



Estrategia de inversión

17 de enero de 2012



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	3
Punto de vista	3
Economías desarrolladas	5
Economías emergentes	6
MERCADOS DE RENTA FIJA	7
Deuda pública	7
Crédito IG y HY	8
MERCADO DE DIVISAS	9
MERCADOS DE RENTA VARIABLE	10
Mercados desarrollados	10
Mercados emergentes	12
ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS	14
Materias primas	14
CONTACTOS & ADVERTENCIA	15

¿Cuánto durará la mejora?

Desde principios de 2012 los mercados se han mantenido bastante positivos gracias a la orientación alcista de los activos de riesgo y a la buena evolución de ciertos spreads intra-UEM. Es probable que esta tendencia favorable se deba a que la atención del mercado se ha desplazado de la crisis europea (que dominó la segunda mitad de 2011) a otros temas más positivos: los signos de resistencia de la economía estadounidense (confirmados en estos últimos meses) y de la economía china (los indicadores adelantados y la última cifra del PIB indican un aterrizaje suave), y por último la flexibilización de las condiciones financieras en Europa gracias a las operaciones de refinanciación del BCE.

Estos elementos son positivos pero no son sorprendentes y, además, concuerdan con nuestro análisis. El crecimiento estadounidense no supera las previsiones de los economistas y el chino se mantiene en fase de instalación a una velocidad de cruceo menos dinámica que antes. Por su parte, no cabe duda de que el BCE proporcionará la liquidez suficiente para que los bancos puedan refinanciarse. De cierta manera, este repunte contradice el consenso generalmente pesimista y las posiciones conservadoras que dominaban en los inversores desde hace varios meses.

Esta tregua es positiva pero no constituye un cambio de tendencia, por varias razones. Por una parte, pensamos que el crecimiento estadounidense será limitado en 2012, y es poco probable que durante el año los mercados se entusiasmen por las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, habida cuenta del endurecimiento presupuestario que debería comenzar el año próximo. Por otra, tratándose de la Eurozona, los riesgos económicos nos parecen disminuir y se han encontrado pocas soluciones. Los casos de los países de alto riesgo de insolvencia (Grecia, Portugal, Irlanda) no han sido tratados, aún no se ha instaurado un nuevo mecanismo de financiación en la Eurozona, los fallos de la unión monetaria han sido escasamente debatidos, o no lo han sido, y la política económica pro-cíclica de los gobiernos de la Eurozona sigue amenazando las perspectivas de crecimiento. Hay varios factores que pueden volver a colocar a la Eurozona en la primera plana de las preocupaciones de los mercados: elecciones o negociaciones políticas (entre ellas, el nuevo tratado cuyo principio se decidió en diciembre), el dossier del PSI griego que se encuentra en punto muerto, y la aceleración de las decisiones de refinanciación en las próximas semanas.

Por estas razones, mantenemos las recomendaciones de inversión prudentes que ya habíamos formulado en diciembre.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Recomendaciones negativas sobre la renta variable desarrollada y neutra sobre la renta variable emergente, por la cual conservamos una preferencia.
- Posición casi neutra sobre la deuda pública y el crédito.

Mercado de renta variable desarrollada

- Preconizamos una sobreexposición relativa principalmente a Suiza y Reino Unido (con una cobertura sobre el cambio).
- Mantenemos una posición negativa sobre la renta variable de la Eurozona.
- Neutralidad sobre Japón y Australia, infraponderación de Canadá.

Mercado de renta variable emergente

- Mantenemos la preferencia por China y Rusia, y mejoramos nuestras recomendaciones sobre Brasil.
- Neutralidad sobre Corea y África del Sur.
- Infraponderación de Turquía, India y Taiwán.

Síntesis de nuestras recomendaciones

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

January 2012

MULTI-ASSET CLASS ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.07	-0.6%	-0.6%
Emerging Equities	0.06	0.3%	0.5%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.03	1.0%	1.3%
Investment Grade	0.05	1.8%	-0.1%
High Yield	0.04	0.4%	0.2%
Emerging Debt	0.00	0.0%	0.2%
Emerging Debt Local	0.00	0.0%	0.3%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.1%
Base Metals	0.04	0.4%	0.2%
Gold	0.43	2.3%	2.3%
Agricultural	0.05	0.4%	0.5%
Cash Euro		-6.0%	-4.5%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.04%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	-0.2%	0.9%
Canada	-0.05	-3.8%	-3.2%
Euroland	-0.03	-2.3%	-2.1%
Japan	0.00	-0.4%	1.3%
UK	0.04	5.1%	4.8%
Switzerland	0.04	1.9%	0.6%
Australia	0.00	-0.3%	-2.3%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.13	-13.9%	-13.0%
Euroland	0.03	3.7%	1.8%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.09	10.2%	11.2%
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	0.10	0.7%	0.2%
China	0.27	2.0%	1.7%
India	-0.13	-1.0%	-0.1%
South-Korea	0.00	0.0%	-0.1%
Taiwan	-0.10	-0.7%	-1.8%
Russia	0.11	0.5%	1.0%
South Africa	0.02	0.0%	0.3%
Turkey	-0.27	-1.5%	-1.2%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Fuente: BNPP AM



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

PUNTO DE VISTA

Estados Unidos: no hay que sobre-interpretar las « buenas » cifras, ni tampoco las « malas »

Conviene desconfiar de las « sorpresas »

Desde el verano pasado, los índices que miden las sorpresas económicas (obtenidos gracias a la comparación de los datos publicados con las anticipaciones de los economistas de mercados) han mejorado significativamente en Estados Unidos, acercándose a principios de enero a sus niveles más altos de marzo de 2011. Desde entonces se mantienen altos y deberían empezar a bajar ya que, por construcción, estas series presentan una fuerte propiedad de regreso a la media al reajustarse las anticipaciones, tanto al alza como a la baja. Más allá de estas variaciones a corto plazo y de los cambios de consenso, examinamos a continuación lo que nos aportan los últimos datos económicos disponibles.

Consumo modesto en los próximos meses

Mientras que los comentarios de los minoristas (tiendas y sitios de venta por Internet) parecían presagiar un buen comienzo para las compras de finales de año en los días posteriores al “Día de acción de gracias”, las cifras oficiales mostraron que las ventas al por menor fueron mediocres en el mes de diciembre. Habida cuenta de esta dinámica, los gastos reales de consumo progresaron probablemente del 2% al 2,5% en ritmo anualizado y deberían mantenerse en esta tendencia en los próximos trimestres. La mejora del empleo es limitada y la tasa de ahorro volvió hacia el 3,5% a finales de 2011 (frente al 6% en el verano de 2010), lo que deja poco margen para que el consumo aumente con mayor rapidez que los ingresos salariales. Por otra parte, pese a la mejora de la confianza, los hogares no tienen intención de realizar grandes compras en los próximos seis meses, mientras que su riqueza neta siguió bajando en el 3^{er} trimestre.

Retraso en la inversión

La inversión productiva debería mantenerse relativamente sólida, principalmente porque la renovación de ciertos equipos se ha hecho indispensable en un momento en que las empresas tienen los medios de invertir y en que la edad media del capital (alrededor de siete años) es alta y no bajará hasta después de varios años de inversión a un ritmo superior al 10%. Tras una subida en términos reales del 14,6% en 2010 y del 10% en 2011 (por efecto de una desaceleración a finales de año), la inversión en bienes de equipo podría volver a acelerarse. La encuesta realizada por la NFIB (Por sus siglas en inglés *National Federation of Independent Business*) en las pequeñas empresas muestra que el 24% de las PYMES proyectan inversiones a un horizonte de tres a seis meses: es el mayor porcentaje desde hace más de tres años, sin embargo este resultado es muy inferior al porcentaje observado en ritmo normal de crecimiento.

