticipaba su bajada. El 8 de noviembre, el Banco Nacional de Polonia mantuvo el *statu quo* e indicó que la depreciación del zloty degradaba las perspectivas de inflación. Respecto a América Latina, Brasil debería continuar su ciclo de flexibilización durante los próximos meses.

Le ralentización económica mundial y la flexibilización monetaria de la mayoría de los bancos centrales constituyen factores positivos para la deuda local, pero la rentabilidad debería verse contrarrestada por la depreciación de las divisas. Esta depreciación debería verse limitada por las altas reservas de cambio que permiten la intervención de las autoridades en caso necesario, por los balances corrientes excedentarios (en especial en Asia) y por un diferencial de tipos de interés a corto plazo siempre muy atractivo pese a que las operaciones de *carry-trade* no abundan en periodo de alta aversión al riesgo. Conservamos una posición neutra sobre la **deuda externa emergente**: los diferenciales soberanos deberían ampliarse durante los próximos meses debido a la ralentización económica, y los tipos subyacentes estadounidenses ya están sumamente bajos.

Ciclo de flexibilización monetaria



Anticipaciones divergentes





MERCADO DE DIVISAS

El euro carece de dirección

La divisa europea resiste a la crisis soberana

La **volatilidad en el mercado de divisas** sigue siendo alta desde hace dos meses: volvió por encima del 15% (volatilidad implícita a 1 mes del EUR/USD) a mediados de noviembre, mientras la paridad EUR/USD oscila en un intervalo muy amplio (1,32 – 1,42) desde finales de septiembre. El euro volvió a pasar por encima de 1,42 dólar tras la cumbre europea del 26 de octubre – es decir, el punto más alto desde principios de septiembre –, después de haber caído por debajo de 1,3150 a principios de octubre debido a las anticipaciones de bajada de los tipos rectores del BCE. La violencia de este movimiento refleja sin duda alguna la liquidación de ciertas posiciones especulativas, más que un rebrote de interés por el euro. Sin embargo, dado que el BCE bajó sus tipos rectores el 3 de noviembre y dio a entender que podrían producirse otras bajadas, el euro resiste a las diversas noticias que sacuden a la Eurozona en estos últimos tiempos. Mientras la crisis política en Grecia y en Italia alcanzaba su paroxismo antes de la designación de un nuevo jefe del ejecutivo encargado de aplicar las medidas presupuestarias de rigor, el euro pasó puntualmente por debajo de 1,36 dólar el 9 de noviembre, es decir un retroceso limitado dadas las incertidumbres políticas. Tras el nombramiento de Lucas Papademos en Atenas y de Mario Monti en Roma, la subida de la moneda europea también fue modesta (1,38 el 14 de noviembre por la mañana). Los operadores parecen confiar en las últimas decisiones que se han tomado (cumbre del 26 de octubre, constitución de gobiernos «tecnócratas» en los países más observados por los inversores) pero también deben tener en cuenta la rápida degradación de la coyuntura en la Eurozona. La perspectiva de una nueva recesión debería afectar a la moneda única que podría establecerse alrededor de 1,30 dólar a medio plazo (*ver cuadro más abajo*).

Dólar: barómetro del riesgo

La interpretación de las evoluciones en el mercado de divisas se hace más difícil por la decisión tomada a principios de septiembre por el Banco Nacional Suizo de fijar un límite inferior a la paridad EUR/CHF (1,20) y por las amenazas regulares de intervención del Banco de Japón para limitar la apreciación del yen. El dólar es ahora el mejor barómetro de la apreciación del riesgo, que a su vez es muy fluctuante en este momento, lo que genera movimientos contradictorios prácticamente de una semana a otra. Frente a una cesta de divisas, la divisa estadounidense ganó un 3,7% entre el 15 de septiembre y el 4 de octubre para volver cerca de sus máximos del año observados en enero, perdió un 4,7% del 4 al 28 de octubre y finalmente volvió a ganar un 2,2% hasta el 11 de noviembre (cálculos realizados a partir de las cifras publicadas por el Banco de Inglaterra). Estas variaciones son excepcionales sobre los tipos de cambio efectivo, tradicionalmente más estable.

