



Estrategia de inversión

19 de abril de 2012



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS	2
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS	3
Punto de vista	3
Economías desarrolladas	4
Economías emergentes	5
MERCADOS DE RENTA FIJA	6
Deuda pública, Crédito IG y HY	6
MERCADO DE DIVISAS	7
MERCADOS DE RENTA VARIABLE	8
Mercados desarrollados	8
Mercados emergentes	10
ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS	12
Materias primas	12
CONTACTOS & ADVERTENCIA	14

¿Se repite la historia?

Tras algunas semanas de vuelco del apetito por el riesgo, vuelve a plantearse la pregunta que más inquieta a los inversores: « ¿anuncia la bajada de los mercados una nueva crisis? ». Los temas que preocupan a los mercados son dos: el crecimiento y la Eurozona.

En el plano económico, no pensamos que se produzca un vuelco, los países desarrollados mantienen una tendencia de crecimiento lento (Estados Unidos) o de casi estancamiento (Eurozona). Después del exceso de inquietud de 2011 y del exceso de optimismo de principios de 2012, los mercados se encuentran nuevamente en una fase de fuertes variaciones. Tienen que abandonar las esperanzas de aceleración cíclica que caracterizaron al primer trimestre para volver a un escenario más opaco, sin dirección clara en la evolución de los precios de los activos. Los indicadores de sorpresas económicas se estancan, y cabe reconocer que las perspectivas de crecimiento son poco alentadoras. Esperamos que cualquier tendencia de aceleración del crecimiento subyacente se vea absorbida por las políticas de reducción de los déficits presupuestarios. En el mejor de los casos esperamos una tasa de crecimiento estable en Estados Unidos en 2013 (entre un 2% y un 2,5%) y siempre baja en la Eurozona. Este escenario supone que las revisiones a la baja de las expectativas del consenso económico persistirán el año próximo. Sin embargo, el panorama no es tan negativo a corto plazo. Las políticas monetarias seguirán dando soporte a corto plazo, la fase de reajuste de las anticipaciones sólo deberá ser transitoria, y el crecimiento mundial no afectará al dinamismo de las economías emergentes.

En lo referente a la Eurozona, las inquietudes actuales son las mismas que en 2011: La solvencia de ciertos países y de su sector bancario, la capacidad de absorción de las emisiones de deuda pública por los mercados, y la instauración de un círculo vicioso recesivo en el cual la austeridad presupuestaria afectaría tanto al crecimiento que ésta ya no sería capaz de devolver su solvencia al Estado. La situación española es preocupante y en estas últimas semanas se ve que los LTRO del BCE sólo postergan o disimulan problemas que en el fondo no han sido resueltos. Pero también se observan diferencias notables con la situación de 2011: Se percibe menos peligro a causa del crecimiento mundial (que aumentaría las dificultades europeas) y, sobre todo, el sector financiero puede seguir comprando deuda pública gracias a los recursos de liquidez de los que dispone. De tal forma, es poco probable que la degradación del mercado pueda ir hasta la inversión de las curvas de tipo o hasta la superación de los máximos alcanzados por los tipos a largo plazo el año pasado.

Conservamos la misma prudencia a medio plazo y recomendamos aprovechar cualquier repunte técnico para « reducir el velamen » en las asignaciones. Nos mantenemos cercanos a la neutralidad en la renta variable desarrollada, con una asignación geográfica más defensiva, y preferimos tomar beneficios en el crédito *high yield* – incluso si, a medio plazo, la renta fija empresarial ofrece un perfil atractivo en nuestro escenario económico. Seguimos buscando alternativas sobre los activos emergentes (renta variable y deuda) y sobre ciertas materias primas como el oro.



ASIGNACIÓN DE ACTIVOS

Decisiones de asignación

- Posiciones neutras sobre la renta variable desarrollada y positivas sobre la renta variable emergente, por la cual conservamos una preferencia.
- Posición casi neutra sobre la deuda pública y ligeramente larga sobre el crédito, con tomas de beneficios.

Mercado de renta variable desarrollada

- Preconizamos una sobreexposición relativa principalmente a Japón y a Estados Unidos.
- Ligera infraponderación de la Eurozona y, más marcada, de Canadá.

Mercado de renta variable emergente

- Preferencia por China y Brasil.
- Neutralidad sobre Corea, Taiwán y Rusia.
- Infraponderación de Turquía y la India.

Síntesis de nuestras recomendaciones

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

April 2012

MULTI-ASSET CLASS¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.05	-0.5%	0.4%
Emerging Equities	0.14	1.0%	1.2%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.03	0.5%	0.4%
Investment Grade	0.04	1.6%	3.0%
High Yield	0.03	0.5%	1.1%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.06	-0.3%	-0.3%
Base Metals	0.00	0.0%	-0.2%
Gold	0.33	2.3%	1.9%
Agricultural	0.01	0.1%	0.1%
Cash Euro		-5.2%	-7.5%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	0.88%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.05	3.2%	1.8%
Canada	-0.10	-4.2%	-1.7%
Euroland	-0.03	-1.2%	0.9%
Japan	0.07	2.0%	2.8%
UK	-0.01	-1.0%	-0.6%
Switzerland	0.00	0.6%	-0.5%
Australia	0.00	0.5%	-2.7%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	0.0%	0.0%
Euroland	0.00	0.0%	0.0%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.00	0.0%	0.0%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

EQUITY EMERGING COUNTRIES²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.10	1.1%	1.1%
China	0.19	2.3%	2.3%
India	-0.12	-1.4%	-1.4%
South-Korea	-0.01	-0.1%	-0.1%
Taiwan	-0.01	-0.1%	-0.1%
Russia	0.03	0.2%	0.2%
South Africa	-0.06	-0.9%	-0.9%
Turkey	-0.13	-1.1%	-1.1%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Fuente: BNPP AM



PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

PUNTO DE VISTA

No hay nada nuevo: crecimiento moderado y modesta mejora del empleo

La economía estadounidense en torno a su tendencia

En enero pasado, recomendábamos no dar demasiada importancia a las « buenas sorpresas » económicas. Desde entonces, los índices que miden el desfase entre las previsiones de los economistas de mercado y las estadísticas publicadas se han volcado, volviendo hacia cero en Estados Unidos (frente a un poco menos de 100 a finales de 2011). No por ello hay que concluir que la economía estadounidense está desacelerándose. El escenario central de un crecimiento moderado, del orden del 2% al 2,5% en los próximos trimestres puede conservarse, dado que ningún elemento endógeno permite prever una ralentización brutal de la actividad en 2012. Por el contrario, es difícil plantearse una aceleración duradera, en particular porque el empleo dista mucho de haber encontrado una velocidad de cruce.