La confianza será la clave del crecimiento

Obviamente, las decisiones de los patrones de PYMES en materia de inversión y de empleo están influenciadas por el entorno económico pero también por el contexto político. El año electoral acaba de comenzar con las primarias en el Partido Republicano pero, según los analistas políticos, estas elecciones no suscitan gran interés por el momento. Por otra parte, la política económica realizada por el gobierno es muy impopular y las incertidumbres que reinan sobre las medidas fiscales para 2012 y 2013 corren el riesgo de limitar las iniciativas de los empresarios y de frenar las intenciones de compra de los hogares. Podría crearse un círculo virtuoso si una significativa mejora del empleo tranquilizara a los consumidores, dinamizando la demanda interna y generando contrataciones más masivas, las cuales, a su vez, sostendrían la actividad. No se trata de nuestro escenario central pero cabe notar que, si bien podemos imaginar este riesgo alcista, no nos parece que por el momento exista un riesgo bajista importante sobre la economía americana, a parte de un choque exógeno financiero procedente de Europa y cuyas consecuencias podrían ser comparables a los efectos de la quiebra de Lehman Brothers.



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	1.8	1.7	[1.8]	2.1	3.1	1.3	[2.1]	1.6	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]	
Canada	3.2	2.3	2.4	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.0]	1.8	2.9	3.0	2.8	[2.9]	2.0	2.8	1.7	[2.0]	
Eurozone	1.8	1.6	1.7	1.5	[1.6]	-0.1	1.0	-1.3	[0.4]	1.6	2.7	2.8	2.5	[2.7]	1.8	2.2	1.3	[1.8]	
UK	1.8	0.9	1.0	0.7	[1.0]	0.7	1.8	-0.5	[1.1]	3.3	4.5	4.7	4.4	[4.5]	2.7	3.3	0.9	[2.8]	
Switzerland	2.7	1.7	1.9	0.7	[1.8]	0.2	1.4	-1.1	[0.7]	0.7	0.3	0.4	0.2	[0.4]	-0.1	0.6	-0.7	[0.1]	
Japan	4.5	-0.6	0.1	-0.9	[-0.4]	2.0	2.9	0.7	[2.1]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.3]	-0.2	0.8	-0.8	[-0.2]	
Australia	2.6	1.9	2.2	1.5	[1.6]	3.5	4.5	2.5	[3.5]	2.8	3.5	3.6	3.3	[3.4]	2.8	3.6	2.3	[2.9]	

Source: Consensus Forecasts as of 12/12/2011



ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Eurozona: ¡todo se deteriora!

La recesión está presente...

Es posible que enero de 2012 sea recordado como el mes en que la agencia de calificación Standard & Poor's bajó la nota de nueve países europeos, quitando a Austria y a Francia la triple A. La debilitación de la situación económica en los principales países parece más preocupante que esta peripecia y no debe verse ocultada por la ligera subida de ciertos índices de actividad a finales de 2011. El índice que refleja las encuestas efectuadas a los directivos de compras en el sector manufacturero y en el sector servicios subió a 48,3 en diciembre, pero su media para el 4º trimestre es de 47,2, el nivel más bajo desde mediados de 2009. Esta cifra se debe a la contracción del PIB y los componentes (empleo, pedidos) presagian que esta tendencia proseguirá a principios de 2012. Las ventas al por menor retrocedieron significativamente en noviembre y no deberían reactivarse debido al aumento del paro y al endurecimiento de la fiscalidad en varios países.

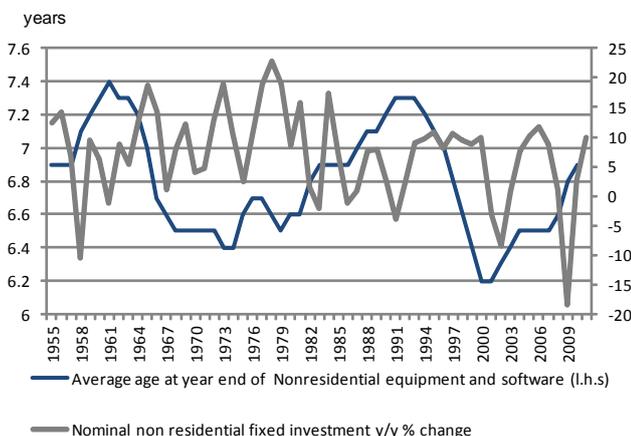
...y está en todas partes

Según las presentes estimaciones, **la economía alemana** – siempre sólida con un crecimiento del 3% en 2011 (tras un 3,7% en 2010) – registró una ligera contracción a finales de 2011. La encuesta IFO hecha a los empresarios refleja bajas perspectivas a principios de este año. En **Francia**, el PIB se estancó entre el 3º y el 4º trimestre tras una débil progresión de la demanda interna (+0,2%) respecto al 2º trimestre, y las encuestas se degradan rápidamente desde el verano. Los debates con motivo de la próxima campaña presidencial podrían alimentar la incertidumbre sobre la evolución de la política económica (especialmente la fiscalidad) y afectar al consumo. En **Italia** el PIB se contrajo desde el 3º trimestre, y el Presidente del Consejo anunció que implementaría rápidamente las reformas estructurales destinadas a aumentar el potencial de crecimiento (0,2% en 2011 según la OCDE). Por su parte, las medidas de rigor tendientes a lograr un presupuesto equilibrado a partir de 2013, afectarán ineluctablemente la actividad y amenazarán la perennidad de su gobierno de técnicos. Las últimas noticias procedentes de **España** no son alentadoras: el nuevo gobierno ha dado a entender que el déficit presupuestario para 2011 supera ampliamente las previsiones (un 8% frente a un 6%), lo que podría generar restricciones suplementarias si se mantuviera el objetivo para 2012 (4,4%). **Grecia** y **Portugal** también superan su objetivo de déficit presupuestario y van a experimentar una grave recesión tal y como lo muestran las encuestas, casi tan degradadas como en la Gran Recesión. Se espera una ligera bajada del PIB en 2012 para la Eurozona (-0,1%), por lo que el consenso nos parece aún demasiado optimista, a pesar de la relativa resistencia de la economía estadounidense y de la reacceleración esperada de las economías emergentes, que deberían evitar una recesión violenta de Europa.

El BCE: ¿último salvador?

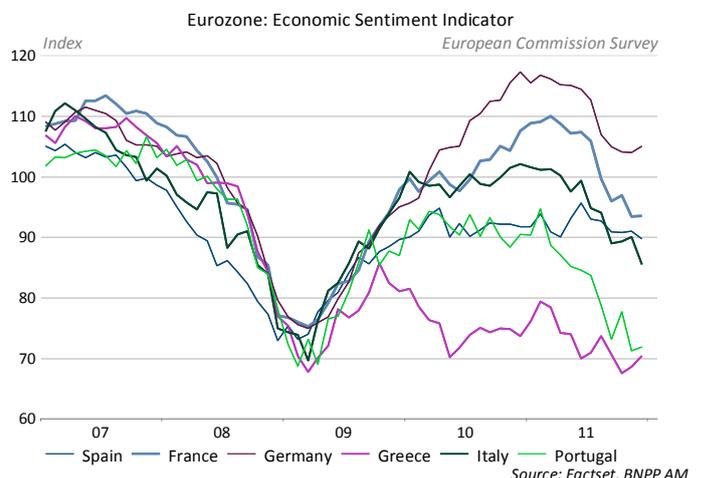
El difícil contexto económico y el retroceso esperado de la inflación (2,8% en diciembre) permitirán que el BCE prosiga la bajada del tipo de refinanciación (1% en diciembre). Por otra parte, el BCE debería seguir utilizando su arsenal de medidas no convencionales para asegurar la liquidez del sistema bancario europeo. Estas operaciones han sido presentadas como acciones destinadas a facilitar la buena transmisión de la política monetaria, y no como un apoyo excepcional a las entidades financieras o al mercado. La monetización de la deuda a través de compras masivas de títulos públicos no ha sido contemplada por el BCE, pero podría serlo dado que Grecia se acerca peligrosamente a la quiebra.