Nueva intervención del Banco de Japón

El Banco de Japón no sólo amenaza, sino que intervino directamente en el mercado de divisas el 31 de octubre, logrando que la paridad USD/JPY volviera a subir de menos de 76 (nuevo récord para el yen) a más de 79,50, un tope que se había alcanzado en su precedente intervención a principios de agosto. La paridad volvió hacia 77 con bastante rapidez, lo que demuestra que el BoJ interviene para frenar la apreciación del yen más que para invertir el movimiento, un objetivo que suele ser difícil de lograr a través de operaciones aisladas en el mercado de divisas. En la medida en que los grandes encuentros internacionales se han visto “confiscados” por la crisis soberana europea, las intervenciones concertadas no están a la orden del día.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2010	09-Nov-11	4Q 2011		1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.34	1.3708	1.25	1.35	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30
	USD / JPY	81	78.07	75	85	77	87	80	90	80	90
	USD / CAD	0.99	1.0192	0.97	1.07	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0287	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	GBP / USD	1.57	1.6002	1.44	1.63	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56
	USD / CHF	0.93	0.9019	0.92	1.00	0.96	1.04	0.96	1.04	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	109	107.02	98	111	96	109	100	113	100	113
	EUR / GBP	0.86	0.8566	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.25	1.2363	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 07/11/2011



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

MERCADOS DESARROLLADOS

La fuerte inestabilidad y los riesgos importantes siguen justificando un enfoque prudente

Estabilización de los indicadores coyunturales ... salvo en Europa

Por el momento y fuera de la Eurozona las noticias económicas han sido más bien optimistas. Siguen presagiando un crecimiento, que a pesar de su debilidad, es estable a nivel mundial; esto ha permitido a los mercados de renta variable resistir de forma notable desde el mes de septiembre, sin embargo los mercados de deuda pública o de crédito reflejan fuertes tensiones y un aumento de los riesgos. En efecto, la situación en Europa es preocupante. La actual crisis financiera amenaza con extenderse a la economía real a través de las condiciones de financiación que siguen degradándose, pero también debido a la aceleración de los programas de austeridad presupuestaria; en otras palabras, los signos de una ralentización pronunciada de la Eurozona se acumulan.

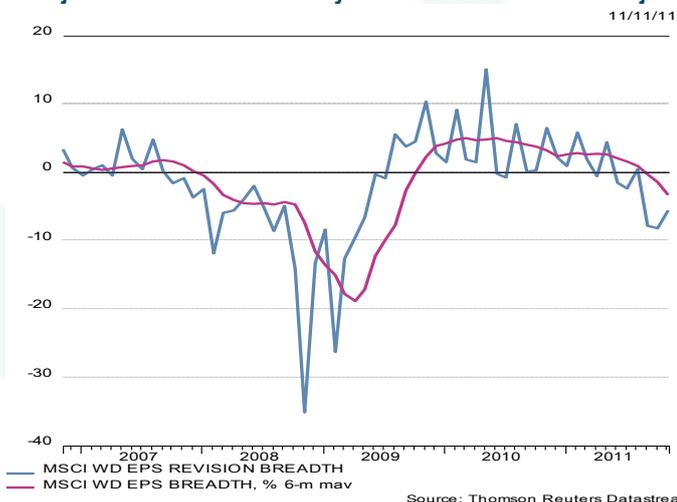
La crisis financiera europea debe contenerse rápidamente, de lo contrario podría traspasarse a otros continentes

En este contexto, los bancos centrales seguirán aplicando políticas monetarias muy expansionistas, que podrían seguir acentuándose. Incluso el más ortodoxo de ellos, el BCE, empieza a mostrar cierto pragmatismo bajando ligeramente sus tipos de interés, pese a una inflación aún muy superior a su objetivo. Aún así, la amplitud de la crisis en Europa exige una respuesta de envergadura para poner término a una espiral financiera peligrosa que amenaza con propagarse a otras economías. Parece que una significativa implicación del BCE constituye una condición *sine qua non* para una solución creíble. Pero por el momento esta posibilidad tropieza con el rechazo o la imposibilidad del BCE de salirse del marco de su mandato y con la reticencia de algunos Estados de la Eurozona de implicar más al Banco Central. Por el momento, estas incertidumbres políticas y el riesgo de contagio de la crisis aún abogan en favor de un enfoque prudente.