Estadísticas decepcionantes sobre el empleo (y no sólo en marzo)

El anuncio (6 de abril) de sólo 121.000 creaciones netas de empleo por el sector privado en marzo (frente a 218.000 esperadas y alrededor de 250.000 de media de diciembre a febrero) forma parte de los elementos que moderan el entusiasmo de los inversores. Esta cifra no es preocupante en sí, y refleja parcialmente unos ajustes estadísticos. A finales de marzo, Ben Bernanke presentó un análisis más detenido del empleo, que compartimos ampliamente. El presidente de la FED considera que el funcionamiento del mercado laboral no ha vuelto en absoluto a ser normal e interpreta las mejores cifras de principios de año como una corrección puntual de los despidos masivos durante la crisis. Asimismo, la rápida bajada de la tasa de paro de estos últimos meses (del 9,1% en agosto al 8,2% en marzo) es el resultado probable de la conjunción de varios fenómenos que han generado una disminución del índice de participación (parados desalentados, proximidad de la edad de jubilación para los *baby-boomers*, aumento de las indemnizaciones por invalidez). En los próximos meses, las creaciones de empleo podrían no ser suficientes para que la tasa de paro se reduzca duraderamente, único elemento capaz de reactivar el consumo (a través de la confianza y de los salarios), y por lo tanto el PIB, más allá del ritmo del 2% al 2,5%. Este crecimiento es modesto según los estándares históricos en Estados Unidos pero no deja de ser apreciable, mientras los agentes privados siguen desendeudándose. Por otra parte, las últimas declaraciones de la FED dan a entender que podrían adoptarse nuevas medidas en caso de degradación de las cifras económicas.

Una pregunta tabú: ¿qué política presupuestaria en 2013 y después?

Las previsiones de crecimiento para 2013 en Estados Unidos (en torno al 2,5%, es decir, un poco por encima del crecimiento potencial estimado por el CBO) muestran que nadie puede imaginar que la política presupuestaria de 2013 sea conforme a las medidas ya proyectadas (fin de ciertas ventajas – bajadas fiscales y de cotizaciones sociales –, recortes automáticos de ciertos gastos, interrupción de diversas ayudas), susceptible de generar una clara ralentización del crecimiento. Los poderes públicos americanos, cualesquiera que sean, no suelen practicar políticas presupuestarias tan drásticas, y es muy probable que esta línea persista. Pero la incertidumbre que impera en torno a la fiscalidad, y que debería persistir al menos hasta las elecciones presidenciales, podría limitar las iniciativas de los hogares (consumo, compra de viviendas) y de las empresas (inversión, contratación), en particular de las más pequeñas. Por otra parte, la atención de los inversores no se mantendrá eternamente centrada en la crisis soberana europea y, pese a su estatuto particular (divisa de referencia), Estados Unidos deberá iniciar una normalización de sus finanzas públicas. En este caso, la teoría económica nos enseña que los agentes anticiparán un aumento de la fiscalidad y aumentarán su ahorro. Las perspectivas para 2013 podrían ser revisadas a la baja.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %										
	2011	2012				2013				2011	2012				2013				
		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	1.7	2.3	2.7	1.8	[2.2]	2.6	3.8	1.4	[2.5]	3.2	2.3	2.9	1.1	[2.0]	2.0	4.1	0.5	[2.0]	
Canada	2.5	2.1	2.6	1.5	[2.0]	2.3	2.9	1.0	[2.3]	2.9	2.0	2.5	1.3	[1.9]	1.9	2.5	1.4	[2.0]	
Eurozone	1.5	-0.4	0.3	-1.3	[-0.3]	0.9	1.7	-0.3	[0.9]	2.7	2.2	2.5	1.8	[2.0]	1.7	2.0	1.3	[1.7]	
UK	0.8	0.6	1.5	-0.5	[0.5]	1.8	2.8	0.5	[1.8]	4.5	2.7	3.2	2.2	[2.6]	2.1	3.5	1.2	[2.0]	
Switzerland	1.9	0.3	0.9	-0.4	[0.2]	1.4	1.9	-0.1	[1.4]	0.2	-0.4	0.4	-1.2	[-0.3]	0.7	2.0	-1.3	[0.7]	
Japan	-0.7	1.9	3.8	1.0	[1.8]	1.5	2.3	0.5	[1.4]	-0.3	-0.2	0.1	-0.8	[-0.3]	0.0	0.4	-0.6	[0.0]	
Australia	2.0	3.1	4.0	2.5	[3.3]	3.4	4.0	2.7	[3.3]	3.4	2.5	3.1	2.0	[2.5]	3.1	3.6	2.6	[3.0]	

Source: Consensus Forecasts as of 12/03/2012



ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Aumentan las divergencias en la Eurozona

Múltiples obstáculos para la economía europea

Los organismos internacionales (OCDE y FMI) acaban de revisar ligeramente al alza sus previsiones de crecimiento mundial destacando, por una parte, que persisten importantes dudas, y por otra parte, que si bien es posible ser razonablemente optimistas sobre la economía americana, no sucede lo mismo del otro lado del Atlántico. La OCDE evoca una « situación más precaria » en la Eurozona respecto a Estados Unidos, mientras que el FMI recuerda que el desendeudamiento bancario contribuye a un estrechamiento del crédito que « podría quitarle 1 punto de porcentaje al crecimiento de la Eurozona » en 2012.

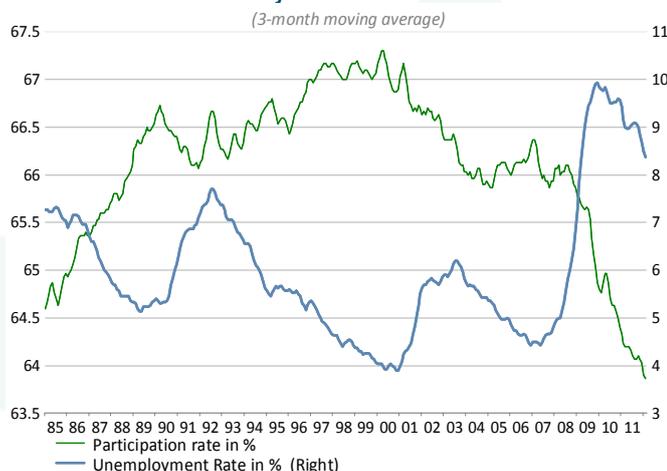
Sabios consejos

En su último número de Perspectivas de la Economía Mundial, el FMI entrega una hoja de ruta a las autoridades europeas al escribir: « A corto plazo, habrá que duplicar los esfuerzos para resolver la crisis en la Eurozona, adoptar un enfoque moderado en materia de rigor presupuestario frente al debilitamiento de la actividad, seguir aplicando políticas monetarias acomodaticias y proporcionar abundante liquidez al sector financiero ». Estas medidas deberían permitir que la recesión en el conjunto de la Eurozona sea modesta (con una contracción del PIB del 0,3% al 0,4%, según las fuentes, en 2012) a condición de ser mantenidas, e incluso acentuadas, tal y como lo aconseja el FMI que evoca explícitamente la continuación de « las operaciones de refinanciación a largo plazo y las compras de deuda pública ». Incluso si el BCE indicó que el SMP (*Securities Market Programme*) seguía vigente, aún no parece decidido a proceder a nuevas compras de títulos. En lo referente a los LTRO a 3 años, Mario Draghi declaró recientemente que eran las más convencionales de las operaciones no convencionales, pero sin dar a entender que se ofrecerían a los bancos nuevos préstamos a 3 años. El BCE ha decidido verificar la eficacia de las medidas sobre la transmisión de la política monetaria, y en particular la distribución de crédito. El hecho de haber dicho que era « prematuro » evocar una estrategia de salida constituye un gran paso en la institución, mientras el Bundesbank digiere difícilmente las decisiones adoptadas en estos últimos meses.