Estados Unidos: la inversión debería aumentar



Source: Factset, BEA, BNPP AM

Fuerte ralentización de la actividad en la Eurozona



Source: Factset, BNPP AM



ECONOMÍAS EMERGENTES

Se acerca el punto bajo del ciclo

Prosigue el deterioro de la actividad económica, pero se estabilizan los indicadores adelantados

Continúa la desaceleración del ciclo económico emergente, alimentada por la disminución de la demanda de las economías avanzadas (especialmente Europa) y la caída de la demanda doméstica en las grandes economías emergentes. La política monetaria contractiva comienza a afectar el consumo doméstico a través del coste del crédito o de la fuerte desaceleración en las inversiones y en el sector inmobiliario. Los indicadores adelantados siguen presentando una ralentización económica para los próximos meses, aunque el ritmo se ha estabilizado según los sondeos de opinión. La producción industrial sigue contrayéndose en deslizamiento anual. La inflación también ha bajado, pasando del 6,3% al 5,3% en el último mes, confortando los esfuerzos de flexibilización monetaria realizados por las autoridades.

Asia está en proceso de desaceleración, perjudicada por las exportaciones pero también por la demanda doméstica que ha sido el principal motor de la reactivación. Las perspectivas de crecimiento siguen revisándose a la baja, lo que refleja la política monetaria contractiva y los efectos de la crisis financiera sobre las condiciones de crédito. Pero los riesgos de fuerte deterioro son limitados ya que las autoridades tienen las capacidades financieras de estimular la demanda interna en caso necesario.

Debería reforzarse la economía china en el segundo trimestre

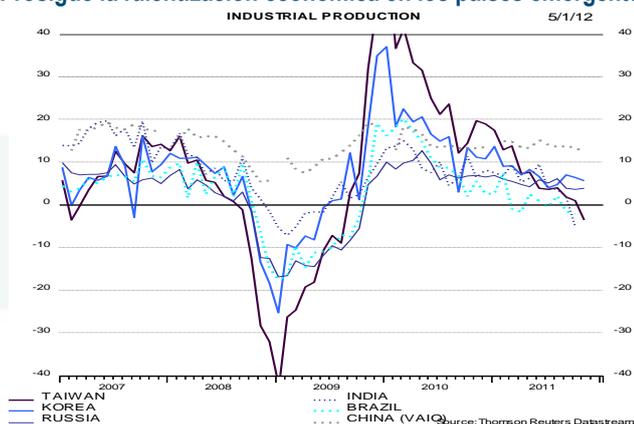
La economía **china** sigue ralentizándose pero debería llegar a su nivel más bajo hacia finales del 1^{er} trimestre y luego fortalecerse a finales de año. En efecto, las exportaciones se han deteriorado, las PYMES se han visto afectadas por la contracción del crédito, mientras que los precios del sector inmobiliario y el volumen de las transacciones siguen disminuyendo en la mayoría de las grandes ciudades. Entre las medidas contempladas para estimular la economía, cabe destacar el aumento de los nuevos préstamos, la bajada del RRR (*Requirement Reserve Ratio*), la reactivación de los programas de infraestructuras como el transporte ferroviario, una bajada de los impuestos para dopar el consumo privado o las subvenciones para ciertas compras inmobiliarias. Algunos promotores inmobiliarios deben liquidar inventarios a precio rebajado, lo que genera desconfianza en los propietarios que hasta hace poco estaban convencidos de que el inmobiliario era « sólido como la piedra ». Es poco probable que se produzca una crisis bancaria ya que el importe prestado es bajo respecto al valor subyacente (menos del 50%). En cambio, los bancos se verán afectados por los préstamos a las colectividades locales, cuyas garantías y sobre todo cuyos ingresos dependen fuertemente del precio de los bienes inmobiliarios y de los sitios. El deterioro de la economía china ha generado una contracción de las reservas de cambio, reflejando una salida de los flujos de fondos especulativos y un aumento de las inversiones chinas en el extranjero. Esto debería reducir la presión sobre la apreciación del RMB.

India: parálisis política, aumento de los déficits y depreciación de la divisa

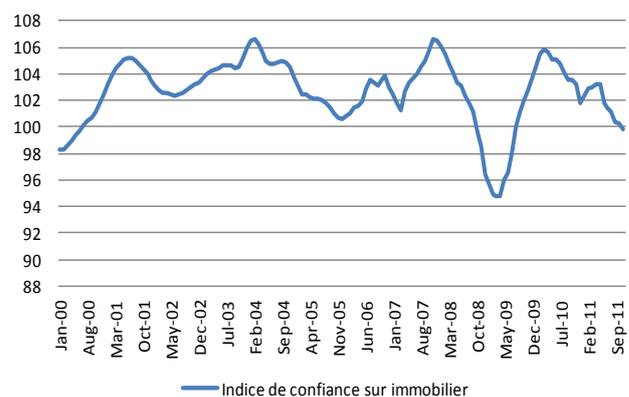
La situación económica se mantiene difícil en la **India**, debido a la inacción de las autoridades, al alto nivel de los tipos de interés y al entorno mundial desfavorable. Además, el exceso de populismo agrava el déficit presupuestario, mientras que la fuerte depreciación de la rupia amplifica el déficit de la balanza de cuenta corriente, cuya financiación es ardua a causa de la crisis financiera europea. En este contexto, el gobierno ha revisado sus perspectivas de crecimiento en 7% para el año fiscal 2012. La situación mejora en **Brasil**. El retroceso de la inflación debería permitir que el Banco Central flexibilice los frenos monetarios y sostenga la demanda doméstica, particularmente dependiente del crédito al consumo. La estabilización de las economías china y estadounidense también favorece a las exportaciones.

Perspectivas favorables para Brasil gracias a la flexibilización monetaria

Prosigue la ralentización económica en los países emergentes



China: pérdida de confianza en el sector inmobiliario



Fuente: Bloomberg, BNPP AM



MERCADOS DE RENTA FIJA

DEUDA PÚBLICA

Estados Unidos mejor que Europa...

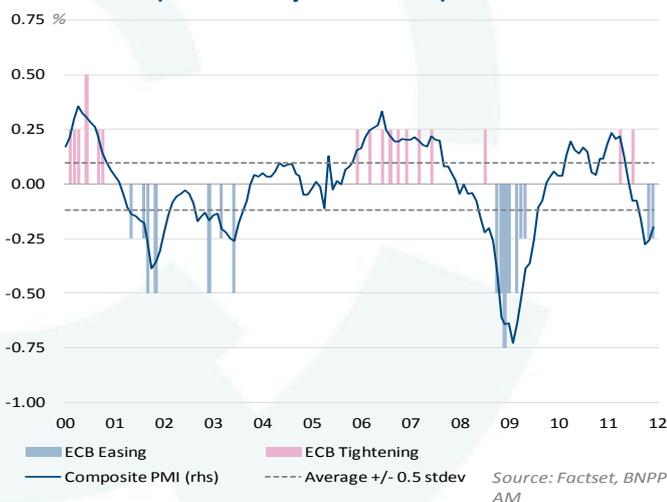
Confirmación de un crecimiento lento pero positivo en EE.UU.

