



Estrategia de inversión

12 de diciembre 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
CONTACTOS & ADVERTENCIA	15

2012: algunas razones para esperar

Los finales de año se prestan a las retrospectivas y a las previsiones para el año siguiente. 2011 quedará como un año particularmente difícil, marcado por el agravamiento financiero y económico de la crisis en la Eurozona, los cambios políticos en Oriente Medio y en África del Norte, la catástrofe de Fukushima y la confirmación del estancamiento de la recuperación estadounidense. En semejante contexto y en la fecha en que escribimos, las rentabilidades de los mercados no son tan malas como se hubiese podido temer. Es cierto que los índices de la Eurozona y de muchos países emergentes han perdido cerca del 20% y el crédito se ha visto amenazado, sin embargo la bolsa americana, las materias primas y la media de la deuda soberana se han mantenido relativamente estables. Es probable que las valoraciones bajas (renta variable) y el respaldo de las políticas monetarias, que se mantienen muy expansionistas, hayan actuado como amortiguadores.

Creemos que 2012 no va a mejorar en exceso en comparación con los últimos meses de 2011, y mantenemos recomendaciones de asignación muy prudentes, como en los meses anteriores. Pero, a pesar de que los riesgos bajistas siguen presentes (y son considerables), la cercanía de las fiestas de fin de año incita a un poco de « *wishful thinking* » y a preguntarse cuáles son los riesgos alcistas para el año próximo, que están presentes a pesar del mercado pesimista:

1. La atenuación de la crisis en la Eurozona sería sin duda el principal de ellos. Incluso si no es una solución suficiente a largo plazo, la implicación del BCE en un mayor programa de recompra de activos (ya sea directo en forma de « *Quantitative Easing* », ya sea indirecto financiando otra estructura) podría marcar un giro en algún momento del año. Esta hipótesis nos parece muy posible, a pesar de que no la prevemos para el primer trimestre de 2012. Una bajada más pronunciada del euro también podría dinamizar las exportaciones de la zona y limitar la recesión que se perfila.

2. La aceleración del crecimiento americano tampoco es muy probable, pero técnicamente no sería imposible. Es cierto que la inversión de las empresas es baja, los inventarios son escasos, y la construcción residencial sigue estancada, sin embargo todos estos segmentos de actividad podrían repuntar y entregar una señal más favorable sobre el crecimiento.

3. Los países emergentes deberían resistir mejor, económicamente, que los países desarrollados, a pesar de la ralentización que les afecta en este momento. Es probable que en 2012 los mercados los consideren locomotoras capaces de mantener duraderamente el crecimiento mundial en territorio positivo. También allí existen riesgos bajistas, pero el peso creciente de los emergentes y la dinámica económica que los caracteriza van a contribuir al crecimiento mundial.

En consecuencia, mantenemos una posición que nos permitirá enfrentar estas difíciles condiciones, y esperando que la situación mejore, les deseamos a ustedes unas muy felices fiestas de fin de año.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Recomendaciones negativas sobre la renta variable de países desarrollados y neutras sobre la renta variable de países emergentes, por la cual conservamos una preferencia.
- Posición casi neutra sobre los bonos gobierno y el crédito. Esperamos una oportunidad para volver sobre la deuda emergente en divisa local.

Mercado de renta variable de países desarrollados

- Preconizamos una sobreexposición relativa, principalmente a Japón y Reino Unido (con una cobertura sobre el cambio).
- 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 la preferencia por China, y en menor medida por Rusia.
- Neutralidad sobre India, Brasil, Corea y África del Sur.
- Infraponderación de Turquía y Taiwán.

Síntesis de nuestras recomendaciones

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

December 2011

MULTI-ASSET CLASS ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.10	-0.6%	-0.6%
Emerging Equities	0.07	0.5%	0.2%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.03	1.3%	2.5%
Investment Grade	-0.01	-0.1%	-0.9%
High Yield	0.00	0.2%	-1.2%
Emerging Debt	0.04	0.2%	0.4%
Emerging Debt Local	0.05	0.3%	0.5%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.1%
Base Metals	0.04	0.2%	0.4%
Gold	0.43	2.3%	2.3%
Agricultural	0.05	0.5%	-0.2%
Cash Euro		-4.5%	-3.3%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.03%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	0.9%	0.2%
Canada	-0.05	-3.2%	-2.0%
Euroland	-0.04	-2.1%	-2.8%
Japan	0.05	1.3%	1.8%
UK	0.08	4.8%	4.0%
Switzerland	0.02	0.6%	1.6%
Australia	-0.05	-2.3%	-2.8%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.13	-13.0%	-16.0%
Euroland	0.00	1.8%	8.3%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.13	11.2%	7.6%
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	0.02	0.2%	-0.5%
China	0.27	1.7%	1.8%
India	-0.01	-0.1%	0.4%
South-Korea	0.00	-0.1%	0.0%
Taiwan	-0.26	-1.8%	-1.7%
Russia	0.23	1.0%	1.1%
South Africa	0.02	0.3%	-0.1%
Turkey	-0.27	-1.2%	-1.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

PUNTO DE VISTA

Se confirma la mejora de las cifras estadounidenses pero el crecimiento seguirá siendo modesto

El fin de año debería ser bastante dinámico

Según las primeras indicaciones, las ventas de fin de año son dinámicas: se han alcanzado récords en las tiendas y en Internet durante la primera semana de este periodo (que comienza al día siguiente del día de Acción de Gracias), aunque es cierto que los comerciantes están concediendo rebajas importantes. Si se confirma la tendencia dada por los indicadores, el crecimiento del PIB debería acelerarse en el 4º trimestre. Sin embargo, pese a los avances recientes (1,7 millón de empleos creados desde enero), el mercado laboral sigue degradado y el consumo debería aumentar del 2% al 2,5%, en línea con la baja progresión salarial previsible en 2012. La inversión productiva debería mantenerse sólida en los próximos trimestres pero el crecimiento sigue requiriendo el apoyo de la política económica.

Incertidumbres presupuestarias

Antes de la fecha límite del 23 de noviembre, el « Super Comité » - la comisión bipartita de doce miembros del Congreso encargada de encontrar un compromiso para reducir la deuda en 1,2 billones en diez años - reconoció su fracaso. Como consecuencia, deberían implementarse reducciones automáticas de gastos (en particular de defensa), pero no antes de 2013. Este elemento es muy importante: el programa de control de la deuda y del déficit (*Budget Control Act*), que fue aprobado después de las discusiones de este verano sobre el aumento del tope de la deuda, tendrá un impacto mínimo sobre la política presupuestaria a corto plazo. En cambio, el fracaso del Super Comité puede comprometer la adopción del plan de apoyo al empleo presentado por el Presidente Obama a principios de septiembre. Tal y como ya lo hemos indicado, no pensábamos que este plan fuera votado íntegramente (447.000 millones de dólares, es decir el 3% del PIB). Al contrario, parece poco probable que la mayoría republicana de la Cámara de Representantes se niegue a renovar la bajada de las tasas de cotización social a cargo del empleado y la extensión de las asignaciones de paro de larga duración. Ambas medidas representan 180.000 millones de dólares y su desaparición amputaría el crecimiento del año próximo en más de un punto. Dado que el PIB sólo debería crecer alrededor del 2%, esta decisión podría provocar una nueva recesión en Estados Unidos en pleno año electoral. El riesgo político nos parece demasiado importante para un partido que ya tiene dificultades para encontrar a un candidato convincente frente a Obama y que, según los sondeos, es considerado en gran parte como responsable del bloqueo del proceso presupuestario. De cualquier modo, los debates en torno a las finanzas públicas pueden pesar sobre la confianza de los agentes económicos.