Aún no han terminado los ajustes a la baja de las perspectivas de beneficios

Pese a este entorno inestable, las publicaciones de resultados del 3^{er} trimestre parecen enviar un mensaje contradictorio: sólidas tasas de crecimiento de los resultados y altos porcentajes de sorpresas positivas, en particular en Estados Unidos. No obstante, un análisis más detallado muestra que la calidad de estos resultados se erosiona; los «buenos» resultados de los bancos estadounidenses proceden más de artificios contables que de rentabilidades operacionales, y las tasas de márgenes de otros sectores alcanzan niveles difícilmente sostenibles en el futuro dentro de un contexto de ralentización de las ventas. Así, las anticipaciones de crecimientos de los beneficios esperadas por el consenso de analistas, que siguen apostando sobre expansiones de las tasas de margen, nos parecen demasiado optimistas y por lo tanto sujetas a revisiones a la baja. Por otra parte, las depreciaciones de activos, sobre todo en el sector financiero, deberían acelerarse teniendo en cuenta de la crisis financiera. Por lo tanto, aún es demasiado pronto para plantearse el fin del movimiento de ajuste a la baja de las anticipaciones de crecimientos de los beneficios. En consecuencia, las valoraciones de los mercados que son aparentemente favorables deben relativizarse a causa de estas perspectivas.

Conjunto de revisiones: no hay inflexión de la tendencia bajista



Prima de riesgo alta





MERCADOS DESARROLLADOS

Los niveles de valoración aparentemente favorables deben relativizarse

Los PER basados en las anticipaciones de resultados a doce meses de los analistas, cuyos niveles pueden parecer atractivos, deben analizarse con prudencia debido a las revisiones a la baja de las anticipaciones de beneficios. Por otra parte, si se analizan los indicadores de valoración basados en periodos muy largos, el PER ajustado del ciclo económico por ejemplo, se observa que los mercados distan mucho de ser tan atractivos. El único indicador favorable para la renta variable es el de la comparación con los productos de renta fija (renta fija privada o deuda pública).

Por último, los indicadores de opinión reflejan una gran prudencia por parte de los inversores, aunque podría ser más pronunciada teniendo en cuenta la crisis financiera. No obstante, el alto nivel de las posiciones especulativas vendedoras sigue constituyendo un fuerte apoyo para el mercado a corto plazo, mientras que a más largo plazo los indicadores de tendencia siguen sin proporcionar señales de compra.

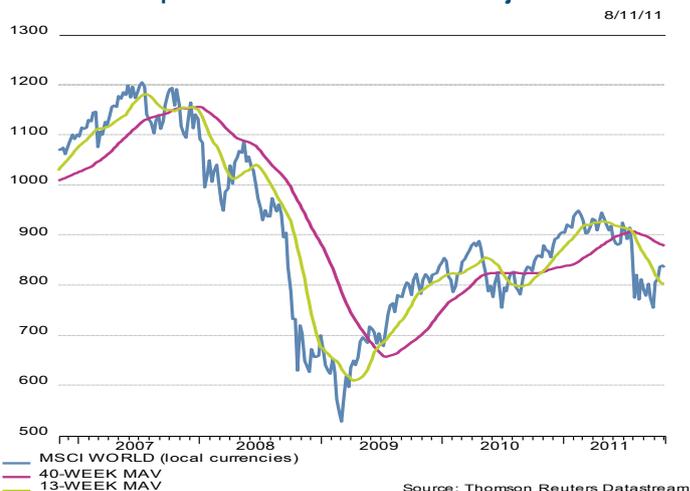
Preferencia por los mercados británico y japonés