En Estados Unidos las últimas cifras económicas confirman el escenario de un crecimiento lento pero positivo. Los indicadores adelantados son favorables y parecen estar estabilizados, mientras las cifras de creaciones de empleo están bien orientadas, aunque no son altas. Ahora bien, el país no está a salvo de un nuevo debilitamiento, y el enfoque de la FED es favorable para una política monetaria más acomodaticia, especialmente para apoyar al sector inmobiliario (declaraciones de William Dudley, Eric Rosengren, Sandra Pianalto). Entretanto, la FED procederá a publicar sus previsiones para el tipo rector a partir de la reunión de enero. En este contexto, el comportamiento de las rentabilidades estadounidenses a largo plazo suscita interrogantes. Con una economía que no es brillante pero que tampoco se debilita, y con sorpresas económicas positivas, se podrían haber producido tensiones en los tipos de interés, pero éstas no se manifestaron. Desde luego, las rentabilidades no volverán a niveles altos, pero habría sido lógico que las buenas noticias suscitaran ciertas reacciones. Esto traduce una aversión al riesgo, especialmente vinculada a las problemáticas europeas, y una « búsqueda de calidad » que orientan a los inversores hacia la deuda pública estadounidense, a pesar de que la dinámica fiscal dista mucho de infundir confianza. Esto nos hace preferir los Gilts y Bunds a los USTs.

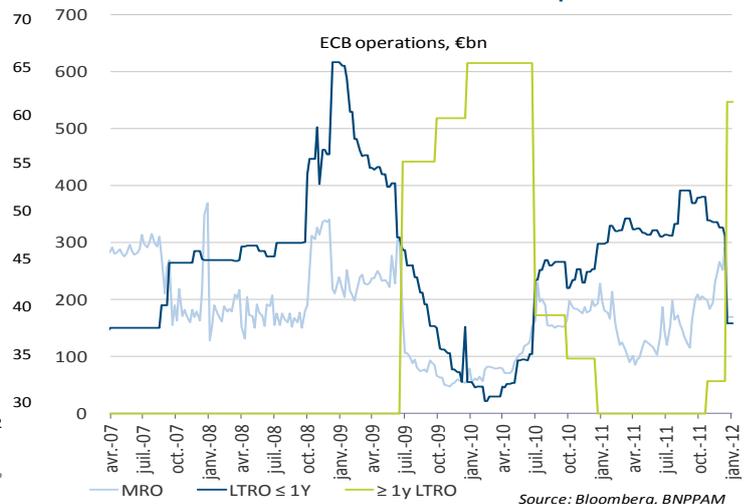
Próximas decisiones para Grecia

En Europa, los últimos valores de los indicadores adelantados PMI han dado algunas señales de estabilización, sugiriendo una pausa en el debilitamiento económico observado en estos últimos meses. Sin embargo, dado el próximo esfuerzo fiscal, los riesgos se mantienen a la baja. Más allá de los aspectos económicos, la crisis soberana sigue siendo de actualidad. Además de las discusiones en torno a la integración fiscal y a los mecanismos de salvamento, la finalización de las medidas relativas a Grecia es de particular importancia a principios de este año. Las discusiones en torno a la participación del sector privado (PSI) en una reestructuración de la deuda pública están en curso, y podrían ser delicadas. Se articulan en torno a la condonación parcial de la misma, al nivel del cupón de los nuevos bonos ofrecidos en canje, a la introducción de cláusulas de acción colectiva, a la participación del BCE o a la activación de los CDS. Además, los mercados de renta fija europeos se enfrentarán a un calendario de emisiones bastante cargado en el 1^{er} trimestre, cuando la demanda de papel no es segura. En este contexto, el BCE deberá estar dispuesto a intervenir cuando sea necesario, a pesar de su reticencia a utilizar el programa de compra de títulos. Entretanto, el BCE ha hecho una buena operación con el primer LTRO a tres años, que ha juzgado positivo, ayudando a reincrementar la pendiente de las curvas periféricas. En cuanto al nivel de los tipos rectores, pensamos que habrá al menos una bajada más.

BCE: probables bajadas de los tipos de interés



El LTRO a tres años considerado un éxito por el BCE





CRÉDITO IG Y HY

...y esto también es válido para el crédito

Entorno más bien positivo en Estados Unidos

Las últimas semanas confirmaron que el entorno económico en Estados Unidos debería mantenerse positivo y contribuir a sostener el crédito, incluso el más especulativo, pero las noticias procedentes de Europa siguen incitando a la prudencia.

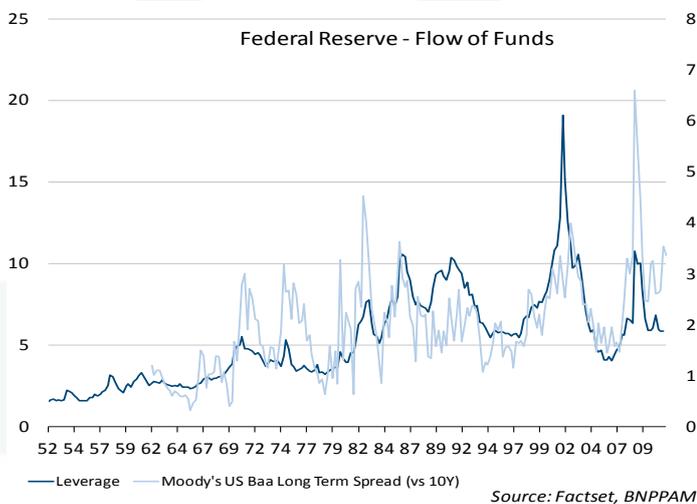
El hecho de que el crecimiento estadounidense se dirija hacia niveles débiles pero positivos es un contexto que no debería ser desfavorable para el crédito. Las valoraciones son atractivas, los fundamentales sanos y la clase de activos siempre interesante en un entorno de tipos subyacentes muy bajos. En cuanto al crédito más especulativo, no vemos por el momento un aumento notorio de los incumplimientos. Los índices SGL, que muestran las dificultades de las empresas para obtener liquidez a través de recursos internos y externos, se mantienen a niveles bajos, lo que disminuye la probabilidad de que los incumplimientos aumenten a corto plazo.

Opinión positiva para el crédito europeo, pero no hay que olvidar las problemáticas estructurales

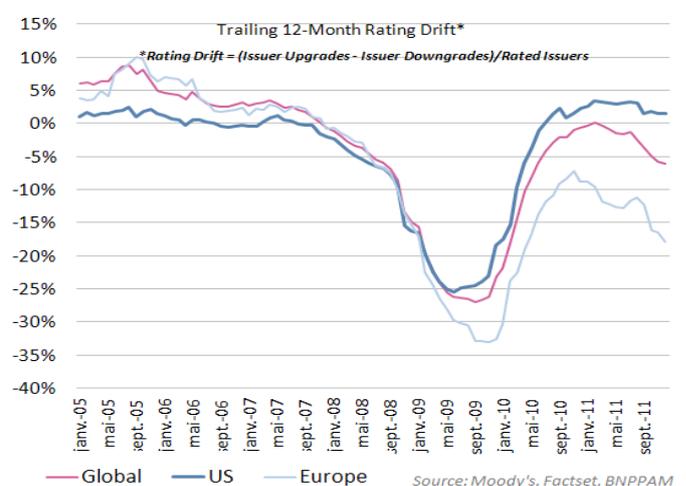
Ahora bien, el mercado se mantiene muy sensible a los acontecimientos europeos, donde persiste la crisis soberana y el crecimiento experimenta un periodo difícil. No obstante, este principio de año es por el momento favorable para el mercado del crédito. El LTRO a tres años del BCE contribuyó a aliviar al sector bancario, muy perjudicado en la segunda parte de 2011, mientras que el sentimiento más positivo procedente del sector de la deuda pública periférica y el estrechamiento de los *spreads* también impactaron positivamente al mercado crediticio. De hecho, esto incitó a los emisores privados a dirigirse al mercado primario con volúmenes importantes, y en las dos primeras semanas del año las emisiones « *unsecured* » superaron las del mismo periodo de 2011. Sin embargo, este fenómeno se observa principalmente en las empresas no financieras, ya que las financieras aún padecen de un sesgo geográfico en favor de los países « *core* » respecto a los periféricos. De esta manera, en el mercado primario las primas siguen siendo relativamente altas, y el mercado secundario tiende a alinearse. En general, si bien este sentimiento positivo puede perdurar un poco más, no hay que olvidar las problemáticas estructurales de la Eurozona que aún no han sido resueltas y que nos incitan a mantener cierta prudencia.