Pequeños arreglos con los déficits presupuestarios

En lo referente al rigor fiscal, las recientes peripecias en torno al presupuesto español hacen temer que se opte por lo peor de cada opción: la implementación de medidas de rigor que pudieran agravar la recesión y una falta de cooperación europea en desprecio de los procedimientos (semestre europeo, compacto fiscal). España anunció hace algunas semanas que no podría alcanzar el objetivo de déficit presupuestario que se había fijado (4,4% del PIB) y presentó a principios de abril nuevas medidas tendientes a disminuir el déficit del 8,5% en 2011 al 5,3% en 2012 y al 3% en 2013. La escasez de la demanda interna en España, la situación del sistema financiero y la degradación continua del sector inmobiliario hacen dudar sobre la credibilidad de los nuevos objetivos, sobre todo si la recesión resultara más grave de lo esperado por el gobierno (contracción del 1,7% del PIB en 2012). Italia, que con Mario Monti a la cabeza de un gobierno de técnicos figura como el alumno primero de la clase, consciente de los esfuerzos por hacer, acaba de revisar a la baja su proyección del PIB para 2012 (del -0,4% al -1,2% contra el -1,6% según el consenso y el -1,9% para el FMI). El objetivo del déficit fue escasamente modificado en 2012 (del -1,6% al -1,7%) y el gobierno no proyecta volver al equilibrio en 2013 (-0,5%) sino en 2014. Estos ajustes han dado una impresión de « ligereza ».

Estados Unidos: la mejora del mercado laboral es limitada



Source: Factset, BNPP AM

Eurozona: Alemania debería escapar de la recesión



Source: Factset, Bloomberg, BNPP AM



ECONOMÍAS EMERGENTES

Los indicadores de confianza de las empresas nuevamente en expansión

La producción industrial se orienta al alza

La actividad económica se ha estabilizado en los países emergentes, pese a un entorno difícil en los países desarrollados. La producción industrial repuntó en el último trimestre en Asia, pero se mantiene sin tendencia en América Latina y en Europa del Este. Las empresas han recuperado confianza y sus carteras de pedidos se llenan, lo que debería contribuir a mejorar la actividad en los próximos meses. El consumo privado resiste bien, y registra una progresión del 6,5% en el último trimestre, gracias a la flexibilización de los tipos de interés y a la disminución de la presión fiscal. Pero el alto crecimiento de los créditos privados comienza a tener un impacto sobre la inflación subyacente, lo que complica las políticas monetarias.

PMI Asia en expansión

Los indicadores adelantados aumentan desde octubre de 2011 y suponen una aceleración de la actividad económica en el segundo trimestre. Las encuestas de opinión PMI presentan un mensaje similar y se encuentran en expansión en la mayoría de los países emergentes, y en particular en las economías muy cíclicas como Taiwán y Corea. Los nuevos pedidos progresan con mayor rapidez que los inventarios y el empleo se mantiene sólido. En Asia, las exportaciones están nuevamente bien orientadas, y se mantendrán sostenidas gracias a la reconstitución de inventarios como consecuencia de las inundaciones en Tailandia.

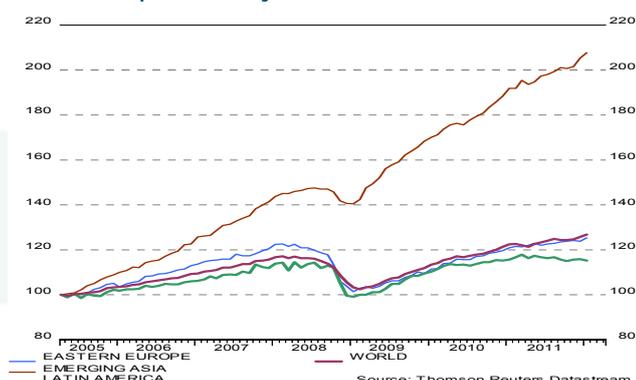
China: comienza la flexibilización monetaria

El principal motor del crecimiento chino comienza a desacelerarse. En efecto, las inversiones sólo progresaron un 20% en 2011, frente a más del 35% en 2009. La progresión de las inversiones en las infraestructuras se acerca a cero (superó el 50% cuando los programas de reactivación estaban en su apogeo). El crecimiento de la construcción también ralentizará, en reacción a los frenazos de las autoridades. Pero es probable que el punto bajo del ciclo ya haya quedado atrás. Las medidas del gobierno para controlar la especulación inmobiliaria y favorecer el acceso a la propiedad parecen ser exitosas. Los precios se han estabilizado, las compras de viviendas reaccionan positivamente a las subvenciones, y las compras especulativas han desaparecido. La política monetaria se ha vuelto expansiva. El importe de los nuevos préstamos asciende a más de un trillón de yuanes en marzo, siendo que las previsiones eran de 800.000 millones. El gobierno favorece el aumento de los nuevos préstamos a las PYMES, a la economía « real », como también a las industrias consideradas estratégicas. En este contexto, es probable que la economía experimente una tasa de crecimiento superior al 8% en 2012.

La inflación en Brasil es baja pero persistente, en la India es alta y alcista

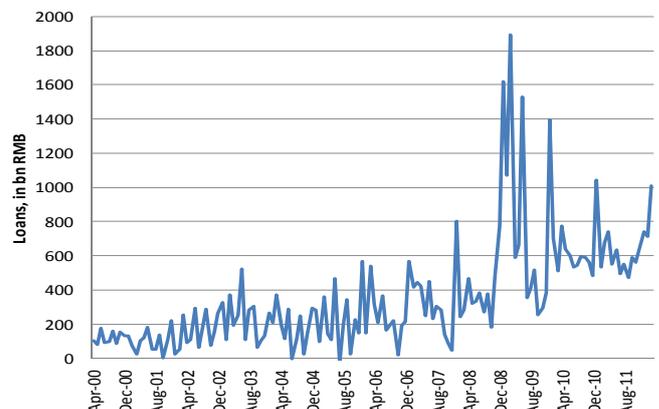
La economía india se encuentra en ralentización, con un fuerte deterioro de las expectativas empresariales. La decepción se debe al desencanto sobre el presupuesto y sobre las reformas estructurales que podrán efectivamente realizarse. El entorno económico no es prometedor. La inflación es alta y persistente, el presupuesto es deficitario, mientras que la tasa de crecimiento disminuye fuertemente. Es un contexto difícil para el Banco Central. La actividad económica mejora rápidamente en Brasil. El nivel del empleo es alto y se refleja positivamente en la confianza y en las ventas al por menor. Pero el ciclo de flexibilización monetaria se ve amenazado por una inflación persistente. Los salarios rusos siguen progresando de forma impresionante (un 20-25% y un 13,5% para los sectores público y privado respectivamente), lo que constituye un apoyo para el consumo privado. Pero éste debería disminuir a causa de las perspectivas de una fiscalidad menos generosa, que podrá impactar en el ahorro.