En términos relativos, seguimos prefiriendo el mercado **británico**. Está débilmente valorado, pero debería seguir beneficiándose de la política monetaria acomodaticia del Banco de Inglaterra y de la debilidad de la libra. Asimismo, seguimos favoreciendo el mercado **japonés**, que se beneficia de niveles de valoración extremadamente atractivos tanto en términos relativos como absolutos, y anticipamos una depreciación progresiva del yen. Adoptamos una exposición ligeramente positiva al **mercado suizo ya** que se beneficia de un debilitamiento relativo del franco y de mayor visibilidad en cuanto a su evolución, así como de cualidades defensivas que permiten moderar su exposición a la Eurozona y de una valoración alta. Reducimos nuestra exposición a la **renta variable estadounidense** a neutra. Su carácter defensivo en un entorno de alta aversión al riesgo constituye una ventaja, pero las revisiones de beneficios relativas son menos favorables que durante los últimos meses, y los niveles de valoración suben. Nos mantenemos prudentes sobre el mercado **australiano**. El nuevo ciclo de bajada de los tipos de interés es un elemento muy favorable pero éste debería ser limitado, dado que la caída de los precios de las materias primas debería incidir. Mantenemos una posición prudente hacia los **mercados de la Eurozona**. Conservan su atractivo dada su valoración positiva y dado que el debilitamiento reciente del Euro puede favorecer a las revisiones de beneficios mal orientadas. Sin embargo, los riesgos ligados a la crisis y la posibilidad de una recesión nos impiden adoptar todavía una posición más favorable. Finalmente, no modificamos nuestra posición sobre el mercado **canadiense** que, pese a una reciente mejora de su *momentum* de revisiones de beneficios, se mantiene caro.

Las posiciones especulativas extremadamente cortas constituyen un apoyo a corto plazo...



...pero la tendencia se mantiene bajista





MERCADOS EMERGENTES

Bajada de los tipos rectores, subida de los índices bursátiles

Recuperación de los índices emergentes respecto a los índices desarrollados, gracias al apetito por el riesgo

La aversión al riesgo retrocedió fuertemente en el mes de octubre, permitiendo que la renta variable emergente repuntara más del 14% y del 19% en divisa local y en USD respectivamente. Pero las inversiones se hacen principalmente a través de los ETF, lo que refleja una convicción todavía frágil. Paralelamente, los contratos CDS para los principales países emergentes han vuelto a niveles más racionales. En cuanto a la valoración, los índices emergentes presentan una desviación superior al 15% respecto a las bolsas desarrolladas, mostrando un crecimiento superior de los beneficios y una volatilidad inferior. Los mercados se venden a 9,4 veces los beneficios, nivel más atractivo desde 2008.

Mantenemos una preferencia por los mercados emergentes, incluso si la «beta» históricamente superior y su alta sensibilidad a los flujos de fondos internacionales los exponen más a la volatilidad de los mercados desarrollados. El apetito por el riesgo ha vuelto y se mantendrá gracias a los buenos fundamentales y a las expectativas de flexibilización monetaria. Algunos grandes países como Brasil o Indonesia han bajado sus tipos rectores, mientras que India y China no los han modificado.

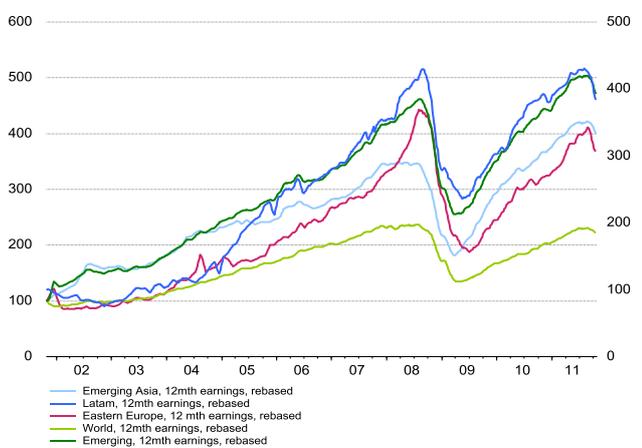
La economía china comienza un aterrizaje suave, favorable para las economías emergentes ya que China se ha convertido en un socio económico de gran importancia. La política monetaria china se encuentra en fase de transición, y deberían adoptarse medidas de flexibilización a principios del año próximo. La confirmación de una bajada del ratio de reserva, o de la subida de los agregados monetarios será muy positiva para las bolsas emergentes en general, y para el mercado chino en particular.