Conservamos una visión más constructiva para el crédito en Estados Unidos que en Europa.

Los fundamentales top-down en EE.UU. se mantienen sólidos



Degradación de las calificaciones en Europa





MERCADOS DE DIVISAS

La paridad EUR/USD por debajo de 1,30

El diferencial de crecimiento y la crisis soberana afectan al euro

El dólar encontraba en torno a 1,34 euros a principios de diciembre, y a partir del 12 experimentó una apreciación bastante sensible que lo llevó por debajo de 1,28 el 6 de enero; nivel en torno al cual oscila actualmente. Este movimiento refleja un **retroceso del euro**: frente a una cesta de divisas, la moneda única ha perdido un 2,3% entre mediados de diciembre y mediados de enero, alcanzando su más bajo nivel desde mediados de 2005 (en base al tipo de cambio efectivo calculado por el Banco de Inglaterra). En las últimas semanas, el euro se vio afectado por las inquietudes relativas a la crisis soberana (conclusiones poco convincentes en la cumbre de los jefes de Estado y de gobierno de los días 8 y 9 de diciembre, comentarios alarmistas de las agencias de calificación) y por la degradación el 13 de enero de la nota de nueve países europeos por parte de Standard & Poor's. A pesar de que la crisis soberana parece haber salido de su fase aguda, persisten las inquietudes, especialmente aquellas relativas a una eventual quiebra de Grecia y de las emisiones importantes (Italia, España,...), que van a animar el 1^{er} trimestre. Es cierto que las primeras emisiones de renta fija del año han sido bien absorbidas, sin embargo el euro no se ha beneficiado, lo que muestra que la serenidad no ha vuelto. La situación coyuntural también podrá afectar a la divisa: la recesión en la Eurozona ha empezado, lo que debería llevar al BCE a proseguir la flexibilización de su política monetaria. Por el contrario, en Estados Unidos la mejora de las cifras refleja un crecimiento modesto pero real de la economía, aportando un sostén al dólar. En este contexto, y más allá de eventuales correcciones a corto plazo generadas por la liquidación de importantes posiciones especulativas, **pensamos que seguirá la bajada de la paridad EUR/USD**. Por las mismas razones (política monetaria acomodaticia y bajas perspectivas económicas), la **libra esterlina**, que se ha beneficiado de las dificultades del euro, debería perder terreno frente al dólar en 2012.

Se estabiliza el yen

La paridad **USD/JPY** se mantuvo relativamente estable en torno a 78 en diciembre, antes de bajar a finales de año para pasar por debajo de 77. Todo esto a pesar de los prudentes comentarios de las autoridades niponas sobre la coyuntura, y especialmente con la revisión a la baja del diagnóstico planteado por el Banco de Japón que prevé un estancamiento del crecimiento hasta la primavera de 2012. El umbral de 75 es, en la mente de los operadores, el nivel a partir del cual el BoJ activa sus intervenciones en el mercado de divisas y debería constituir un mínimo para la paridad. Al contrario, el carácter « defensivo » de la divisa nipona limita la posibilidad de una depreciación rápida en el agitado contexto actual.

El franco suizo sigue bajo control

La dimisión del Presidente del Banco Nacional Suizo a raíz del conflicto por las operaciones realizadas por la esposa de Philippe Hildebrand no generará cambios en la política del instituto de emisión. El mínimo de 1,20 para la paridad **EUR/CHF** debería seguir siendo defendido mientras el euro ha vuelto a pasar por debajo de 1,21 franco suizo a mediados de enero.

El escenario económico global no es, a priori, negativo para las divisas cuya evolución está tradicionalmente vinculada a las **materias primas**, pero tendrá que volver el apetito por el riesgo antes de poder confirmar la apreciación de las mismas. Las coronas noruega y sueca se han visto perjudicadas por su proximidad con la Eurozona.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011	13-Jan-12	1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012		4Q 2012	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2797	1.20	1.30	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	76.76	75	80	75	80	77	87	77	87
	USD / CAD	1.02	1.0206	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0310	0.95	1.05	0.97	1.07	0.97	1.07	0.97	1.07
	GBP / USD	1.55	1.5319	1.44	1.62	1.33	1.50	1.33	1.50	1.33	1.50
	USD / CHF	0.94	0.9460	0.96	1.04	1.00	1.08	1.04	1.13	1.04	1.13
EUR Block	EUR / JPY	100	98.22	94	100	90	96	92	104	92	104
	EUR / GBP	0.84	0.8354	0.77	0.87	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.21	1.2106	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 13/1/2012



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

MERCADOS DESARROLLADOS

Más allá de las recientes mejoras cíclicas, las tensiones estructurales siguen pesando

Prosigue la mejora cíclica a nivel mundial

La mejora cíclica de los indicadores de actividad a nivel mundial (PMI) sostuvo tanto a los activos arriesgados, como a la renta variable. Sin embargo, todavía es pronto para esperar una mejora perenne siempre y cuando persistan los problemas de fondo, especialmente en la Eurozona. Las medidas procíclicas de consolidación presupuestaria que están implementándose en Europa y que se acentuarán durante el año seguirán afectando el crecimiento, que ya es débil y frágil. Por otra parte, los porcentajes de sorpresas sobre los datos macroeconómicos publicados recientemente han alcanzado máximos históricos, en particular en Estados Unidos, y lógicamente deberían ser cada vez menos favorables a los mercados de renta variable en los próximos meses.

Los bancos centrales cada vez más activos...

Pese a las positivas curvas de tipos y a los débiles tipos reales, las condiciones financieras siguen tensas debido a una fuerte aversión al riesgo. En consecuencia, las políticas monetarias de los grandes bancos centrales seguirán siendo muy acomodaticias. Por el momento, el BCE, si bien no procede a una flexibilización cuantitativa *stricto sensu* (veto de Alemania y de los partidarios de una estricta ortodoxia monetaria en la Eurozona), si que intenta inyectar liquidez en la economía a través del sistema bancario. Su apuesta consiste en entregar a los bancos una liquidez a un tipo muy bajo y de manera ilimitada, con el objetivo de que éstos puedan comprar deuda soberana y prestar a las empresas y a los hogares. Por el momento, los resultados son mediocres, pero el proceso aún es muy reciente. Los imperativos reglamentarios que incitan a los bancos a reducir su balance y sus compromisos arriesgados constituyen un freno considerable para el éxito de esta operación, aunque es cierto que al menos permite paliar los problemas de liquidez (financiación a corto plazo) a los que se deben enfrentar actualmente los bancos.

Revisiones de beneficios menos negativas, pero la tendencia a largo plazo aún no se invierte

Comienza la temporada de publicación de los beneficios del 4º trimestre. Tras numerosas advertencias de parte de las empresas, las expectativas se sitúan a niveles relativamente poco altos, lo que limita bastante el riesgo de decepciones para este trimestre. A más largo plazo, las anticipaciones consensuales de crecimiento de los beneficios siguen pareciéndonos optimistas. En efecto, si bien los analistas anticipan una ralentización pronunciada del crecimiento de las ventas, al mismo tiempo apuestan por el aumento de los márgenes a partir de los altos niveles actuales. Un potencial de ajuste suplementario a la bajada de las anticipaciones de beneficios afecta y debería seguir afectando la progresión de los mercados. La curva del saldo de revisione de beneficios sobre seis meses es ligeramente negativa a nivel mundial, incluso si mejora. Si este indicador volviera a subir, constituiría una señal muy favorable para los mercados. Aún no nos encontramos en este nivel pero estamos muy atentos a su evolución.