Producción industrial: aceleración en Asia, estabilización en Europa del Este y contracción en América Latina



Fuente: Datastream, BNPP AM

China: condiciones monetarias en crecimiento



Fuente: Bloomberg, BNPP AM



MERCADOS DE RENTA FIJA

DEUDA PÚBLICA, CRÉDITO IG Y HY

Y volvemos a empezar...

Tras un mercado en expansión a principios de año, las condiciones son menos favorables hoy en día

La luna de miel con los mercados en el primer trimestre de este año parece terminada. Esto no significa que ahora todo ande mal, pero la realidad es muy diferente. A finales del año pasado el pesimismo había incitado a los mercados a anticipar un escenario negro. Luego, unos acontecimientos importantes, como la estabilización y la mejora de las cifras económicas en Estados Unidos, el nuevo gobierno técnico en Italia o la introducción de nuevas medidas de financiación de los bancos por parte del BCE, habían logrado calmar los temores de los inversores, creando las condiciones para un *rally* en este principio de año. Ahora que el efecto positivo de estos factores parece agotado, volvemos a una realidad que, en nuestra opinión, nunca cambió realmente, y que está hecha de un crecimiento positivo pero débil en Estados Unidos y de problemas estructurales en Europa, que nunca serán resueltos. Ahora la prueba la aporta España, país sobre el cual se concentran los temores de los inversores, mientras los objetivos de déficit presupuestario tuvieron que ser revisados al alza. No faltan los elementos de incertidumbre y posibles catalizadores de tensiones (por ejemplo, los detalles sobre el futuro presupuesto español, las reformas que deben aprobarse en Italia, las decisiones sobre los recursos adicionales para el FMI, las elecciones en Grecia), pero debemos saber que se trata de un proceso largo y complejo, donde todos los problemas no serán resueltos con rapidez pero donde se han observado avances en el curso de los últimos meses.

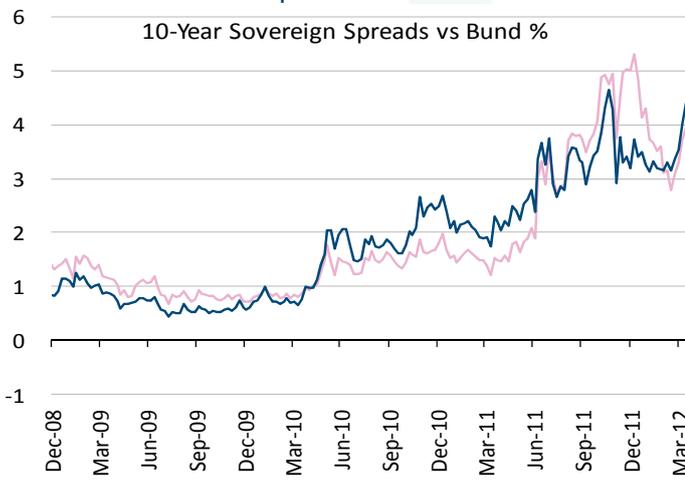
Los tipos de interés estadounidenses se mantendrán bajos

En Estados Unidos, en relación con la política monetaria, Ben Bernanke tomó el tiempo de explicar sus puntos de vista sobre el mercado laboral, reiterando sus dudas sobre la perennidad de la tendencia bajista de la tasa de paro. Esto hace suponer que se mantendrá una política monetaria acomodaticia, con la posibilidad de medidas cuantitativas suplementarias si la economía debiera degradarse, lo que no es el caso por el momento. Los tipos de interés a largo plazo americanos se mantendrán bajos, pese a que los márgenes de bajada son modestos, mientras que habrá que vigilar al alza eventuales tensiones como consecuencia de los anuncios de política monetaria, que no constituirían el principio de un mercado *bear*.

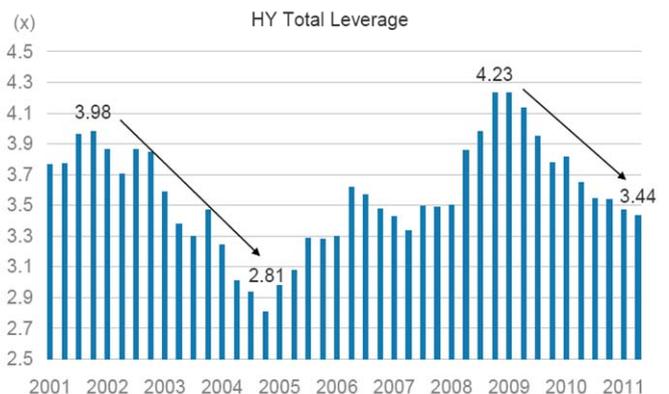
Factores de apoyo al mercado del crédito más positivos en Estados Unidos que en Europa

Respecto a los mercados crediticios, pensamos que las condiciones son más favorables en Estados Unidos, donde los fundamentales sólidos van acompañados de un crecimiento económico moderado pero positivo, de bajos porcentajes de incumplimiento y de un entorno de bajos tipos de interés, incluso si los márgenes de mejora no parecen muy amplios. En Europa la situación es más delicada: los riesgos a nivel económico son más importantes y los temores vinculados a la crisis soberana siguen estando presentes.

Europa: nuevas tensiones sobre los *spreads* periféricos



Crédito: fundamentales en expansión en Estados Unidos



Source: Morgan Stanley, Bloomberg

Note: Rent-adjusted leverage is used for the Retail sector. It is calculated as (Debt + 8*Rent Expense) / LTM EBITDAR.