Mantenemos un sesgo positivo sobre **China**. La economía se desacelera suavemente. La inflación alcanzó un máximo en julio y la tendencia es bajista, tal y como lo demuestra la última cifra del 5,5%. Los precios del sector inmobiliario retroceden por fin, y a las autoridades les interesa que la amplitud de esta bajada esté bien controlada, ya que el sector inmobiliario es de gran importancia tanto para la economía como para el consumidor. La política monetaria se encuentra en una fase de transición en que las autoridades iniciarán una flexibilización parcial para sostener a las PYMES, las viviendas sociales y ciertos proyectos de infraestructuras. La orientación de los agregados monetarios es crucial para la evolución de las bolsas durante los próximos meses. Por último, las valoraciones y la opinión de los inversores se mantienen deprimidas.

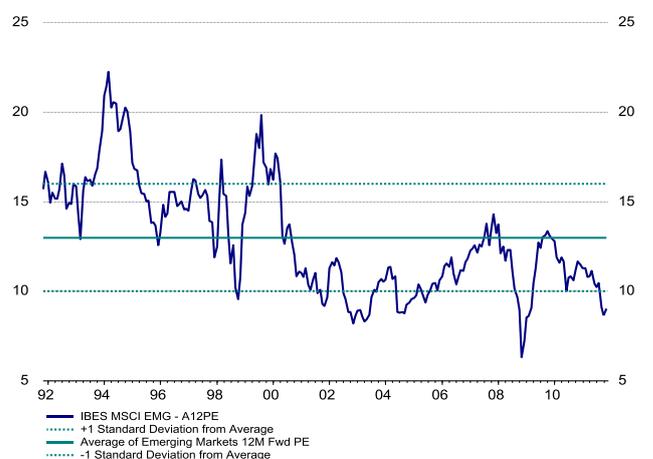
Reducimos la sobreponderación de **Rusia** tras su fuerte repunte. Además, la «beta» de Rusia respecto a la Eurozona es una de las más altas entre los emergentes. Dado que el país es un importante exportador de materias primas y de energía, sus perspectivas económicas y financieras dependen fuertemente del entorno económico mundial y, en particular, de las cotizaciones del petróleo. La renta variable rusa figura entre las menos caras del mundo y ha tenido una rentabilidad muy inferior a las cotizaciones de crudo.

Inflexión de la política monetaria china

Revisiones bajas de los beneficios: sólo al principio



Valoración muy atractiva





MERCADOS EMERGENTES

Aumento del sesgo positivo para las economías domésticas

Neutralidad sobre la India, Sudáfrica y Corea del Sur

Mantenemos nuestro ligero sesgo positivo para la **India**. El PMI indio mejoró en octubre, lo que demuestra que la actividad económica se ha visto poco afectada por la política monetaria contractiva. Sin embargo, la inflación, y no la ralentización de la economía mundial, constituye el mayor riesgo para el Banco Central. Pensamos que la inflación se mantendrá alta, especialmente desde la reciente subida de la inflación subyacente, y que por lo tanto los tipos de interés deberán mantenerse en los niveles actuales por un periodo largo. Además, las revisiones de beneficios siguen bajando.

Conservamos una posición neutra sobre **Sudáfrica**, que debería tener un crecimiento revisado a la baja, a causa de la reducción de los intercambios con los principales socios comerciales del país. Ahora bien, el indicador del PMI se encuentra nuevamente por encima de 50 y la confianza de las empresas se ha estabilizado.

Tras una fuerte sobrerentabilidad, reducimos la exposición a **Corea del Sur** a neutra para limitar los riesgos relativos a la ciclicidad de su economía y a las incertidumbres que reinan actualmente en los mercados desarrollados. El último PMI coreano de 47,5 indica que el crecimiento se desacelera, pero no hay signos de desplome de la actividad. La inflación sigue siendo preocupante, pero el Banco Central decidió hacer una pausa en su política monetaria contractiva debido a la debilidad de la coyuntura mundial. Finalmente, las valoraciones son atractivas pero las perspectivas de beneficios son pobres.