La FED siempre presente

La reunión del FOMC celebrada en noviembre confirma que el escenario prudente sobre la actividad predominaba en el seno de la FED y que varios miembros estaban a favor de una nueva flexibilización inmediata. Ben Bernanke, por su parte, es partidario de reforzar la comunicación en torno a las decisiones de política monetaria con objeto de dirigir las anticipaciones. Dado que los datos económicos publicados a lo largo del mes reflejan la resistencia del crecimiento, y sin duda su aceleración respecto al ritmo del 2% registrado en el 3º trimestre, es importante que la FED presente un escenario estable y creíble, a través del anuncio de objetivos cifrados en materia de crecimiento y de empleo, tal y como se discutió en el FOMC. En 2012, las reuniones más importantes serán aquellas que se celebren en dos días (enero, abril, junio y octubre) porque estarán seguidas de una conferencia de prensa en la que el Presidente de la FED podría explicar si va a pasar a una nueva fase de flexibilización cuantitativa. Después de los cambios de finales de año, los diez miembros del FOMC que votarán en 2012 deberían ser, en su mayoría, favorables a esta decisión.

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	1.8	2.0	1.7	[1.7]	2.1	3.3	1.1	[1.9]	1.6	3.2	3.3	3.1	[3.1]	2.1	3.5	1.5	[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	2.7	[2.8]	2.0	2.6	1.6	[1.9]	
Eurozone	1.8	1.6	1.7	1.5	[1.6]	0.4	1.1	-0.8	[0.6]	1.6	2.7	2.8	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]	
UK	1.8	1.0	1.5	0.7	[1.0]	1.1	2.3	-0.4	[1.5]	3.3	4.5	4.6	1.2	[4.4]	2.8	3.6	2.2	[2.7]	
Switzerland	2.7	1.8	2.3	0.7	[2.0]	0.7	1.5	-0.4	[1.1]	0.7	0.4	0.5	0.2	[0.4]	0.1	0.7	-0.5	[0.4]	
Japan	4.1	-0.4	0.2	-1.1	[-0.5]	2.1	3.8	0.5	[2.2]	-0.7	-0.3	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.7	-0.8	[-0.2]	
Australia	2.7	1.6	2.2	1.2	[1.7]	3.5	4.6	2.7	[3.5]	2.8	3.4	3.6	3.3	[3.4]	2.9	3.7	2.3	[2.9]	

Source: Consensus Forecasts as of 14/11/2011



ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Pesimismo para la coyuntura europea

La actividad ya ha empezado a contraerse

En el 3^{er} trimestre, el crecimiento del PIB fue del 0,2% para el conjunto de la Eurozona (igual que en el 2^o), lo que representa un 1,6% de crecimiento para los tres primeros trimestres de 2011. Hay grandes disparidades entre los países: progresión del 0,5% y del 0,4% respectivamente en Alemania y Francia, estancamiento en España e Italia, contracción en Portugal y en los Países-Bajos. Los componentes del PIB muestran la debilidad de la demanda interna, en particular la inversión, mientras que las perspectivas en la industria muestran una clara inflexión de los pedidos, tanto domésticos como en la exportación. Las encuestas de actividad han seguido degradándose, dejando prever una contracción del PIB del 0,5% para finales de año y probablemente principios del próximo. La recesión parece cada vez más probable y las últimas previsiones de los servicios del BCE han sido revisadas a la baja: el intervalo de las expectativas va de un -0,4% a un 1% para 2012 (tras un crecimiento incluido entre 1,5% y 1,7% en 2011).

Mario Draghi avanza pero decepciona un poco

Tras la reunión del Consejo de Gobernadores del 8 de diciembre, Mario Draghi anunció la bajada del índice de refinanciación (al 1%), unas nuevas medidas de refinanciación de los bancos con la introducción de un LTRO a 3 años y la flexibilización de los criterios aplicados a los títulos en recompra, incluso por los bancos centrales nacionales. El coeficiente de caja obligatorio también ha sido rebajado (del 2% al 1%) para liberar colateral y sostener la actividad en el mercado monetario. En cambio, tal y como era previsible en base a las declaraciones de estos últimos días, el BCE no planea aumentar sus compras de deuda pública, y recordó que los gobiernos deben hacer esfuerzos en esta materia. Mario Draghi insistió en que la monetización de los déficits era contraria al espíritu de los tratados, y recordó que el SMP (*Securities Market Programme por sus siglas en inglés*) que totaliza 207.000 millones de euros al 2 de diciembre, tenía como meta garantizar la adecuada transmisión de la política monetaria.

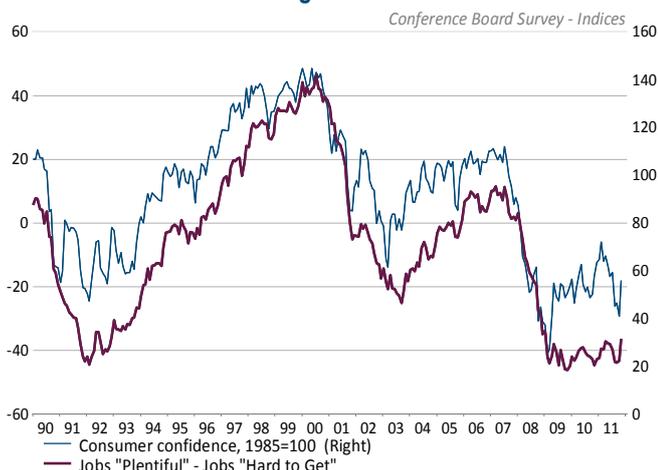
Cada vez más liquidez para el sistema bancario

El BCE procura asegurar liquidez a los bancos europeos mientras que sus necesidades de recapitalización han sido revisadas al alza por la Autoridad Bancaria Europea, que estima en cerca de 115.000 millones de euros las necesidades en fondos propios de aquí a junio de 2012. El 30 de noviembre, seis bancos centrales (FED, Banco de Inglaterra, Banco de Canadá, BCE, Banco de Japón y Banco Nacional Suizo) anunciaron medidas destinadas a incrementar las capacidades de entrega de liquidez al sistema financiero mundial, para así atenuar las tensiones y facilitar la distribución de crédito a los hogares y a las empresas: bajada de 50 pb de la tasa de los acuerdos de *swaps* destinados al aprovisionamiento en USD e implementación de acuerdos de *swaps* sobre las otras divisas incluso si, por el momento, la necesidad de liquidez sólo se observa sobre el dólar. La cooperación internacional sobre el tema ha sido percibida como un elemento positivo que refleja la implicación de los bancos centrales.

Esperando la próxima cumbre

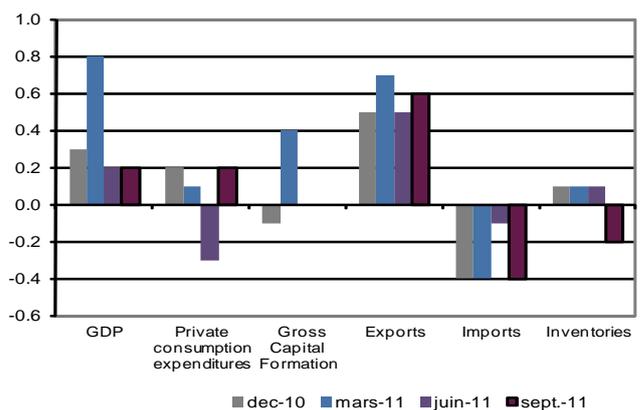
La cumbre europea de los días 8 y 9 de diciembre concluyó con importantes decisiones de reforma institucional, en particular, la implementación de mayores medios de control sobre la gestión presupuestaria por cada uno de los Estados miembros. No obstante, siguen faltando las respuestas concretas a los problemas de liquidez que experimentan varios países y las precisiones sobre nuevas modalidades de funcionamiento del Fondo Europeo de Estabilización Financiera. Es muy probable que haya nuevas cumbres en los próximos meses, a la vez que se multiplicarán los signos de ralentización del crecimiento en la Eurozona, y con ellos, los riesgos de que los objetivos de reducción de los déficits no sean respetados.

Estados Unidos: la confianza de los hogares aumenta tímidamente



Eurozona: hacia la recesión tras un crecimiento modesto

Eurozone: Contributions to QoQ GDP growth (in pp)



Source: Eurostat, BNPP AM



ECONOMÍAS EMERGENTES

Rápido deterioro del momentum

Ritmo de crecimiento menos rápido, flexibilización monetaria

El ritmo de crecimiento de las economías emergentes se ha desacelerado fuertemente en estos últimos meses, especialmente en las economías cíclicas y en las grandes economías como la India o Brasil. Globalmente, la tasa de crecimiento de la producción industrial se ha estabilizado en niveles muy bajos, e incluso para ciertos países como Taiwán se encuentra en contracción en ritmo secuencial

A corto plazo, las perspectivas van a deteriorarse. Los últimos sondeos PMI muestran una contracción de los nuevos pedidos, mientras que los inventarios se acumulan a un ritmo superior. Los indicadores adelantados de las economías emergentes están mal orientados, reflejando la debilidad de las economías desarrolladas, pero sobre todo a causa de las políticas monetarias contractivas. En términos generales, el crecimiento económico debería estabilizarse en torno al 5,5% en 2011 (frente a un 7% en 2010).