MERCADO DE DIVISAS

Un euro y un yen más bajo en los próximos meses

Hacia una mayor debilidad del euro

Desde mediados de marzo, la paridad **EUR/USD** evoluciona entre 1,30 y 1,34, sin dirección clara. En un principio, el dólar se vio afectado por las declaraciones de Ben Bernanke y otras autoridades de la FED que evocaban la posibilidad de efectuar operaciones suplementarias de flexibilización cuantitativa. Al mismo tiempo, el BCE mantenía su discurso tranquilizador sobre la coyuntura y los efectos favorables de las medidas de política monetaria (LTRO a 3 años), lo que hizo retroceder las anticipaciones de bajada suplementaria del índice de refinanciación. A principios de abril, las nuevas inquietudes en torno a la crisis soberana europea – esencialmente sobre España, a raíz de la presentación del correctivo presupuestario – perjudicaron al euro, que volvió hacia 1,30 a mediados de mes. Mantenemos nuestro escenario de debilitamiento del euro (con un objetivo a 1,20 para la paridad EUR/USD). Son varios los elementos que deberían afectar al euro: la coyuntura muy degradada en muchos países de la Eurozona e incierta en otros; el riesgo de que las restricciones presupuestarias suplementarias acentúen la recesión; la tela de fondo de la crisis soberana que las decisiones adoptadas desde diciembre han modificado poco. Estos elementos deberían llevar al BCE a adoptar un punto de vista más acomodaticio. A corto plazo, las incertidumbres políticas vinculadas a varias elecciones (el 6 de mayo en Grecia, hasta junio en Francia (presidenciales y legislativas) también podrían influir. Este contexto perturbado llevó a la divisa muy cerca de su tope inferior frente al franco suizo. La paridad **EUR/CHF** se estableció en 1,20 el 18 de abril después de haber alcanzado el nivel de 1,20. El BNS reiteró su voluntad de defender este tope comprando divisas en « cantidad ilimitada ». El vicepresidente del BNS indicó que podrían adoptarse medidas suplementarias « si las perspectivas económicas y los peligros de la deflación lo exigieran ».

El BoJ confirma su voluntad de debilitar al yen

En febrero, tras las declaraciones del Banco de Japón, que fijó un ambicioso objetivo de inflación, la paridad **USD/JPY** se orientó al alza alcanzando 84 el 15 de marzo, su punto máximo desde abril de 2011. El fin del año fiscal japonés dio lugar a las tradicionales repatriaciones de capitales a finales de marzo, que establecieron a la paridad hacia 82. Este movimiento prosiguió y luego la paridad se estabilizó en torno a 81,50 a mediados de abril. Las autoridades monetarias declararon que tenían proyectado reforzar su acción, posiblemente aumentando el programa de compras de JGB. Estos anuncios parecen convencer a los operadores: las posiciones especulativas sobre el yen se volcaron recuperando su más bajo nivel desde 2007 – periodo en que el *carry trade* influía plenamente sobre la divisa japonesa. Una corrección del movimiento ligeramente alcista sobre el yen, observado desde mediados de abril, podría producirse en caso de vuelta de la aversión al riesgo (provocada por ejemplo por nuevas inquietudes en Europa). Por otra parte, el BoJ parece decidido a provocar un debilitamiento del yen adoptando las medidas necesarias para ello.

Preferencia por el dólar canadiense

Entre las divisas cuya evolución está tradicionalmente vinculada a las materias primas, el **dólar canadiense** ha resistido relativamente bien a la bajada de las cotizaciones durante las últimas semanas. Además de la proximidad entre Canadá y Estados Unidos, que debería preservar la economía canadiense en los próximos meses, la divisa podría beneficiarse de las anticipaciones de aumento de los tipos de interés. El Banco de Canadá juzga que « en un contexto de capacidades excedentarias menores y de inflación subyacente más alta, es posible que se justifique una reducción modesta de la flexibilización monetaria actualmente vigente ».

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011		19-Apr-12		2Q 2012		3Q 2012		4Q 2012		1Q 2013	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.3123	1.20	1.30	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	81.31	77	87	77	87	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	1.02	0.9888	0.95	1.05	0.90	1.00	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0383	0.97	1.07	0.97	1.07	1.00	1.10	1.00	1.10	1.00	1.10
	GBP / USD	1.55	1.6031	1.44	1.62	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60
	USD / CHF	0.94	0.9161	0.96	1.04	1.00	1.08	1.04	1.13	1.04	1.13	1.04	1.13
EUR Block	EUR / JPY	100	106.70	96	121	92	104	96	108	96	108	96	108
	EUR / GBP	0.84	0.8186	0.77	0.87	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85
	EUR / CHF	1.21	1.2022	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35	1.25	1.35	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 19/4/2012



MERCADOS DE RENTA VARIABLE

MERCADOS DESARROLLADOS

Siguen aumentando los riesgos

Temores de ralentización cíclica...

Las señales de ralentización cíclica comienzan a acumularse, tal y como lo demuestran las mediciones de PMI globales. En Estados Unidos, los índices ISM se mantienen en niveles relativamente altos; sin embargo, las últimas publicaciones relativas al mercado laboral o al sector inmobiliario revelan un debilitamiento respecto a los últimos meses. Los porcentajes de sorpresas positivas sobre las publicaciones macroeconómicas han disminuido significativamente en los países desarrollados y se acercan al nivel de 0. Aunque es demasiado pronto para hablar de un verdadero retorno de tendencia, conviene mantener una actitud prudente en un entorno afectado por las tensiones estructurales que pesan sobre el crecimiento de los países desarrollados. Esta pérdida de vigor cíclico, real o percibida, interviene cuando el efecto de las políticas monetarias expansionistas parece debilitarse. Las condiciones financieras siguen siendo mucho más favorables que en el otoño pasado y el riesgo sistémico vinculado a la refinanciación de los bancos, en particular europeos, se ha reducido fuertemente gracias a las diferentes operaciones de LTRO llevadas a cabo por el BCE. Ahora bien, el estrés sobre las deudas soberanas europeas aumenta rápidamente debido a la degradación de las perspectivas de evolución de las cuentas públicas de numerosos países europeos y a las incertidumbres vinculadas a la gobernancia de la Eurozona. Por otra parte, las inquietudes debidas a un estrechamiento fiscal en Estados Unidos después de las elecciones presidenciales y las consecuencias sobre el crecimiento americano en 2013 podrían volver a situarse en primer plano.

...mientras aumenta el estrés sobre las deudas soberanas

Para la temporada de publicación de los resultados del primer trimestre que empieza, las expectativas son relativamente mesuradas, y el riesgo de decepción es por lo tanto limitado. Por consiguiente, esto no debería influir sobre el ratio de revisiones de beneficios, que mejoró significativamente durante las últimas semanas. Sin embargo, las expectativas a más largo plazo, para el año en curso y para 2013, siguen siendo demasiado ambiciosas. En efecto, las anticipaciones del consenso de los analistas *bottom-up* relativas a la progresión de las cifras de venta no nos parecen desmesuradas puesto que integran una ralentización significativa. En cambio, la expectativa de una prosecución del aumento de los márgenes a partir de los altos niveles actuales, con un crecimiento de las ventas en fuerte disminución, nos parece más dudosa. En consecuencia, las progresiones de resultados del 12% anticipadas para los 12 próximos meses para el mercado mundial (MSCI WORLD) siguen siendo demasiado optimistas.