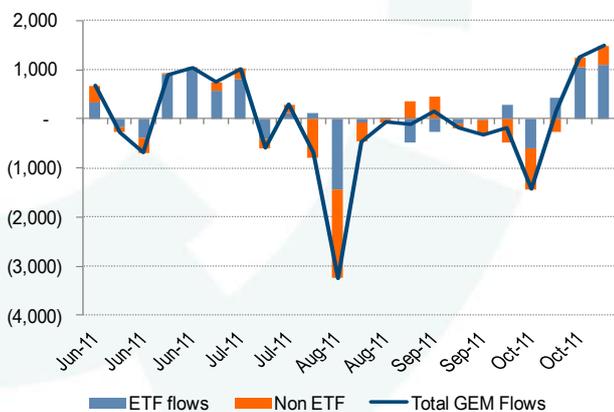
Prudencia sobre Taiwán y Turquía

Mantenemos nuestra apuesta negativa sobre **Taiwán** porque la economía es muy cíclica y está muy expuesta a Estados Unidos y Europa. Las fuertes revisiones a la baja reflejan una demanda débil tanto doméstica como extranjera. Además, las elecciones presidenciales y parlamentarias de enero añaden fuentes de volatilidad suplementaria al tema de « cross-Strait » con China. Las perspectivas de beneficios son limitadas. El impacto de una baja demanda externa es evidente y se refleja en el fuerte deterioro de la producción industrial. La renta variable está bien valorada comparada con los otros mercados emergentes.

Conservamos una ligera infraponderación sobre **Brasil**. El Banco Central ha reducido el tipo rector en 50 pb por segunda vez desde agosto, convencido de que la ralentización global contribuiría a disminuir la inflación en 2012. En efecto, la inflación se ha ralentizado por primera vez desde hace 14 meses (7,1%). Un entorno de crisis podría tener gran impacto sobre el crecimiento brasileño en los próximos trimestres. Hasta ahora, las medidas tomadas por el gobierno para impedir la apreciación del real han sido eficaces.

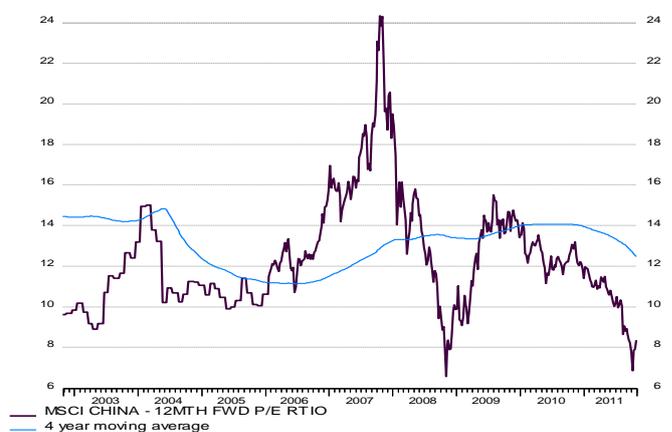
El sesgo sobre **Turquía** aún es muy negativo. El Banco Central ha decidido subir todos los tipos de interés, salvo el tipo rector que se mantiene idéntico para tener un margen de maniobra si las incertidumbres vinculadas a la economía aumentasen considerablemente, en particular en la Eurozona. La bolsa turca es el único mercado que presenta una rentabilidad negativa en el universo emergente en octubre. Las revisiones de beneficios son bajistas.

Reaparición de los flujos hacia los países emergentes (en millones de USD)



Source: Samsung Securities, EPFR.

Bajo nivel de las valoraciones de la renta variable china



Source: Thomson Reuters Datastream



ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

MATERIAS PRIMAS

Preferencia por el oro. Neutralidad sobre las otras materias primas

La subida progresiva de los mercados de crudo es probable a medio plazo si se evita la recesión

Las cotizaciones de **bruto** se han estabilizado en estas últimas semanas, manteniéndose el *brent* en torno a 110\$ - 115\$. A pesar de las inquietudes sobre la ralentización del crecimiento mundial, los fundamentales petroleros resisten. Así, los inventarios de productos petroleros siguen disminuyendo – tanto en Estados Unidos como en Europa – pese a una demanda doméstica moderada y a la vuelta progresiva de la producción petrolera libia, lo que supone que la demanda mundial sigue siendo sólida. En este contexto, el aumento de las tensiones en Oriente Medio en torno al programa nuclear iraní podría generar un aumento de la «prima geopolítica» del petróleo (aunque es poco probable que algún acontecimiento tenga un impacto significativo sobre la producción petrolera). A corto plazo sin embargo, la evolución de los datos macroeconómicos será el principal determinante de las cotizaciones del petróleo. **Nos mantenemos neutros sobre el petróleo.**