Mejores perspectivas para Asia y América Latina, en comparación con Europa del Este

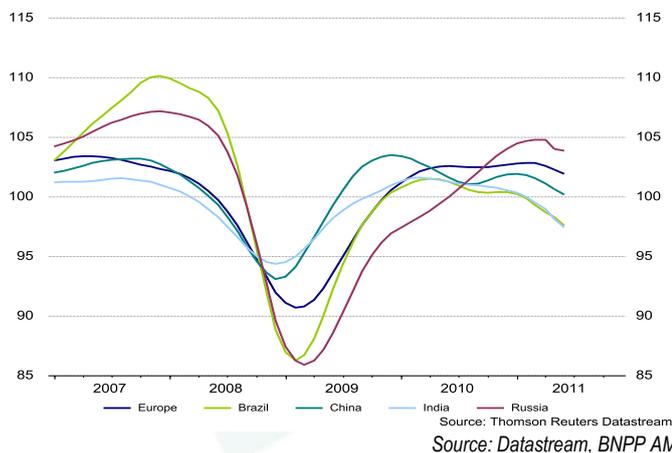
La región Asia resiste relativamente bien, mientras que América Latina y Europa del Este presentan una ralentización más marcada del ciclo económico. Sin embargo, los riesgos aumentan de forma rápida: la economía china se ha visto afectada por un aterrizaje brusco pero también por la transición de los dirigentes, la India debe enfrentarse a un fuerte deterioro de su divisa y de los déficits, lo cual deja pocas alternativas al gobierno, mientras que el riesgo político aumenta en Rusia.

Las autoridades **chinas** han logrado volcar la tendencia del sector inmobiliario, y el precio y el volumen están bajando en la mayoría de las grandes ciudades. Las inversiones contribuyen en más del 50% al crecimiento del PIB, principalmente a través de las infraestructuras y del mercado inmobiliario. Por consiguiente, si el mercado inmobiliario cayese, esto tendría efectos cíclicos y estructurales catastróficos, teniendo en cuenta la importancia de este mercado en las finanzas públicas y privadas. La rápida desaceleración de la economía incitó al PBOC a reducir los coeficientes de caja en 50 puntos de base a un 21%, prefigurando el principio del ciclo de flexibilización monetaria. Para 2012, la prioridad será la estabilidad del crecimiento económico en torno al 8%, gracias a la bajada de los coeficientes de caja y a algunos estímulos fiscales.

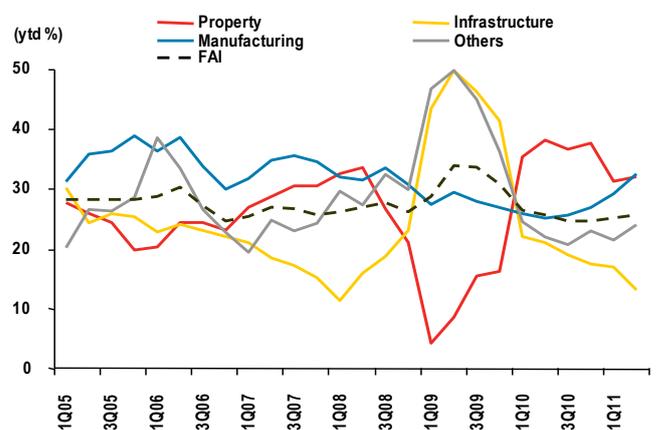
India: ralentización de la actividad, aumento de los déficits y depreciación de la divisa

Las perspectivas para la economía **india** son menos alentadoras: persistencia de la inflación alta, fuerte deterioro de la producción industrial, de la balanza de cuenta corriente y presupuestaria, multitud de escándalos y reformas constantemente postergadas. La fuerte devaluación de la rupia deberá vigilarse de cerca ya que la India es importadora de bienes y capitales. La situación política en **Rusia** también incita a la prudencia. El debilitamiento del gobierno actual podría favorecer un mayor laxismo fiscal o postergar reformas impopulares pero necesarias. Finalmente, la economía **brasileña** debería ralentizarse fuertemente en 2012, con un crecimiento de alrededor del 3% frente a una media del 4,5% desde 2004, por efecto de la coyuntura global y de la demanda privada.

Los indicadores adelantados de la OCDE son más negativos para la India y Brasil



China: Disminuyen las inversiones a causa de las infraestructuras y del sector inmobiliario





MERCADOS DE RENTA FIJA

DEUDA PÚBLICA

El BCE refuerza las medidas para los bancos pero no las compras de bonos gobierno

Desde el punto de vista económico, las cifras parecen estabilizarse en Estados Unidos, reduciendo así los temores de recaída en recesión. Esto sólo nos tranquiliza parcialmente, ya que el país sigue necesitando estímulos monetarios y presupuestarios para alcanzar tasas de crecimiento escasamente positivas. El plan de respaldo del Presidente Obama podrá aumentar la tasa de crecimiento del PIB según el número de proposiciones aprobadas, pero la tendencia subyacente sigue siendo débil.

La FED adopta una comunicación más transparente

Por su parte, la FED va a trabajar sobre sus políticas de comunicación para que sus decisiones de política monetaria sean aún más transparentes y eficaces. Los miembros del FOMC parecen más dispuestos a vincular el nivel de los tipos rectores a niveles objetivos de empleo y de inflación más que de crecimiento, y a publicar más información respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés, tal y como ya se ha hecho al anunciar el mantenimiento de los tipos actuales hasta mediados de 2013. El escenario previsible es el de bajos tipos a corto plazo por largo tiempo, una curva fuertemente direccional y tipos a largo plazo que por el momento se mantienen a niveles bajos.

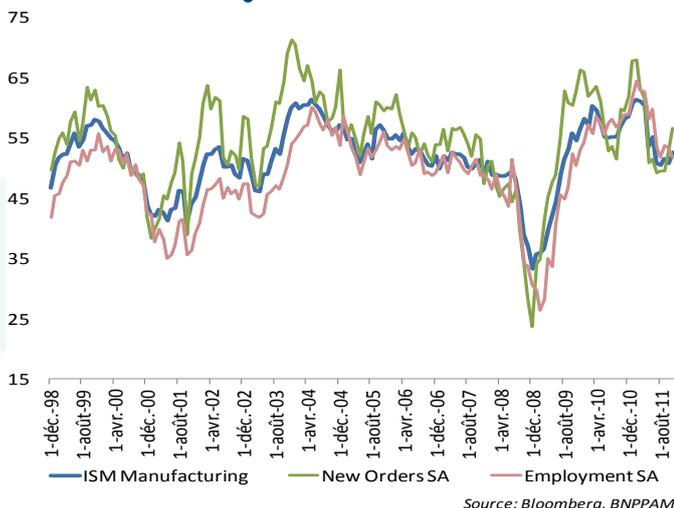
En cuanto a Europa, se han celebrado cumbres importantes que confirman la voluntad común de encontrar soluciones, pero no convencen a los mercados. El nuevo gobierno italiano ha propuesto medidas positivas pero queda mucho camino por recorrer.