MSCI WORLD: saldo (*breadth*) de las revisiones de beneficios



Fuente: Datastream, BNPP AM

Crecimientos de los beneficios esperados por el consenso de analistas: ralentización de las ventas, aumento de los márgenes

MSCI WORLD	2011e	2012e	2013e
EPS growth expectations	9.7%	10.7%	11.9%
Sales growth expectations	7.6%	3.5%	4.2%
Net margin level (EPS/sales)	7.7%	8.2%	8.8%

Source : Datastream, I/B/E/S, BNPP AM



MERCADOS DESARROLLADOS

Aún es demasiado pronto para focalizarse en las valoraciones

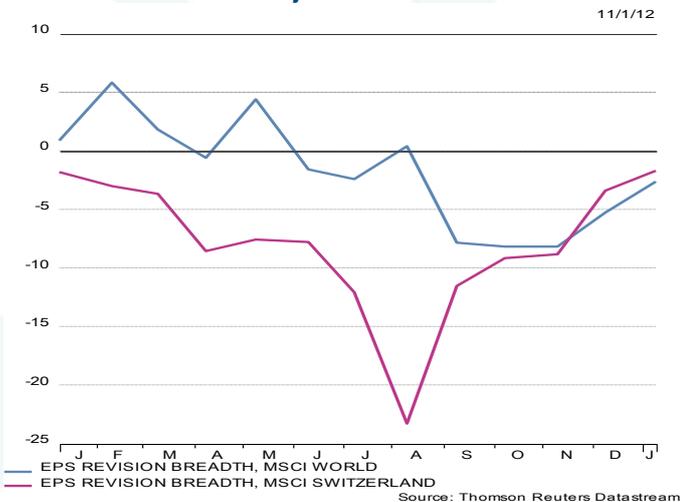
Por otra parte, seguimos pensando que aún es demasiado pronto para utilizar criterios de valoración como señal de compra. En efecto, los riesgos que siguen afectando a las revisiones de beneficios relativizan el aparente atractivo de los PER prospectivos. Además, las tensiones estructurales sobre la economía y la falta de visibilidad limitan el potencial de expansión de los múltiplos de valoración. El único indicador de valoración claramente favorable para la renta variable es el de la comparación con la renta fija empresarial o estatal.

En términos técnicos, los indicadores de tendencia a largo plazo de los mercados se han recuperado bastante conforme al repunte de las bolsas, pero aún no entregan un mensaje de compra formal. Además, los indicadores de opinión han mejorado notablemente en estas últimas semanas y por lo tanto ya no constituyen, de manera contrapuesta, un apoyo para los mercados.

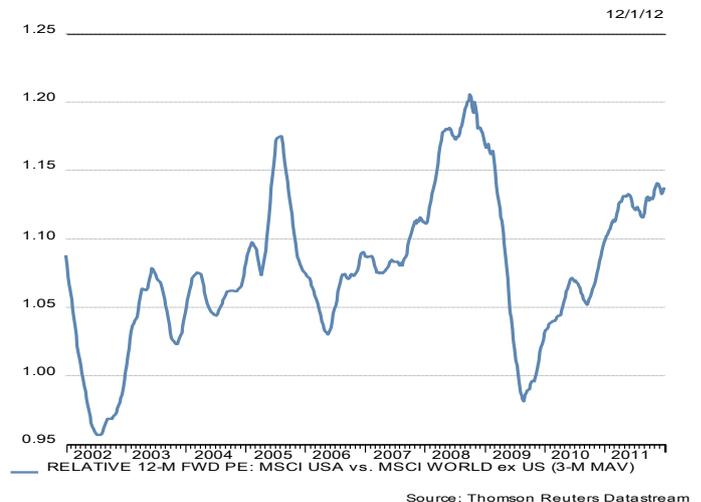
Reducimos la exposición a la renta variable japonesa a neutra

Dentro de nuestras apuestas geográficas, reducimos nuestra exposición a la renta variable **japonesa** a neutra. Pese a niveles de valoración particularmente atractivos, tanto en términos relativos como absolutos este mercado se ha visto perjudicado por la persistencia de la firmeza del yen y por una reactivación económica más débil de la esperada tras el drama de Fukushima. Tras meses de alta rentabilidad, reducimos asimismo nuestra exposición a la renta variable **estadounidense** a neutra. Si bien ésta última debería seguir beneficiándose de una política monetaria y fiscal particularmente favorable en términos relativos, así como de una alta aversión al riesgo, hay ciertos factores de apoyo que se reducen. Las revisiones de beneficios se degradan en términos relativos, y esta tendencia podría persistir con la apreciación del dólar y con las anticipaciones de crecimiento de los beneficios, especialmente de los márgenes, que en nuestra opinión aún son demasiado optimistas. Además, las valoraciones comienzan a ser ligeramente altas. Al contrario, aumentamos nuestra exposición a la renta variable **australiana** adoptando una posición neutra. La actual flexibilización monetaria, aunque es limitada, ejerce un apoyo benéfico para el sector financiero, que representa cerca de la mitad de este mercado, lo que se traduce en una mejora del ritmo de revisiones de beneficios para el conjunto del mercado. Esto contrarresta una exposición importante al crecimiento chino y a la cotización de las materias primas. Seguimos privilegiando el mercado **helvético** por sus virtudes defensivas y un momentum de revisiones favorable gracias al reciente debilitamiento del franco; estos elementos se traducen en unas valoraciones altas. Asimismo, conservamos una sobreponderación sobre la renta variable **británica**, pese a una valoración que ahora es menos favorable. La persistencia de una política monetaria particularmente acomodaticia en un contexto de ralentización rápida de la inflación en 2012 constituirá un apoyo importante para este mercado. Por el momento nos mantenemos prudentes sobre los mercados de la **Eurozona**, a pesar de su nivel de valoración y de la bajada del euro, especialmente a causa del denso calendario de emisiones de renta fija estatal y privada a corto plazo. Finalmente, mantenemos la infraexposición a la renta variable **canadiense**, pues sigue siendo cara y muy dependiente de las cotizaciones de las materias primas.

Mercado suizo: fuerte mejora de las revisiones de beneficios



Mercado estadounidense: valoración relativa cada vez más tensa





MERCADOS EMERGENTES

Bajada de los tipos, subida de las bolsas

Inflexión positiva de los indicadores adelantados para las bolsas emergentes

El nivel de valoración de los mercados emergentes (PBV, PER) se acerca a sus mínimos históricos, similar a aquellos de las crisis precedentes de 2003 y 2009. Tras una fuerte caída, la tendencia de las revisiones de los beneficios parece estabilizarse, corroborando los signos de inflexión de los indicadores adelantados, que se expresan en progresión semestral y anualizada. Asimismo, se encuentra en línea con las perspectivas de estabilización de la actividad económica en el 2º trimestre en los países emergentes, tras un largo periodo de desaceleración, incluso si el consumo doméstico es moderado.

La observación histórica muestra que, en los niveles actuales de los mercados, hay grandes probabilidades de que la renta variable emergente tenga una rentabilidad positiva en los 12 próximos meses. La baja rentabilidad de los emergentes respecto a los desarrollados (-10% en 2011) se explica por la aversión al riesgo y por un ciclo monetario globalmente restrictivo en los países emergentes. El fenómeno se ha amplificado por el papel preponderante de los fondos pasivos (los dos mayores ETF renta variable emergentes representan por sí solos 80.000 millones de dólares), limitando fuertemente el poder discriminante de los mercados por los fundamentales.