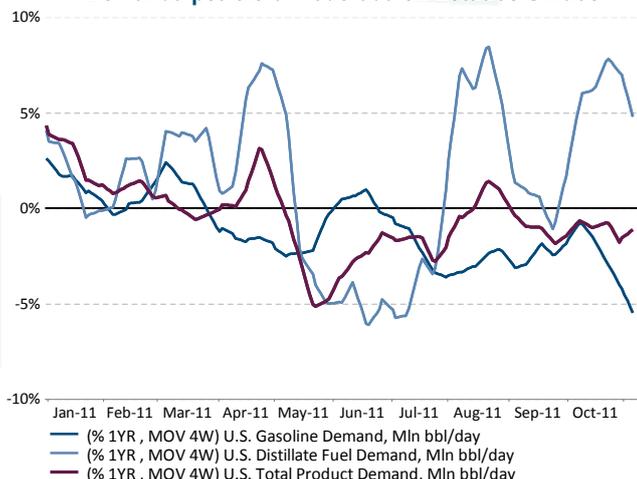
Tras la fuerte corrección de septiembre, los **metales básicos** han tenido una rentabilidad moderada en octubre; sólo el cobre ha repuntado realmente. En efecto, la ralentización del crecimiento mundial debería traducirse en una demanda más débil de metales industriales. Sin embargo, la demanda de cobre ha dado señales de buena salud, con una confirmación del aumento de las importaciones por parte de China para reconstituir sus inventarios. Esta decisión es parcialmente oportunista ya que las cotizaciones han bajado un 20% desde julio, pero indica que los riesgos bajistas serán limitados mientras las grandes economías emergentes sigan en buena salud. Ahora bien, es poco probable que se produzca un repunte duradero de las cotizaciones. **Nos mantenemos neutros sobre los metales básicos.**

El apetito de los inversores por el oro debería mantenerse sólido, sosteniendo las cotizaciones del metal

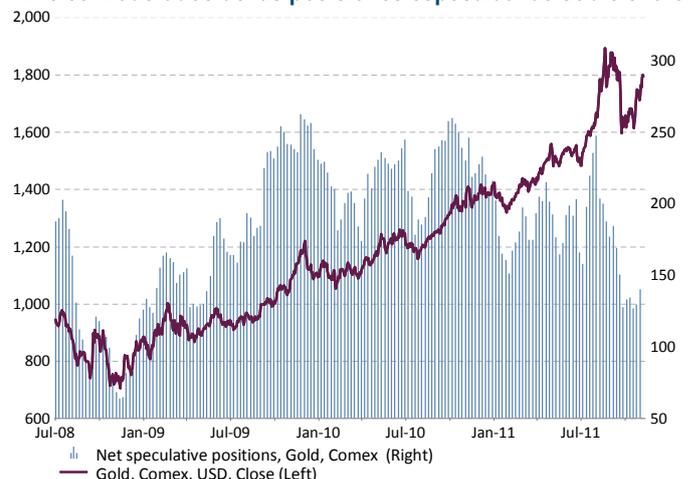
Tras la brusca corrección de septiembre, las cotizaciones del **oro** recuperaron su tendencia alcista, ascendiendo hasta 1.800\$. Las posiciones especulativas se estabilizaron a niveles moderados, lo que supone una escasa posibilidad de nueva reducción del riesgo. Además, la extensión del programa de QE en el Reino Unido y la bajada de los tipos de interés del BCE confirman la hipótesis de que las políticas monetarias deberían mantenerse favorables a la demanda de inversión en oro. **Nos mantenemos positivos sobre el oro.**

Pese al repunte del apetito por el riesgo, las cotizaciones de los **cereales** no lograron rebotar en octubre. Sólo el maíz progresó, principalmente debido a la demanda relativa a la producción de etanol en Estados Unidos. La soja y el trigo padecen el efecto de la competencia mundial, lo que llevó a la administración estadounidense encargada de la agricultura a revisar a la baja sus estimaciones de exportación de estos cereales. **Nuestra posición sobre los cereales es neutra.**

Demanda petrolera moderada en Estados Unidos



Niveles moderados de las posiciones especulativas sobre el oro





CONTACTO & ADVERTENCIA

Los gráficos presentados en este documento han sido actualizados en noviembre de 2011, salvo indicación contraria. BNPP IP es la fuente a 14 de octubre de 2011 de los datos cifrados descritos en este documento, excepto en caso de indicación específica.