El BCE aumenta las medidas de respaldo a los bancos

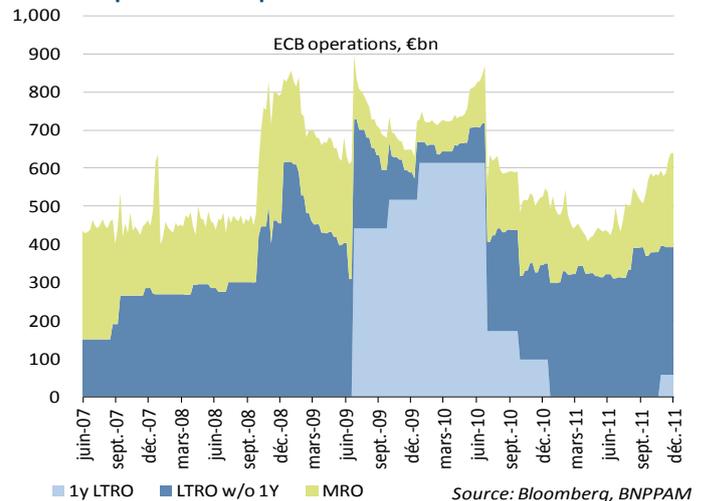
Por su parte, el BCE volvió a bajar su tipo rector en un 0,25% en su última reunión. Se esperaban con expectación las medidas extraordinarias suplementarias que debía tomar el Banco Central. Mario Draghi dio a conocer medidas importantes respecto a la financiación de los bancos, pero también mostró poca flexibilidad en cuanto al programa de compra de títulos soberanos en el mercado secundario (SMP). Sobre el primer punto, era importante que se reforzaran las medidas de liquidez para aportar un poco más de oxígeno a los bancos ya que no logran financiarse en el mercado primario. La introducción de operaciones de refinanciación a 36 meses, la reducción del coeficiente de caja y la ampliación del colateral elegible han superado nuestras expectativas, lo que nos ha sorprendido positivamente. En cambio, en lo referente al SMP, M. Draghi no ha manifestado su intención de aumentar su respaldo a los Estados, ya que esto se opone a las reglas del Tratado, y esto también concierne a toda la financiación del FMI destinada a sostener a los Estados miembros.

Los fundamentales, la política monetaria y la aversión al riesgo abogan a favor de tipos « core » bajos, pero las valoraciones nos parecen caras. Además, esto no tiene en consideración la prima que se debe añadir para remunerar el riesgo país. Si bien esto no parece, por el momento, constituir una preocupación para estas rentabilidades, la mala adjudicación en Alemania observada en noviembre nos incita a vigilar estrechamente este punto.

EE.UU.: ¿Estabilización económica?



El BCE procederá a operaciones de refinanciación a 3 años





CRÉDITO IG Y HY

Persiste la incertidumbre en Europa

No se prevé un aumento de los incumplimientos en EE.UU.

Si bien es cierto que el entorno económico estadounidense debería contribuir a sostener el crédito, incluido el más especulativo, las noticias procedentes de Europa no son tranquilizadoras.

El crecimiento estadounidense parece dirigirse hacia niveles bajos pero positivos, pese a que el respaldo presupuestario, cuyas características son aún inciertas, es necesario ante la debilidad persistente. En principio, este contexto no debería ser desfavorable para el crédito, ya que las valoraciones son atractivas, los fundamentales sanos y la clase de activos es interesante en un entorno de tasas subyacentes muy bajas. En cuanto al crédito más especulativo, por el momento no vemos un aumento importante de los incumplimientos. Los índices SGL, que dan una indicación sobre las dificultades de las empresas para obtener liquidez a través de recursos internos y externos, se mantienen en niveles bajos, haciendo poco probable el aumento de los incumplimientos a corto plazo.

Ahora bien, hoy en día el mercado parece estar más afectado por los acontecimientos en Europa, donde la crisis soberana sigue amenazando. Las proposiciones hechas por los gobiernos durante las reuniones recientes van en buena dirección pero persiste la incertidumbre. El crecimiento europeo experimentará un periodo difícil, dado que los indicadores adelantados dejan presagiar una nueva recesión.

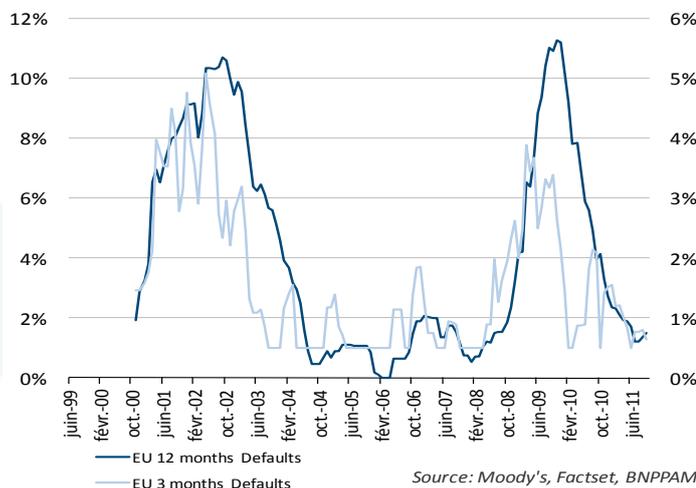
El BCE auxilia a los bancos

A nivel de bancos, las dificultades de los Estados europeos pesan sobre las instituciones financieras que ostentan la deuda pública. La consecuencia es un drenaje del mercado primario que no permite una financiación equilibrada más allá de la liquidez proporcionada por el BCE a corto plazo. Precisamente, el BCE decidió realizar una intervención mayor para colmar las necesidades de liquidez, llegando hasta el punto de ofrecer operaciones a tres años y ampliando el colateral elegible para dichas operaciones. Desde luego, estas medidas son bienvenidas, pero no eliminan la necesidad de emisiones a más largo plazo, mientras el proyecto de garantías adjuntas al nivel europeo no parece, por el momento, llegar a nada concreto, lo que justifica nuestro escepticismo.

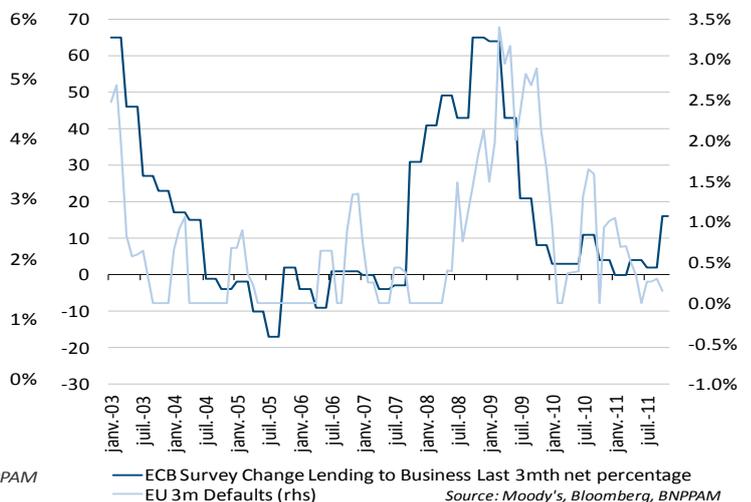
Este último punto es crucial, ya que estamos observando un deterioro de las condiciones de otorgamiento de crédito por parte de los bancos europeos, lo que demuestra que su dificultad de acceso al mercado se convierte en un factor determinante que afecta los créditos a las empresas. Un crédito menos abundante y más caro no es bueno ni para la economía ni para las empresas más dependientes de la financiación bancaria. Los porcentajes de incumplimiento se encuentran a niveles muy bajos, pero la ralentización económica y el deterioro de las condiciones de crédito serían coherentes con una pequeña alza de los mismos, incluso si hay que reconocer que la salud de las empresas es mejor hoy en día que en 2008.

Globalmente, adoptamos un sesgo táctico más bien negativo sobre el crédito, con un enfoque relativo más constructivo para Estados Unidos que para Europa.

Bajos porcentajes de incumplimiento en Europa...



...pero podrían aumentar





DEUDA EMERGENTE

Aumenta la divergencia entre las economías de los países emergentes

Encarecimiento del coste de la protección

Tras un periodo de calma en octubre, los temores de contagio de la crisis de la deuda europea han conducido a un aumento del coste de la protección contra el incumplimiento en los principales países emergentes (CDS soberanos a cinco años). Este aumento, casi generalizado, ha sido más moderado en noviembre que en septiembre y mucho menor que durante la crisis de 2008-2009. Desde finales de noviembre se observa incluso una bajada de los CDS gracias a la adopción de reformas en ciertos países de la Eurozona y a las discusiones sobre el reforzamiento de la disciplina fiscal en el seno de la Unión Europea.