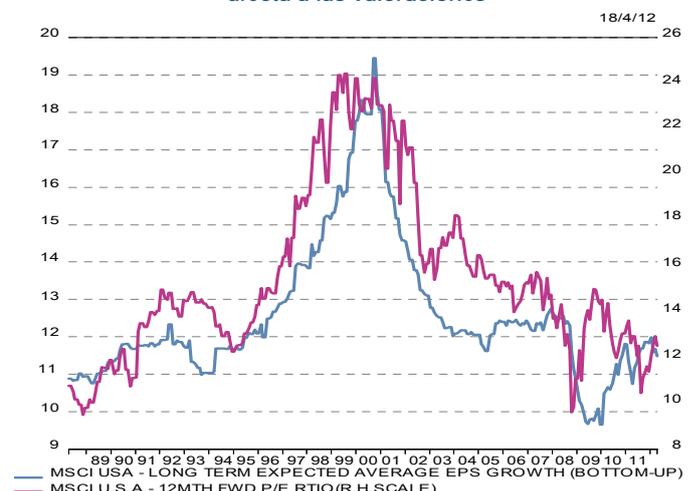
Riesgos limitados sobre la temporada de publicación de resultados, pero expectativas demasiado altas a largo plazo

Globalmente, los niveles de valoración no constituyen un factor de apoyo incondicional, incluso si pueden parecer ligeramente bajos en comparaciones históricas. Las fuertes tensiones que pesan sobre el crecimiento mundial limitan cualquier potencial de expansión duradera de los múltiplos de valoración a partir de los niveles actuales.

PMI mundiales: ¿próxima ralentización cíclica?



El crecimiento limitado de los beneficios afecta a las valoraciones





MERCADOS DESARROLLADOS

El único criterio de valoración extremadamente favorable para la renta variable es el de la prima de riesgo respecto a los empréstitos estatales o a la renta fija empresarial, incluso si se explica parcialmente por el activismo de los bancos centrales para mantener las curvas de tipos a niveles históricamente bajos.

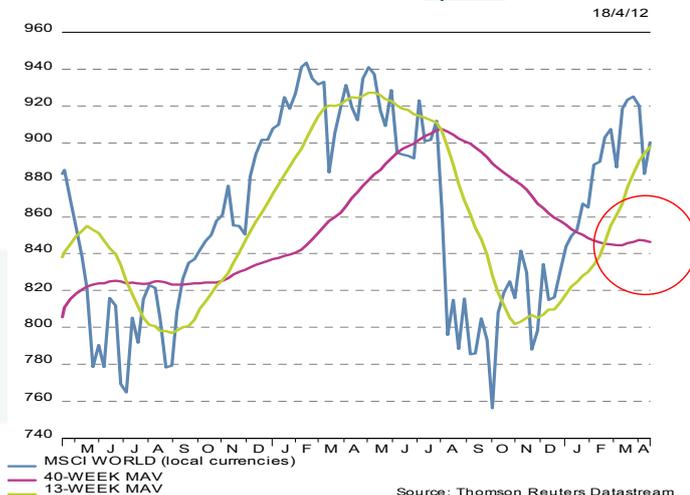
En base a los indicadores técnicos, los mercados de renta variable están en una situación precaria. Si bien los indicadores de tendencia se mantienen muy prometedores, éstos se encuentran muy cercanos a sus puntos de inflexión. Los indicadores de opinión, por su parte, entregan mensajes que oscilan entre una posición neutra (opinión de los inversores individuales o de los « advisors ») y prudente para el VIX. En efecto, éste se sitúa a un nivel muy bajo, reflejando un nivel de complacencia que constituye un alto riesgo en base a un enfoque contrapuesto.

Seguimos prefiriendo los mercados estadounidense y japonés...

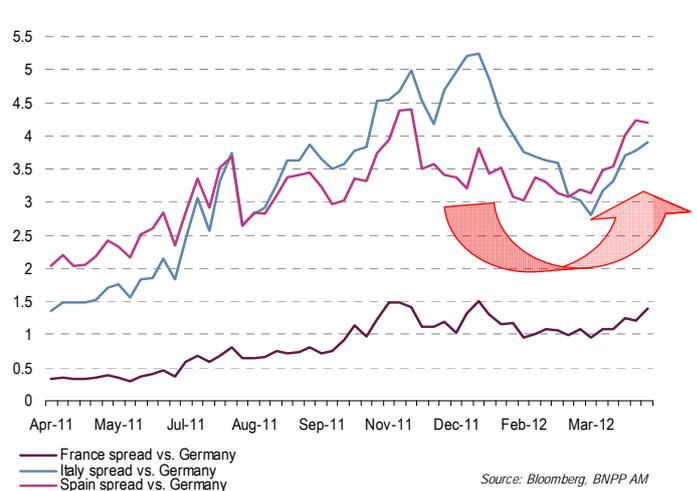
En términos de asignación regional, seguimos prefiriendo el **mercado estadounidense**. Su nivel de valoración no es particularmente atractivo pero refleja su carácter defensivo, y un entorno macroeconómico y unas condiciones financieras más favorables que la media. Asimismo, seguimos prefiriendo el **mercado japonés**. Más allá de su atractivo nivel de valoración, apostamos sobre el debilitamiento gradual del yen, que debería seguir apoyando las perspectivas de beneficios. En este contexto, los inversores internacionales deberían conservar una posición de compradores netos, lo que constituye un factor extremadamente positivo. Aumentamos a neutra nuestra exposición al **mercado australiano**. El aumento de la probabilidad de bajada de los tipos de interés, que siguen muy altos en términos reales y nominales, es de buen augurio para el sector financiero, que representa cerca de la mitad de la capitalización de este mercado. Este factor, así como unos favorables niveles de valoración, compensan el alto nivel del dólar australiano. Conservamos una exposición neutra al **mercado británico** pese a una valoración relativamente favorable. En efecto, la política monetaria en el curso de los próximos meses podría ser menos positiva de lo esperado inicialmente, habida cuenta de las recientes cifras de actividad económica, relativamente sólidas, y de una desinflación menos rápida de lo esperado. También nos mantenemos neutros en el **mercado suizo** cuya carestía refleja el carácter defensivo. Reducimos nuestra exposición al **mercado de la Eurozona** pasando a una posición ligeramente infraponderada. La resurgencia de las tensiones sobre el riesgo soberano de los países de la zona, mientras se debilita el impacto de los últimos LTROs del BCE, afecta al mercado; por su parte, los niveles de valoración, si bien no son altos, tampoco están completamente deprimidos. Finalmente, mantenemos una exposición prudente al **mercado canadiense**. El sesgo de la política monetaria del Banco de Canadá se ha hecho más restrictivo. Esto debería sostener al CAD y pesar sobre las anticipaciones de beneficios, mientras la evolución de los precios de las materias primas sigue ejerciendo una presión bajista sobre las valoraciones relativas.

...mayor prudencia sobre la Eurozona

Indicador de tendencia en un punto crítico



Eurozona: aumenta el estrés soberano





MERCADOS EMERGENTES

Tendencia alcista, pero lenta

*Tendencia alcista,
pero opinión negativa*

Los indicadores técnicos y de opinión en los mercados emergentes se encuentran en consolidación. Esta fase de corrección está más avanzada en Asia, estimulada por la bajada de los índices indio y chino, sobre todo después de las especulaciones de aterrizaje forzoso de la economía china. Los datos económicos sorprenden de forma neutral a negativa en este sentido. El optimismo de los inversores también ha decaído, en simpatía con la reciente bajada de los mercados y con las nuevas incertidumbres sobre la deuda soberana europea.