Equipo de Estrategia:

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

Jenna Dessart

Sophie Fournier

Guillaume Hollier-Larousse

Dong-Sinh Ngo

Dominique Schulthess

Especialista de inversión:

Joost van Leenders

Este documento ha sido creado y es mantenido por BNP Paribas Asset Management S.A.S. (BNPP AM)*, miembro de grupo BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

El contenido de este documento tiene exclusivamente fines informativos y no constituye:

1. una oferta de venta o una invitación de compra ni constituirá la base de ningún tipo de contrato o compromiso
2. una recomendación de inversión.

Este documento hace referencia a determinados instrumentos financieros (los "Instrumentos Financieros") autorizados y regulados en su país de constitución.

No se ha llevado a cabo ninguna actuación o trámite que se requiera obligatoriamente, en especial en Estados Unidos, para poder realizar la oferta pública de los Instrumentos Financieros en ninguna otra jurisdicción a personas estadounidenses (en el sentido que se da a esta expresión en el Reglamento S de la United States Securities Act (Ley reguladora del mercado de valores de 1933), salvo por lo indicado en el folleto informativo, documento de comercialización o cualquier otro documento informativo de más reciente publicación de los Instrumentos Financieros en cuestión. Antes de cursar cualquier orden de suscripción en un país en el que estén registrados dichos Instrumentos Financieros, los inversores deben verificar las limitaciones o restricciones legales que puedan existir para la suscripción, compra, posesión o venta de los Instrumentos Financieros.

Los inversores interesados en suscribir los Instrumentos Financieros deben leer detenidamente el folleto informativo, documento de comercialización o cualquier otro documento informativo de más reciente publicación y consultar los informes financieros más recientes de los Instrumentos Financieros. El folleto informativo, documento de comercialización o cualquier otro documento informativo de los Instrumentos Financieros pueden solicitarse a los agentes locales de BNPP IP o, en su caso, a las entidades comercializadoras de los Instrumentos Financieros.

Las opiniones vertidas en este documento son el resultado de los análisis o las deducciones realizados por BNPPAM en el momento especificado y podrían variar posteriormente sin previo aviso. BNPP AM no tiene obligación de actualizar o modificar la información o las opiniones publicadas en este sitio. Los inversores deben consultar con sus propios asesores jurídicos o tributarios con relación a cualquier aspecto legal, contable, domiciliario o fiscal antes de invertir en los Instrumentos Financieros, con el fin de poder tomar una decisión independiente sobre la idoneidad y las consecuencias de la inversión en los mismos, en caso de estar autorizada. Es importante tener en cuenta que los diferentes tipos de inversiones que puede contener este documento pueden tener asociados distintos niveles de riesgo y no puede garantizarse que una inversión en concreto sea apropiada o vaya a resultar rentable para un cliente o la cartera de inversiones de un posible cliente.

Dados los riesgos económicos y de mercado existentes, no se puede garantizar que los Instrumentos Financieros vayan a conseguir sus objetivos de inversión. Las rentabilidades pueden verse afectadas por las estrategias o los objetivos de inversión de los Instrumentos Financieros y las condiciones económicas y de los mercados, entre otros factores. Las diferentes estrategias aplicadas pueden tener un efecto significativo en los resultados reflejados en este documento. Los resultados obtenidos en el pasado no garantizan resultados futuros y el valor de las inversiones en los Instrumentos Financieros puede fluctuar al alza o a la baja. Es posible, además, que los inversores no recuperen la cantidad inicialmente invertida.

Los datos de rentabilidad reflejados en este documento no tienen en cuenta las comisiones, los costes de la emisión y el reembolso ni los impuestos.

* BNP Paribas Asset Management SAS es una sociedad anónima simplificada con un capital de 64.931.168 euros (a 1 de abril de 2010) y domicilio social en 1 Boulevard Haussmann, 75009 París. Dirección postal: TSA 47000/75318 PARIS CEDEX 09. Teléfono: +33 1 58 97 25 25. Inscrita en el Registro Mercantil de París con el número B 319 378 832. www.bnpparibas-am.com

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