Mantenemos posiciones prudentes sobre la clase de activos debido a la aversión global al riesgo

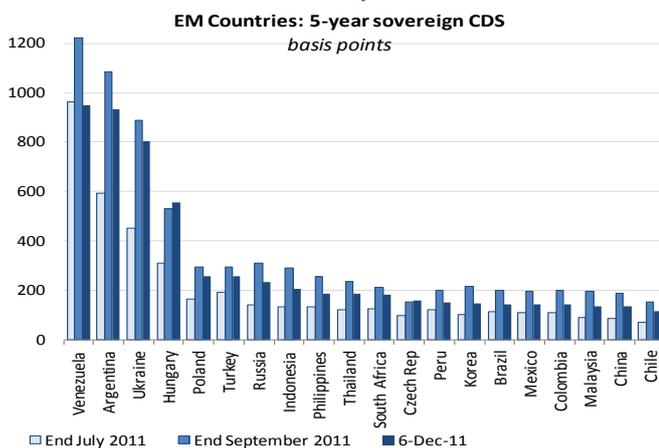
La aversión global al riesgo, alimentada por la crisis europea, sigue determinando en gran parte las rentabilidades de esta clase de activos, que sin embargo presenta buenos fundamentales, en particular la deuda local. Por lo tanto, mantenemos un **enfoque positivo sobre la deuda local expresada en divisas locales**. En un contexto de ralentización económica, de bajada de la inflación y de flexibilización monetaria, los tipos de la renta fija local deberían seguir bajando en los próximos meses, a condición de que la crisis de la Eurozona no se agudice y no conduzca a salidas masivas de capitales. En semejante escenario – que no es lo que proveemos incluso aunque no creamos en una resolución rápida –, las salidas de los inversores extranjeros de los activos emergentes podrían generar una tensión de los tipos de renta fija, como sucedió, brevemente, en noviembre y en 2008-2009. Ahora bien, la situación es muy diferente de un país a otro, **siendo la región EMEA la más vulnerable** debido a su mayor exposición, tanto comercial como financiera, a la Eurozona. Así, las respuestas de los bancos centrales a la degradación de sus perspectivas económicas y al debilitamiento de sus divisas deberían seguir siendo divergentes en los próximos meses. En EMEA, la prioridad consiste en limitar las presiones inflacionistas inducidas por la depreciación de su moneda, mientras que en Asia y en América Latina se esperan otras bajadas de los tipos rectores destinadas a reactivar la economía.

Presiones bajistas sobre las divisas

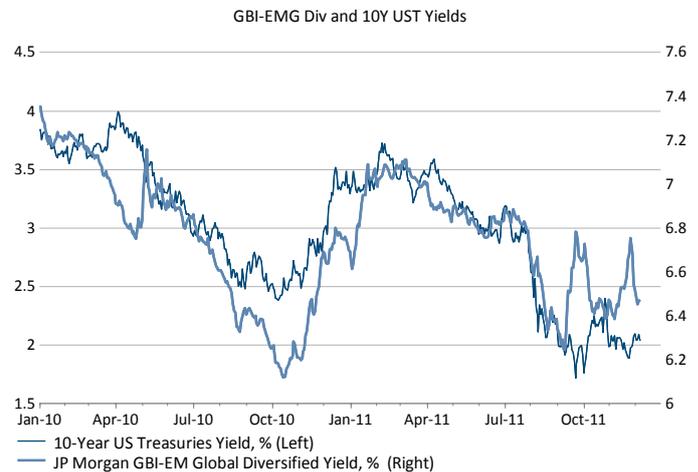
En este contexto económico, y habida cuenta de la alta aversión al riesgo, las **presiones bajistas sobre las divisas emergentes** deberían perdurar a pesar de que las valoraciones son más altas que a principios de año y el diferencial de tipos de interés a corto plazo sigue siendo atractivo. De tal manera, recomendamos a los inversores internacionales que no están cubiertos por el riesgo de cambio, una exposición neutra a la deuda emergente, ya que la rentabilidad de la renta fija local podría verse afectada por la depreciación de las divisas.

Desde hace varios meses, la rentabilidad de la **deuda externa** se ha visto estimulada por factores globales; el **rally** de la renta fija estadounidense permite compensar sin dificultad la ampliación de los **spreads** de los soberanos emergentes. Durante los próximos meses, la rentabilidad de esta clase de activos debería verse limitada por la ampliación de los **spreads** debido a la ralentización económica, mientras que la rentabilidad procedente de la renta fija estadounidense subyacente parece limitada por tipos que son muy bajos.

Riesgos de contagio: encarecimiento generalizado del coste de la protección



Renta fija local: rentabilidad superior al 6%





MERCADO DE DIVISAS

La crisis soberana europea afecta a la moneda única

El dólar: moneda refugio

El repunte del **euro** (por encima de 1,42) como consecuencia de la cumbre europea del 26 de octubre fue de corta duración. Mientras noviembre se caracterizó por nuevas bajadas violentas de los mercados bursátiles, el dólar reforzó su estatuto de divisa refugio, volviendo hacia 1,32 a finales del mes. Tras esto, se debilitó ligeramente ante el repunte de interés por los activos de riesgo. Después, el 30 de noviembre, se volvió a debilitar por la decisión de los bancos centrales sobre los acuerdos de swaps en dólares. A principios de diciembre, se situaba en torno a 1,33 euros. Desde hace un mes, el dólar se ha apreciado respecto a la mayoría de las divisas del G10, con excepción del dólar canadiense y del yen, que se han mantenido prácticamente estables. Frente a una cesta de divisas (cálculos de tipo de cambio efectivo del Banco de Inglaterra), la divisa americana progresó un 1,8% de finales de octubre a principios de diciembre, apreciándose asimismo respecto a muchas divisas emergentes. La volatilidad en el mercado de divisas se mantuvo alta durante las últimas semanas, debido al incierto futuro de la Eurozona así como a las perspectivas económicas en Estados Unidos.

Hacia un debilitamiento del euro

A corto plazo, en la medida en que las posiciones especulativas en contra del euro son masivas, cualquier noticia percibida como un avance político en los debates entre Estados europeos parece susceptible de provocar un repunte del euro. Ahora bien, a medio plazo, seguimos previendo un retroceso del euro frente al dólar debido al importante diferencial de crecimiento entre Estados Unidos, donde el crecimiento resiste, y la Eurozona, en vías de recesión. La bajada de los tipos rectores del BCE esperada para principios de 2012 podría influir en el mismo sentido, sobre todo si el BCE decide colocar su principal tipo rector muy por debajo del 1%, superando las expectativas que por el momento se estabilizan en un 0,75%. Pese a la actual política monetaria muy acomodaticia de Estados Unidos, la paridad EUR/USD podría situarse por debajo de 1,30 en 2012, gracias a nuevas medidas de flexibilización cuantitativa.

El yen se mantiene fuerte

La intervención masiva (9,091 billones de yenes) en el mercado de divisas llevada a cabo por el Banco de Japón a finales de octubre no logró invertir la tendencia seguida por la paridad **USD/JPY** que se estabilizó por encima de 77. Las autoridades japonesas dan a entender que seguirán vigilando estrechamente cualquier apreciación de su divisa, pero un debilitamiento masivo no figura en el orden del día, guardando el yen su valor de divisa refugio. Aún así, la política monetaria del BoJ se mantiene muy acomodaticia y hay nuevas medidas de flexibilización cuantitativa (como el aumento de las compras de títulos, especialmente JGB, decidida a finales de octubre), que podrían intervenir y afectar a la divisa.