La tendencia alcista de los índices emergentes se mantiene intacta, alimentada por las anticipaciones de recuperación del ciclo económico mundial y por la liquidez abundante mantenida por los bancos centrales. Los indicadores adelantados de la OCDE deberían seguir orientados al alza en los próximos meses, lo que es históricamente positivo para las bolsas emergentes. Por el contrario, la próxima subida no será de la misma envergadura que en el primer trimestre. Se requiere mayor selectividad, justificada por fundamentales divergentes como el ciclo monetario, y por un apetito más mesurado por el riesgo. Esto se ve confirmado por la correlación entre las clases de activos que se encuentra en sus más altos niveles históricos, generando un contexto propicio para las correcciones.

Baja rentabilidad de los BRICs, se recuperan los pequeños mercados

El análisis de las rentabilidades relativas revela un comportamiento interesante. En efecto, los índices que presentan las mejores rentabilidades en el primer trimestre (principalmente los mercados BRICs), y cuyos resultados han sido muy correlacionados, son víctimas de una rotación en favor de los índices de carácter secundario. Esto sucede en particular en los pequeños mercados como África del Sur e Indonesia. Es el resultado de la asignación *top-down* de los inversores, que atribuyen poca importancia a los fundamentales de cada mercado pero que consideran a la renta variable emergente como una herramienta preferencial para apostar por el riesgo. En base a este enfoque, las mejores rentabilidades a corto plazo parecen ser Corea, Malasia, Indonesia o África del Sur, mientras que China o Brasil sólo deberían volver en algunas semanas más.

Crecimiento moderado de los beneficios, aunque orientados al alza

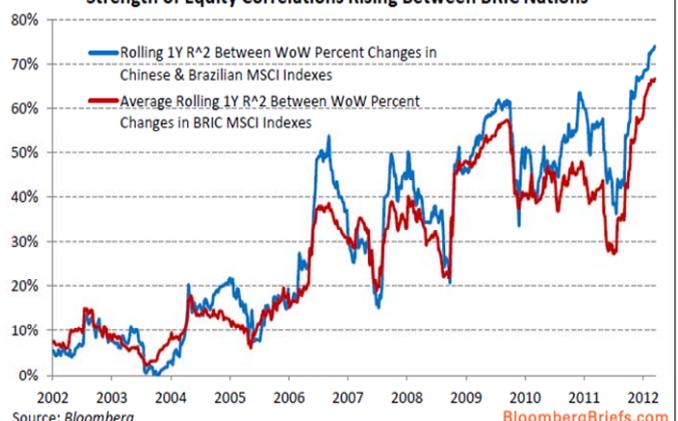
Los múltiplos de valoración de las bolsas emergentes se mantienen muy inferiores a su tendencia histórica y aún muestran una importante desviación del 20% respecto a las bolsas desarrolladas. Esta percepción de riesgo superior en las bolsas emergentes no corresponde a los fundamentales económicos a medio y largo plazo. En efecto, los últimos indicadores muestran una fuerte resistencia de las economías emergentes a los choques externos, mientras que los fundamentales económicos, como el consumo privado, la tasa de endeudamiento o el equilibrio presupuestario, no dejan de mejorar. Si prosigue la recuperación del ciclo económico, los beneficios aumentarán, especialmente en Asia donde los mercados son más cíclicos. Sin embargo la tasa de crecimiento será moderada, ya que los márgenes de beneficios seguirán afectados por la presión sobre los costes (inducida principalmente por las materias primas y los salarios).

Indicadores de opinión en consolidación



Fuente: Datastream, BNPP AM

¿Globalización o comportamiento gregario?
Strength of Equity Correlations Rising Between BRIC Nations



Source: Bloomberg

Fuente: Bloomberg, BNPP AM



MERCADOS EMERGENTES

Vuelta a los fundamentales, y mayor selectividad

China: técnicamente en su más bajo nivel, pero las señales económicas son favorables

Nos mantenemos positivos sobre **China**. El mercado sufrió una fuerte corrección en marzo, abandonando más del 10%. Una parte de la bajada había sido anticipada, sobre todo después del fuerte *rally* de principios de año. Entre los factores que alimentaron la volatilidad sobre los mercados y las especulaciones sobre un aterrizaje duro de la economía, cabe mencionar: la fuerte desaceleración de la actividad económica y de las inversiones, la debilidad de la demanda externa, la bajada de los precios del sector inmobiliario, y también las rivalidades políticas en torno a la transición del liderazgo chino. Las autoridades aumentaron los créditos a los sectores clave y adoptaron una política monetaria menos restrictiva, a la vez que aceleraron las reformas. El sector inmobiliario volvió a ser accesible comportándose como catalizador importante para volcar el sentimiento y la tendencia de los mercados. La valoración está deprimida. Finalmente, los indicadores técnicos suponen que se ha alcanzado un punto mínimo en el mercado.

Rusia y Brasil: sólidos fundamentales domésticos, pero atención a la inflación

El sesgo es positivo para **Rusia**. La renta variable forma parte de las menos caras del mundo y ofrece una protección interesante en caso de crisis en Oriente Medio. Los fundamentales económicos son sólidos, con un crecimiento del PIB del 4,4% en 2011, y una tasa similar para 2012. Por otra parte, los riesgos políticos son menores después de las elecciones presidenciales. Mantenemos la sobreponderación sobre **Brasil**, pero la valoración se ha vuelto cara. La demanda doméstica está apoyada por las buenas perspectivas laborales y por la evolución favorable de los tipos de interés. La inflación sigue siendo alta y los actores económicos dudan que baje en el futuro, lo que evidentemente complicará la política monetaria del Banco Central y afectará a los márgenes de beneficios de los bancos. La estabilización de su principal socio comercial, China, también es favorable pues el índice Bovespa está muy correlacionado con la bolsa china.

Recuperación económica favorable para los mercados cíclicos. Taiwán perjudicado por la tributación de las ganancias sobre los capitales

Neutralidad sobre **Corea del Sur**. La economía debería mejorar en el curso de los próximos meses gracias a las exportaciones. En efecto, los indicadores precursores de la OCDE y el ISM americano están positivamente orientados, lo que debería sostener las economías cíclicas. Se espera un aumento del 3,5% sobre el PIB este año, y acelerarse al 4% en 2013, con una tasa de inflación estable. El índice Kospi se mantiene sostenido por sus principales componentes cíclicos que son el automóvil y la tecnología. Crecimiento sostenido de los beneficios y valoración favorable. Neutralidad sobre **Taiwán**. Las perspectivas sobre los valores tecnológicos americanos son favorables, y el índice TAIEX, compuesto por más del 60% de valores IT, aún ofrece un fuerte potencial de recuperación respecto al índice NASDAQ. Pero el espectro de un impuesto sobre las ganancias en capitales parece un poderoso obstáculo para futuras rentabilidades.