La vuelta del apetito por el riesgo y la bajada de los tipos sostienen la expansión de los múltiplos

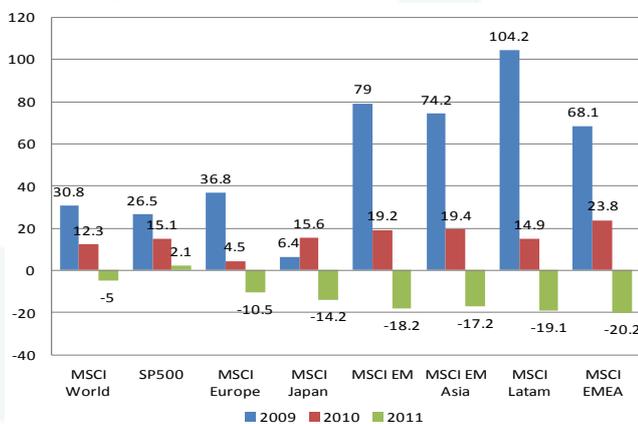
Pero el apetito por el riesgo parece volver, mientras que el retroceso de la inflación permite que los bancos centrales abandonen progresivamente su política contractiva, liberando la presión sobre la reducción de los múltiplos de valoración. Este fenómeno explica la caída del PER del mercado chino desde noviembre de 2009 y su estabilización desde la aparición de las señales de flexibilización monetaria durante los dos últimos meses. En los próximos meses, la combinación de los estímulos fiscales y monetarios y el aumento de los préstamos bancarios deberían sostener la expansión de los múltiplos del mercado chino.

A corto plazo, la ausencia de visibilidad sigue afectando a las bolsas emergentes, que probablemente evolucionarán en simpatía con los mercados desarrollados, a pesar de que los fundamentales económicos son mejores. En este contexto, preferimos las bolsas con sólidos fundamentales domésticos y poco expuestas al ciclo mundial. Seguimos evitando los mercados que padecen desequilibrios como Turquía o la India, pero adoptamos una posición más constructiva considerando la baja rentabilidad de estas dos bolsas en el curso de los últimos meses.

China: flexibilizaciones monetaria y fiscal favorables para las bolsas

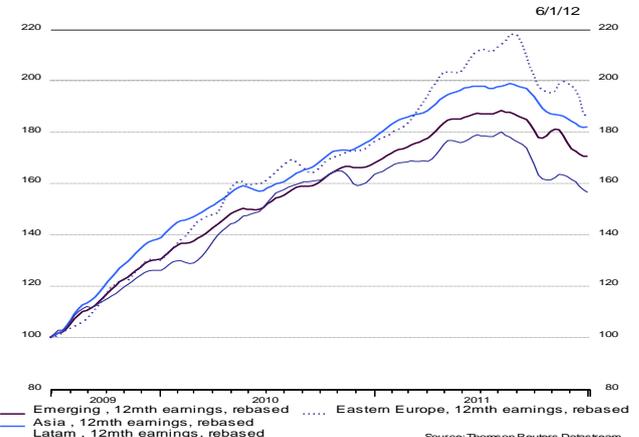
Mantenemos la sobreponderación sobre **China**. El ciclo económico sigue desacelerándose, frenado por la demanda externa y la bajada de las inversiones en la infraestructura y en la construcción. La corrección del precio del inmobiliario no sólo afectará la confianza de los consumidores sino también el estado financiero de muchos gobiernos locales. Pero las perspectivas mejoran; los agregados monetarios se encuentran nuevamente en alza, el PMI ha vuelto a la expansión, la inflación disminuye y las autoridades procuran lograr un crecimiento moderado pero estable. Se implementarán tanto reducciones de los tipos RRR, como aumentos de los préstamos y otros planes fiscales. En este contexto, los múltiplos de valoración, que se encuentran a niveles muy deprimidos de 9x, deberían bajar y reforzar la orientación alcista de los índices.

Diferentes fundamentales, mismas rentabilidades (USD, %)



Fuente: Bloomberg, BNPP AM

Revisiones de beneficios: signos esperanzadores en Asia



Fuente: Datastream, BNPP AM

MERCADOS EMERGENTES



Sesgo positivo para los mercados domésticos y negativo para los mercados cíclicos

Brasil: la flexibilidad monetaria y fiscal y el retroceso de la inflación deberían sostener el mercado

Aumentamos nuestra sobreponderación sobre **Brasil**. La inflación y los precios a la producción siguen bajando. Las perspectivas de empleo y la balanza comercial están positivamente orientadas y deberían beneficiarse plenamente de la flexibilización de la política monetaria así como de las medidas fiscales. El nivel de los múltiplos de valoración es comparable al de la crisis de 2008 pero las expectativas de crecimiento de los beneficios son modestas. La flexibilización monetaria y la estabilización de la economía son factores particularmente favorables para el índice Bovespa.

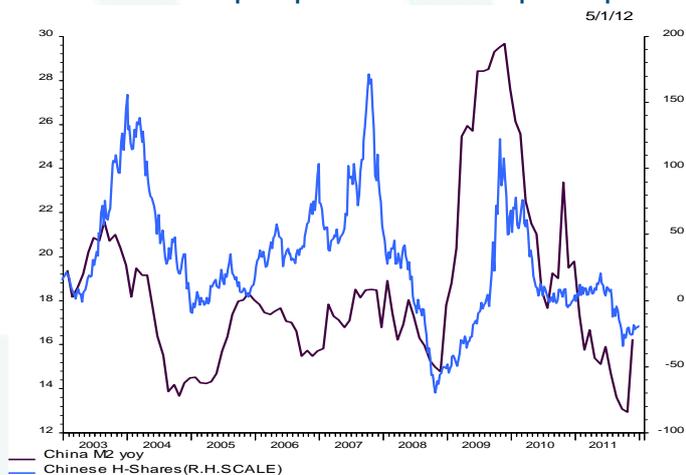
Reducimos nuestro sesgo positivo sobre **Rusia** que hasta ahora se había visto respaldada por los precios del petróleo y ofrecía una protección contra una eventual crisis geopolítica en Oriente Medio. La valoración de la renta variable rusa se encuentra en mínimos históricos, justificada en parte por la prima política antes de las elecciones. El riesgo estaría en que se adoptara de nuevo una orientación más populista, que aumentara aún más el presupuesto y afectara los ingresos generados por la energía.

El mes pasado redujimos nuestra posición sobre **Corea del Sur** a neutra, debido a la debilidad de las exportaciones. Corea forma parte de las pocas economías que presentan un deterioro del PMI, explicado por la escasez de pedidos. Sin embargo, las autoridades pretenden lanzar un plan fiscal en los próximos meses, mientras que el Banco Central podría iniciar la flexibilización monetaria para estimular el crecimiento, a pesar de que la tasa de inflación se mantiene alta. Reducimos el sesgo negativo sobre **Taiwán**. El mercado es una fuente de liquidez para los gerentes en caso de fuerte aversión al riesgo o de volatilidad. Pero la reelección del presidente saliente Ma Ying-jeou, del partido KMT, favorable al acercamiento con China, debería acabar con muchas incertidumbres y atraer a los inversores. Finalmente, la bolsa de Taiwán es un buen proxy del Nasdaq, y debería mantenerse bien orientada en la hipótesis de una recuperación económica estadounidense y del sector de la tecnología.