Las dificultades europeas afectan a ciertas divisas

Las divisas tradicionalmente vinculadas a las materias primas y en general al crecimiento mundial siguen dependiendo de las fluctuaciones del apetito por el riesgo. En este grupo, la corona sueca podría verse afectada por los estrechos vínculos que el país tiene con la Eurozona donde la demanda va a debilitarse. Asimismo, la paridad **USD/CHF** podría volver por encima de 1 en el segundo semestre de 2012. A pesar de que las presiones ejercidas por los industriales suizos ante el BNS para aumentar su tope de intervención sobre la paridad EUR/CHF (fijada en 1,20 en septiembre) tienen pocas posibilidades de materializarse a corto plazo, éstas podrían generar una depreciación del franco. Este movimiento se haría no sólo frente al euro sino también frente al dólar, dado que ambos elementos (bajada del CHF frente al euro y del EUR frente al USD) se acumulan.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2010		4Q 2011		1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012	
			02-Dec-11	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.34	1.3484	1.25	1.35	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30
	USD / JPY	81	77.85	75	85	77	87	80	90	80	90
	USD / CAD	0.99	1.0118	0.97	1.07	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0261	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	GBP / USD	1.57	1.5695	1.44	1.63	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56
	USD / CHF	0.93	0.9161	0.92	1.00	0.96	1.04	0.96	1.04	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	109	104.96	98	111	96	109	100	113	100	113
	EUR / GBP	0.86	0.8591	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.25	1.2352	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 2/12/2011



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

MERCADOS DESARROLLADOS

Aún es demasiado pronto para abandonar nuestro sesgo prudente

Persiste la ralentización global pero Estados Unidos resiste

El deterioro de las condiciones a nivel mundial — con excepción de Estados Unidos que demuestra una notable capacidad de resistencia — constituye una preocupación para los inversores. En Estados Unidos, los porcentajes de sorpresas positivas en las publicaciones de cifras macroeconómicas han seguido repuntando durante las últimas semanas, y actualmente se sitúan en niveles extremadamente altos. En consecuencia, este indicador se encuentra cercano a un máximo y por lo tanto será cada vez menos favorable para los mercados de renta variable en los próximos meses, más aún cuando la ralentización de la economía global seguirá afectando la coyuntura estadounidense.

En las otras regiones, y en particular en la Eurozona, las condiciones siguen siendo difíciles; la ralentización persiste y se verá acentuada por las medidas de austeridad presupuestaria que van a intensificarse en todos los países de la zona. Todas las soluciones de envergadura que se tomen para conjurar esta crisis serán largas y difíciles de implementar debido a los imperativos institucionales y de gobierno propios de la Eurozona, pero además porque las perspectivas de crecimiento son bajas.

Los bancos centrales seguirán luchando contra el endurecimiento de las condiciones de financiación

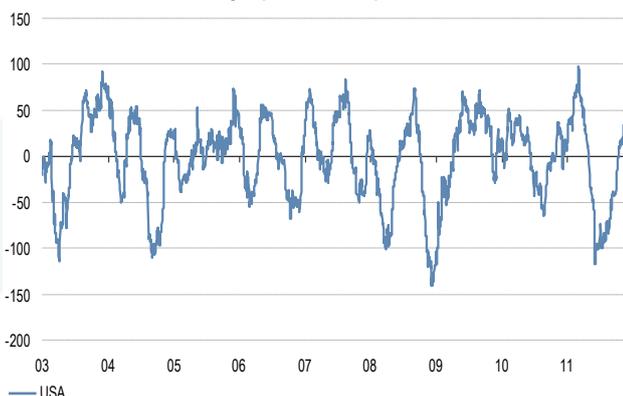
En estas condiciones, los grandes bancos centrales, incluido (y cada vez más) el BCE, seguirán implementado políticas monetarias extremadamente acomodaticias, con objeto de sostener la actividad económica en general pero también la liquidez del sistema bancario, a fin de evitar un racionamiento de la oferta de crédito.

Hasta ahora y a pesar de este entorno difícil, los resultados de las empresas siguen demostrando resistencia, aunque las perspectivas son más pesimistas. A pesar de que las anticipaciones de los analistas en relación con las tasas de crecimiento de beneficios han sido revisadas a la baja, creemos que éstas siguen siendo demasiado ambiciosas. En efecto, el consenso prevé una ralentización sensible de los crecimientos de las cifras de negocio, lo que parece totalmente coherente en un entorno de crecimiento débil. Sin embargo, este mismo consenso sigue anticipando una expansión sensible de los márgenes, lo que nos parece demasiado optimista, ya que éstos se sitúan a niveles extremadamente altos y que el apalancamiento operativo será mucho menos favorable en un contexto de ralentización de las ventas. Así, pese a una mejora temporal observada durante las últimas semanas, la tendencia de las revisiones de las perspectivas de beneficios debería mantenerse orientada a la baja, lo que repercutirá en los mercados de renta variable.

Las valoraciones de los mercados que son aparentemente favorables deben ser relativizadas y aún no constituyen un argumento de compra de los mercados. Los PER basados sobre las anticipaciones de resultados a doce meses de los analistas, cuyos niveles pueden parecer atractivos, deben

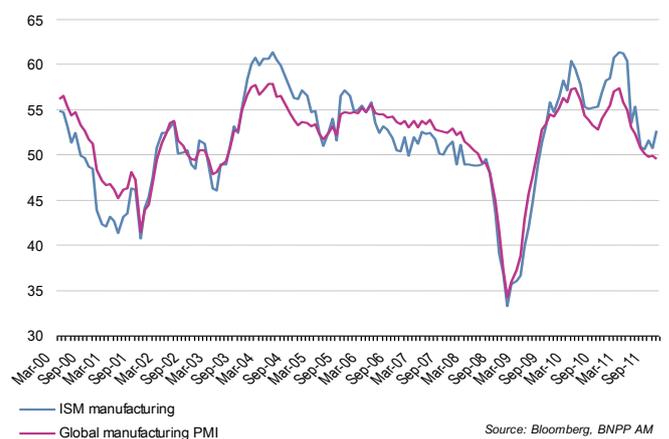
Estados Unidos: sorpresas positivas en las publicaciones económicas, ya altas

Citigroup economic surprise index



Source: Bloomberg, BNPP AM

Ralentización mundial del sector manufacturero pese al repunte estadounidense



Source: Bloomberg, BNPP AM



MERCADOS DESARROLLADOS

percibirse con prudencia mientras la tendencia de las revisiones de las anticipaciones de beneficios siga orientada a la baja. Por otra parte, al analizar indicadores de valoración basados en periodos muy largos, (por ej., el PER ajustado del ciclo económico), se observa que los mercados distan mucho de ser tan atractivos. El único indicador de valoración favorable a la renta variable es el de la comparación con la renta fija empresarial o con los bonos estatales.

Los indicadores de opinión no son tan pesimistas como podría hacerlo temer el contexto

La volatilidad de los mercados de renta variable debería mantenerse alta. En esta perspectiva, los indicadores técnicos y de opinión desempeñan un papel preponderante. A pesar de riesgos objetivamente altos, la opinión de los inversores sobre la renta variable refleja cierta prudencia pero se sitúa lejos de los niveles de pánico, lo que constituye un apoyo sin ambigüedad para los mercados. Por otra parte, los indicadores de tendencia siguen entregando un mensaje bajista. A muy corto plazo, la temporalidad así como las posiciones especulativas extremadamente vendedoras constituyen los factores de apoyo más significativos para los mercados.

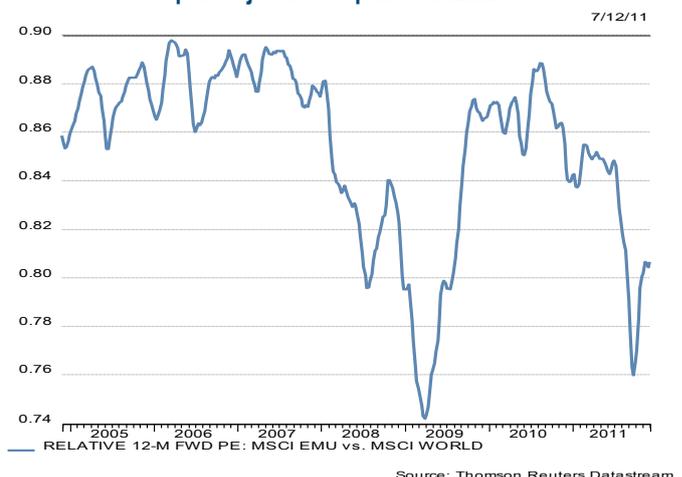
En términos relativos, seguimos prefiriendo el **mercado británico**. Está escasamente valorado, pero creemos que debería seguir beneficiándose de la política monetaria acomodaticia del Banco de Inglaterra y de la debilidad de la libra. Asimismo, optamos por favorecer el **mercado japonés**, que goza de niveles de valoración extremadamente atractivos tanto en términos relativos como absolutos, y seguimos anticipando una depreciación progresiva del yen. Conservamos un sesgo ligeramente positivo sobre el **mercado suizo** que goza de un debilitamiento relativo del franco y de mayor visibilidad en cuanto a su evolución, pero asimismo de cualidades defensivas que permiten moderar su exposición a la Eurozona y de una valoración que se mantiene alta. Nos mantenemos neutros sobre la **renta variable estadounidense**. Su carácter defensivo en un entorno de alta aversión al riesgo sigue constituyendo una baza, pero las revisiones de beneficios relativas son menos favorables que durante los últimos meses y el nivel de valoración ha aumentado. Conservamos nuestra prudencia sobre el **mercado australiano**. El actual ciclo de bajada de los tipos de interés es un elemento muy favorable pero limitado, mientras que el precio de las materias primas y la ralentización global deberían seguir influyendo. Optamos por conservar una actitud prudente hacia los **mercados de la Eurozona**: estos son muy atractivos en base a su valoración relativa, y el reciente debilitamiento del euro podría tener un impacto favorable sobre las revisiones de beneficios mal orientadas, pero los riesgos vinculados a la crisis soberana y la probabilidad de una recesión nos impiden adoptar un sesgo más favorable. Las recientes evoluciones institucionales y la implicación del BCE van por buen camino para resolver la crisis soberana, pero no nos parecen suficientes debido a los riesgos que afectan a la zona. Finalmente, no modificamos nuestra posición sobre el **mercado canadiense**, que sigue siendo muy caro y vulnerable a la bajada de los precios de las materias primas.