Problemas estructurales en la India

Prudencia sobre la **India**, justificada por la parálisis política que bloquea todos los esfuerzos de reformas y por los fundamentales económicos desfavorables. Las presiones inflacionistas aumentan, mientras que la actividad económica da señales de agotamiento, complicando fuertemente los márgenes de maniobra de las autoridades monetarias. Tras una inesperada bajada de su tipo rector, el Banco Central indicó que el potencial de bajada estaba agotado. Sesgo negativo sobre **Turquía**. Los fundamentales coyunturales y presupuestarios siguen mejorando, mientras que las intervenciones del BCE han reducido fuertemente los riesgos de una salida precipitada de los capitales de Turquía. El considerable déficit de la balanza corriente, y su financiación, constituyen el principal factor que justifica nuestra prudencia en este mercado.

Crecimiento de los beneficios: bajo pero bien orientado



China: crecimiento moderado pero equilibrado





ESTRATEGIAS ALTERNATIVAS

MATERIAS PRIMAS

Preferencia por el oro

La bajada de los precios del petróleo podría ofrecer buenas ocasiones en el segundo semestre

El ligero retroceso del optimismo sobre la situación macroeconómica en Estados Unidos en estas últimas semanas ha afectado las cotizaciones del **bruto**, pasando el *brent* por debajo de los \$ 120 por barril por primera vez desde febrero. Las inquietudes geopolíticas pasaron a un segundo plano (más por la ausencia de deterioro del clima geopolítico que por una verdadera mejora de la situación), provocando una reducción de las posiciones por parte de los especuladores. Sin embargo, pensamos que esta bajada de las cotizaciones del petróleo, si se confirma en las próximas semanas, podría ser muy positiva para las perspectivas a medio plazo. Primeramente porque limita los riesgos de ver la demanda de crudo contraerse fuertemente por efecto de los precios, en un momento en que el crecimiento económico es débil en ciertas regiones. Por otra parte, volver a cotizaciones hacia los \$ 110 haría menos probable (o menos justificable) la decisión de utilizar una parte de los inventarios estratégicos de crudo. Finalmente, en un grado menor, esta corrección de los precios podría reforzar la influencia de los principales países productores de la OPEP, liderados por Arabia Saudita, que no han dejado de declarar que no había penuria de petróleo en los mercados físicos y que se consideran como el « Banco Central » del petróleo. Por consiguiente, nos mantenemos neutros sobre el petróleo, en espera de posibles oportunidades en la segunda parte del año.

Las cotizaciones de los **metales básicos** han seguido cediendo terreno a raíz de los temores de una ralentización más marcada de lo previsto en China. La cifra del crecimiento en el primer trimestre, ligeramente inferior a las expectativas, alimentó los temores de una bajada de las importaciones de cobre tras varios meses en altos niveles. Sin embargo, nos mantenemos confiados sobre las perspectivas de crecimiento de la economía china para los próximos trimestres y podríamos adoptar una posición más positiva sobre los metales si prosiguiera la corrección. Nos mantenemos neutros sobre los metales básicos.

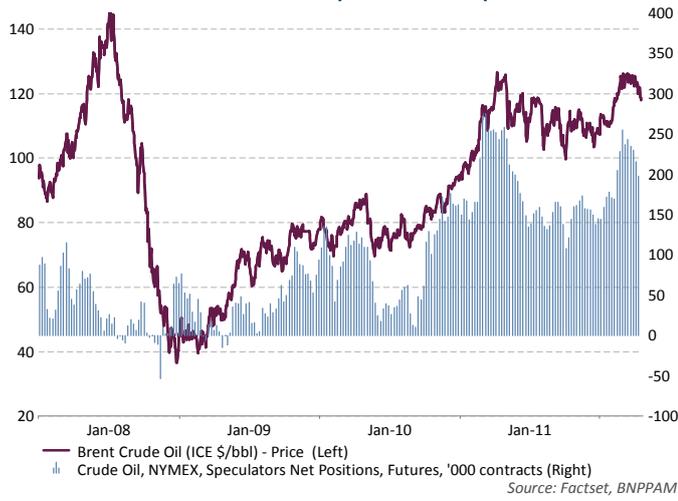
El apetito de los inversores por el oro debería mantenerse sólido en 2012

Persiste la volatilidad de las cotizaciones del **oro**: el metal pasó por debajo de los \$ 1.700, su nivel más bajo desde enero. Las incertidumbres en torno a la política monetaria de la FED (principalmente sobre el QE3) impactaron fuertemente en los « inversores tácticos » sobre el oro, generando una fuerte bajada de las posiciones especulativas. Pensamos que estas reacciones son excesivas y la resistencia de los ETFs auríferos supone que la demanda de inversión no se resume a una simple « apuesta sobre la liquidez ». Nos mantenemos positivos sobre el oro.

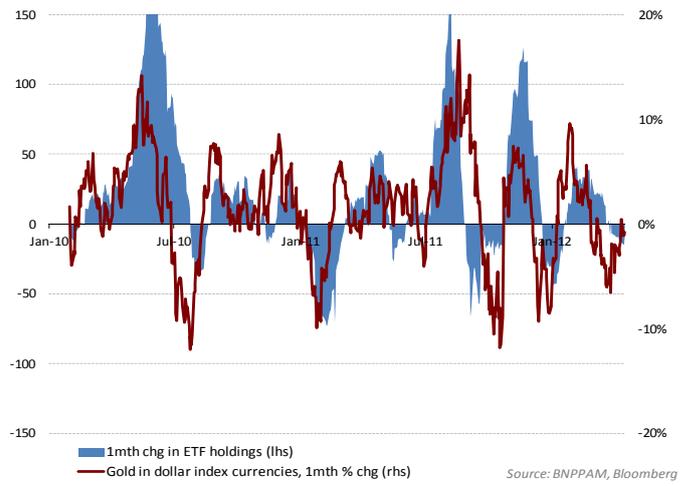
Los mercados **cerealeros** se mantienen muy dependientes de las estadísticas de producción. La soja tiene una rentabilidad muy superior al trigo y al maíz desde principios de año, debido a una cosecha menos productiva de lo previsto en América del Sur. Sin embargo, las posiciones especulativas sobre la soja han alcanzado récords, lo que podría limitar el potencial alcista. Nuestra posición sobre los cereales es neutra.



Petróleo: retroceden las posiciones especulativas



Oro: buena resistencia de los ETFs auríferos





CONTACTOS & ADVERTENCIA

Los gráficos presentados en este documento han sido actualizados en abril de 2012, salvo indicación contraria. BNPP IP es la fuente a 19 de abril de 2012 de los datos cifrados descritos en esta comunicación, excepto en caso de indicación específica.

Equipo Estratégico:

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

Guillaume Hollier-Larousse

Dong-Sinh Ngo

Dominique Schultthes

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.