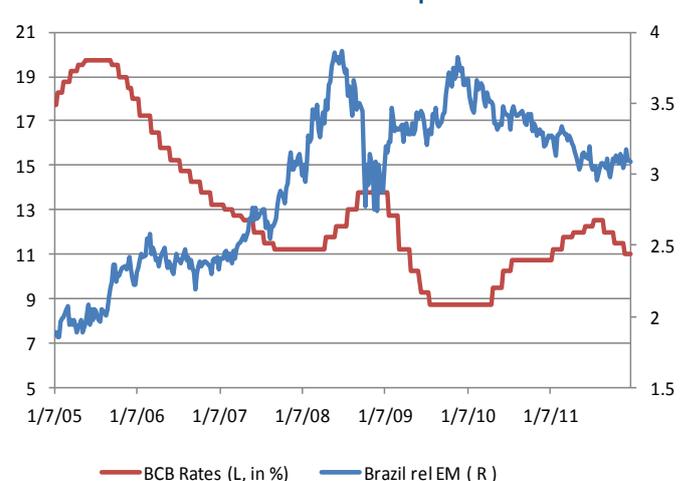
Prudencia en los mercados indio y turco debido a los altos déficits

Nos mantenemos prudentes sobre la **India** a pesar de que el índice Sensex perdió un 37% en 2011 en USD, llevando la valoración a un nivel aceptable de 12 veces los beneficios, y que las revisiones de beneficios se han estabilizado. Pero la depreciación de la rupia, la inflación siempre alta, los déficits presupuestarios y de la balanza comercial son riesgos importantes. Más aún cuando el sistema político parece paralizado, retrasando las reformas necesarias para la economía. El sesgo sobre **Turquía** sigue siendo negativo. La inflación está orientada al alza, llevada por los efectos de las recientes subidas de impuestos y por el precio de los bienes alimentarios, y debería complicar la actual política de bajada de tipos de interés. Esto, combinado con un déficit de la balanza de cuenta corriente que asciende al 10% del PIB, y que está financiado en un 60% por los bancos europeos, debería ejercer más presión sobre la divisa.

China: un mercado principalmente estimulado por la liquidez



Brasil: correlación inversa con la política monetaria





ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

MATERIAS PRIMAS

Mantenemos nuestra preferencia por el oro

Las tensiones geopolíticas ocultan fundamentales menos favorables para el petróleo

El aumento de las tensiones entre Irán y Estados Unidos, y en particular las inquietudes relativas al riesgo de bloqueo del estrecho de Ormuz, así como los disturbios en Nigeria, provocaron que las cotizaciones del **bruto** se mantuvieran a niveles altos (el barril de Brent por encima de 110 \$). Sin embargo, al contrario de la primavera pasada, el contexto geopolítico tenso no va acompañado de una tensión de los fundamentales petroleros. En efecto, los dos componentes de la demanda petrolera americana, la demanda de combustible y la de destilados medios (tipo fuel y diesel), retroceden respecto a los niveles del año pasado. Aunque las temperaturas invernales más suaves han afectado, desde hace algunos meses la demanda petrolera de las economías desarrolladas tiende a ralentizarse. Por otra parte, la producción de bruto se mantiene sostenida con un nuevo récord de 3 años para la producción de la OPEP en diciembre. Así, a menos que haya una aceleración del crecimiento mundial o un acontecimiento geopolítico importante, los inventarios de productos petroleros deberían aumentar en los próximos meses. Preferimos **mantener nuestra neutralidad sobre el petróleo**.

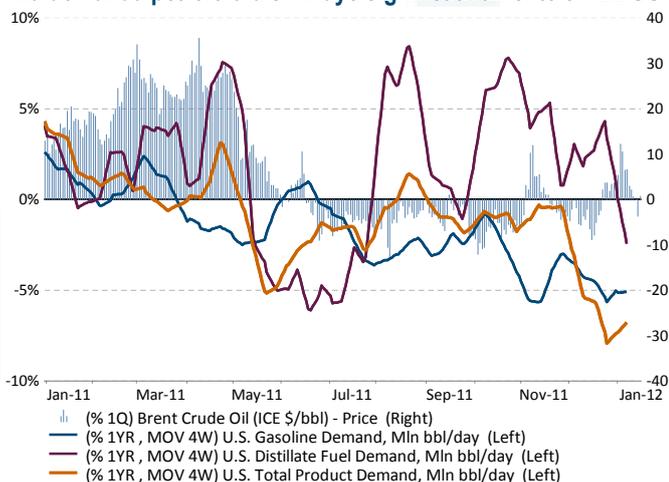
Los mercados de los **metales básicos** experimentaron una pausa en estas últimas semanas con la publicación de índices de actividad manufacturera tranquilizadores en Estados Unidos y China. Por otra parte, las importaciones chinas de metales siguen siendo sólidas, especialmente el cobre. Sin embargo, las inquietudes sobre el crecimiento mundial durante los próximos meses siguen afectando las cotizaciones, tal y como lo demuestra la diferencia relativa de las cotizaciones del cobre respecto a los índices de renta variable. Ahora bien, si las valoraciones relativas pueden parecer interesantes, nuestro escenario económico prudente nos hace **mantenemos neutros sobre los metales básicos**.

El apetito de los inversores por el oro debería mantenerse en 2012

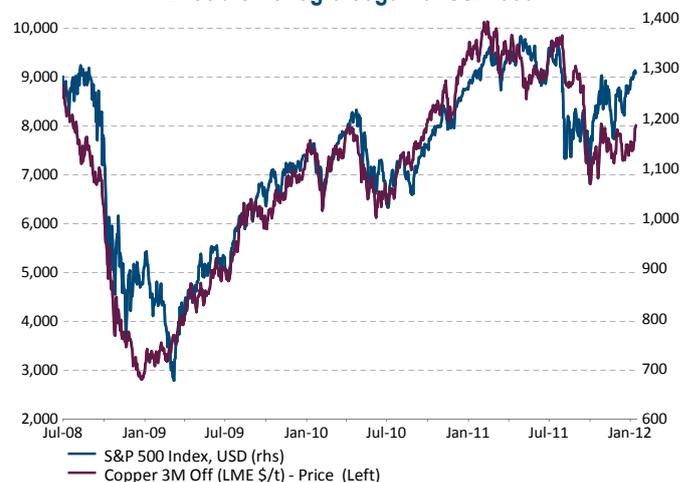
Las cotizaciones del **oro** bajaron significativamente en diciembre, perdiendo hasta 200 \$ por onza (de 1.750 \$ a 1.550 \$), antes de recuperarse a principios de año. La fuerza del dólar así como la debilidad de la demanda física, especialmente india, afectaron al metal, pero pensamos que los reequilibrios de finales de año de los índices de las materias primas y de las carteras de los inversores también han tenido un impacto importante, haciendo que el oro sea vulnerable a una corrección. En la medida en que estimamos que el apetito de los inversores por el metal debería mantenerse fuerte en los próximos trimestres, **nos mantenemos positivos sobre el oro**.

Los mercados de **cereales** se recuperaron en diciembre pero por poco tiempo, pues la publicación por parte del departamento estadounidense de la agricultura del informe mensual sobre la oferta y la demanda provocó una nueva caída de las cotizaciones. En efecto, este informe indicó una producción mundial de cereales en alza y unas exportaciones estadounidenses revisadas a la baja. Tras la reciente corrección, los riesgos nos parecen equilibrados. **Nuestra posición sobre los cereales es neutra**.

La demanda petrolera disminuye significativamente en EE.UU.



El cobre no logra seguir al S&P 500





CONTACTOS & ADVERTENCIA

Los gráficos presentados en este documento han sido actualizados en enero de 2012, salvo indicación contraria. BNPP IP es la fuente a 17 de enero de 2012 de los datos cifrados descritos en esta carta, excepto en caso de indicación específica.

Equipo Estrategia:

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

Guillaume Hollier-Larousse

Dong-Sinh Ngo

Dominique Schulthess

Investment Specialist:

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.