Favorecer los mercados británico y japonés

Las perspectivas de crecimiento afectan la evolución de los múltiplos de valoración



Renta variable de la Eurozona: valoración relativa atractiva pero lejos de los puntos mínimos





MERCADOS EMERGENTES

Flexibilización monetaria significa expansión de los múltiplos

Valoración cercana a los niveles de crisis. Alta probabilidad de rentabilidad positiva a 12 meses

El nivel de valoración de los mercados emergentes (PBV, PER) ha vuelto a los mínimos históricos, cercanos a aquellos de las crisis anteriores de 2003 y 2009. La tendencia de revisión de los beneficios se mantendrá bajista mientras los indicadores adelantados no se hayan estabilizado, al menos hasta que acabe el primer trimestre de 2012. Por su parte, el consumo doméstico es moderado, mientras que la baja demanda de los mercados desarrollados debería penalizar las exportaciones.

Ahora bien, 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 el curso de los 12 meses siguientes. Por último, el retroceso de la inflación permite que los bancos centrales abandonen progresivamente su política restrictiva, liberando así 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 los signos de flexibilización monetaria en los dos últimos meses. Desde 2012, la combinación de los estímulos fiscales y monetarios, y el aumento de los préstamos bancarios, deberían sostener una expansión de los múltiplos.

Poca descorrelación de las bolsas de caso de alta aversión al riesgo

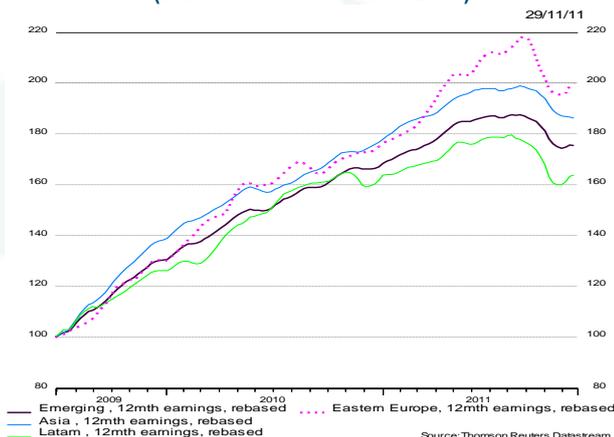
A corto plazo, la ausencia de visibilidad y la aversión al riesgo siguen afectando a las bolsas emergentes, que evolucionarán probablemente en simpatía con los mercados desarrollados, incluso si los fundamentales son mejores. Es lo que sucede con la rentabilidad de los fondos propios (ROE), muy favorable para los emergentes respecto a los desarrollados desde 2001, y es un poderoso factor discriminante de sobrevaloración. En este contexto, seguimos favoreciendo a las bolsas con sólidos fundamentales domésticos y poco expuestas al ciclo mundial. Una percepción desfavorable de los riesgos limita el potencial de apreciación de las divisas emergentes respecto al dólar, e incluso podría generar una caída de algunas de ellas. Es interesante observar que los contratos a plazo del RMB contra USD dan por descontado un deterioro del yuan.

China: flexibilización monetaria y fiscal favorables para las bolsas

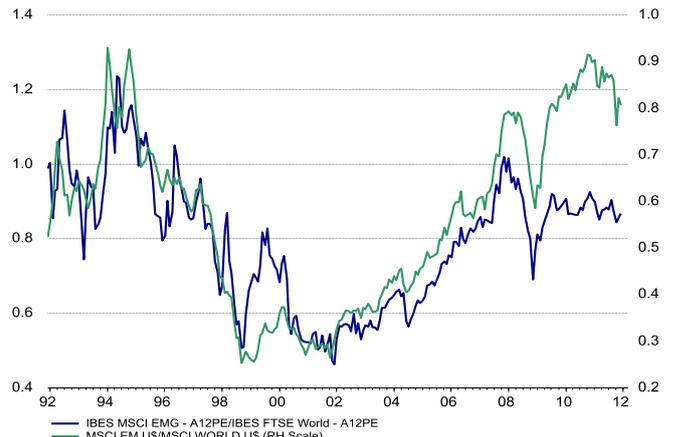
Mantenemos la sobreponderación sobre **China**. El momentum económico se desacelera rápidamente, como lo indica el PMI de noviembre que pasó de 50,4 a 49, así como la contracción de los precios del sector inmobiliario esto cuestiona el escenario de aterrizaje suave y la capacidad de las autoridades chinas para reactivar la economía en un contexto deprimido. El Banco Central vuelca su política monetaria y favorece ahora un crecimiento estable en torno al 8%. Asimismo, redujo el coeficiente de caja en 50 pb por primera vez desde febrero de 2009, y adoptará otras medidas presupuestarias. En este contexto, los múltiplos de valoración, que se encuentran a niveles muy deprimidos, deberían bajar y facilitar la orientación alcista de los índices.

Conservamos el sesgo positivo sobre **Rusia**. Hasta ahora, Rusia se ha visto sostenida por los precios del petróleo orientados al alza y por una liquidez abundante. Entre los factores positivos cabe mencionar la inflación estable, el excedente de la balanza corriente, el aumento del consumo privado y la entrada del país en la Organización Mundial del Comercio en noviembre. Además, la renta variable rusa forma parte de las menos caras del mundo, lo que se justifica parcialmente por la predominancia del Estado y por el aumento de los riesgos políticos después de las elecciones (añadiendo mucha volatilidad al mercado). Existe el riesgo de que el poder adopte un rumbo nacionalista, que aumente los precios del petróleo, que reduzca el ritmo de las privatizaciones o adopte una política fiscal laxista.

Beneficios nuevamente al alza (índice base 100 al 30/06/2009)



Valoración de los mercados emergentes vs. mercados desarrollados





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

Volvemos a una posición neutra/positiva sobre **Brasil**. La demanda doméstica debería contar con apoyo político, ya que el Banco Central comenzó una flexibilización monetaria a finales de agosto. La inflación sigue desacelerándose y El PMI aumentó de 46,5 a 48,7. Los múltiplos de valoración han bajado a mínimos comparables a la crisis de 2008 y las previsiones de beneficios son modestas; mientras tanto el país goza de una flexibilidad monetaria y fiscal que le permite evitar las consecuencias más negativas de la ralentización económica mundial, así como un menor crecimiento de los beneficios. En el futuro, las exportaciones deberían sufrir por la ralentización de la demanda externa y por un real sobrevalorado.

Mantenemos a **Corea del Sur** en un nivel neutro a causa del carácter cíclico de la economía, más expuesta a las incertidumbres procedentes de los mercados desarrollados, y con una rentabilidad relativa alta. La última cifra del PMI de 47.5 refleja el impacto de la ralentización global pero lo más preocupante es la debilidad de la demanda doméstica que representa una amenaza para el crecimiento. La inflación sigue constituyendo una preocupación, pero el Banco Central no debería aumentar sus tipos rectores, ya que teme la debilidad de la economía mundial. Al contrario, es probable que se produzca una bajada de tipos. Además, las valoraciones son atractivas, aunque las perspectivas de beneficios son limitadas.

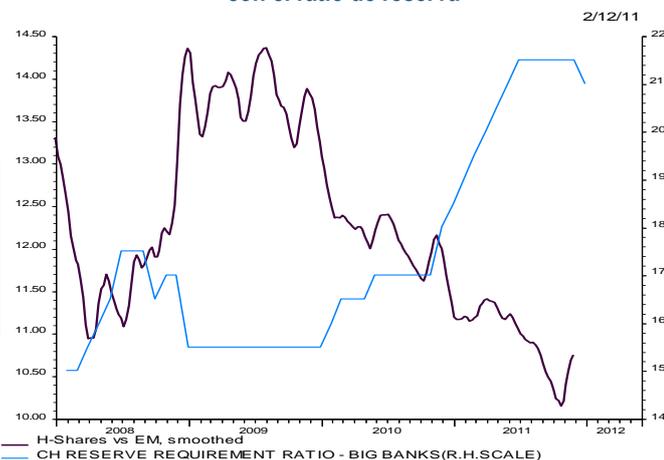
El sesgo sigue siendo muy negativo para **Taiwán**, puesto que la economía es muy cíclica y está expuesta a Europa. Las fuertes revisiones de beneficios a la baja reflejan una demanda externa más débil y unos frenos que afectan a los sectores cíclicos tales como las tecnologías de la información. La desaceleración de la producción confirma las repercusiones de la demanda externa. Además, las elecciones del próximo mes aumentan la volatilidad de los mercados. Los inversores podrían adoptar una actitud defensiva en caso de ganar el DPP, partido desfavorable al acercamiento con China. Por último, las valoraciones aún no son atractivas.

Prudencia sobre el mercado indio

Optamos por una mayor prudencia sobre la **India**. Hay más signos de ralentización con las últimas cifras del PIB que muestran una progresión de sólo un 6,9%, debido a los efectos desfasados de la política monetaria contractiva. El PMI se contrajo de 52 a 51 (en particular el sector manufacturero), reflejando la escasez de los nuevos pedidos. En octubre, la balanza del déficit comercial ascendía a \$19.600 millones, un nivel récord. Finalmente, el último fracaso de las reformas del comercio al por menor afecta la credibilidad del gobierno.

El sesgo sobre **Turquía** se mantiene negativo. La inflación sigue orientada al alza, impulsada por los efectos de los recientes aumentos tributarios, así como por las presiones de la oferta sobre la inflación (en particular, los precios relacionados con la alimentación). Esto, combinado al fuerte déficit de la balanza corriente, debería ejercer mayores presiones sobre la divisa y llevar al Banco Central a reforzar su política monetaria contractiva. Además, las revisiones de beneficios están orientadas a la baja y las valoraciones no son atractivas. Por último, Turquía es el mercado de nuestro universo que está más expuesto a la crisis de la deuda soberana europea, y por lo tanto es muy dependiente de los bancos.

La rentabilidad de la renta variable china relativa al universo está negativamente correlacionada con el ratio de reserva



El mercado ruso está correlacionado con el precio del bruto ruso (en dólares)





ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

MATERIAS PRIMAS

Mantenemos la preferencia por el oro. Neutralidad sobre las otras materias primas

Si se evita la recesión, es probable que a medio plazo aumenten los precios del crudo

Las cotizaciones del **brut** se han estabilizado en torno a 110\$ en las últimas semanas, variando según el apetito por el riesgo y el nivel del dólar. En un contexto de ralentización del crecimiento económico mundial, la demanda petrolera podría dejar de aumentar tan rápidamente, mientras la producción se reactiva en Libia. Esto deberá atenuar las tensiones de los mercados de crudo a corto plazo, lo que puede afectar a las cotizaciones. Ahora bien, hay ciertos factores que limitan los riesgos bajistas para las cotizaciones del petróleo. En primer lugar, los inventarios petroleros se mantienen bajos en los países de la OCDE en comparación con las medias de estos últimos años, y lo mismo podría suceder en la India y en China. Por otra parte, las tensiones geopolíticas persisten en Oriente Medio, justificando una « prima geopolítica » en las cotizaciones. Por último, si las cotizaciones del petróleo bajaran fuertemente, la OPEP podría reducir la producción. Por todo ello+, si bien nos mantenemos positivos a medio plazo sobre los fundamentales petroleros, **preferimos mantenernos neutros sobre el petróleo** durante los próximos meses.

Los mercados de los **metales básicos** volvieron a tener una rentabilidad mediocre en noviembre, en un contexto de persistencia de la ralentización económica en Europa y de inquietudes sobre el sector industrial en China. En efecto, si bien los mercados integraron rápidamente la degradación de las perspectivas económicas europeas en las previsiones de demanda para los metales industriales, la solidez de la demanda china de cobre fue el principal factor de apoyo, lo que permitió limitar las pérdidas de las cotizaciones. Conservamos nuestra confianza en la economía china, aunque los riesgos han aumentado. **Nos mantenemos neutros en los metales básicos.**

La inversión: motor del incremento de la demanda por el oro

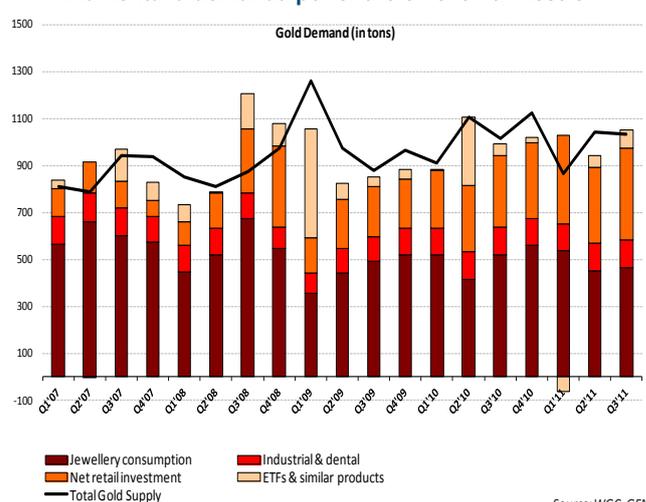
Las cotizaciones del **oro** se mantuvieron volátiles en noviembre, de acuerdo con los activos de riesgo. En efecto, después de haber subido hasta 1.800\$ la onza, las cotizaciones del metal amarillo bajaron hasta 1.680\$ antes de repuntar hacia 1.740\$. El informe del World Gold Council sobre la demanda para el metal en el 3^{er} trimestre destacó la buena salud de la demanda de inversión, especialmente en Europa. La persistencia del apetito de los inversores por el metal se ha visto confirmada por el nuevo récord alcanzado por los activos de los ETFs auríferos en noviembre. Sin embargo, el informe del WGC también alude a una ralentización de la demanda india, tanto en la bisutería como en la inversión, probablemente como consecuencia del nivel récord de los precios y de la fuerte volatilidad. En la medida en que el apetito de los inversores por el metal debería mantenerse alto en los próximos trimestres, **nos mantenemos positivos sobre el oro**, aunque las cotizaciones del metal podrían sufrir una corrección si bajara la demanda de inversión.

Los mercados de **cereales** han sido débiles en noviembre. El reforzamiento del dólar, así como la baja demanda de exportación afectan las cotizaciones. Sin embargo, el posicionamiento de los especuladores es ahora globalmente neutro sobre los cereales, lo que podría limitar los riesgos bajistas a partir de los niveles actuales. **Nuestra posición sobre los cereales es neutra.**

El PMI chino afecta las cotizaciones de metales



Aumenta la demanda por el oro en el 3^{er} trimestre





CONTACTOS & ADVERTENCIA

Los gráficos presentados en este documento han sido actualizados en diciembre de 2011, salvo indicación contraria. BNPP IP es la fuente a 12 de diciembre de 2011 de los datos cifrados descritos en esta carta, excepto en caso de indicación específica.

Equipo 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.