

FBA Europa
Fondo Común de Inversión

Memoria

Señores Cuotapartistas:

En cumplimiento de disposiciones legales y reglamentarias ponemos a vuestra disposición la Memoria de FBA Europa Fondo Común de Inversión por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2011.

Contexto Local:

Como venía aconteciendo, Argentina continuó participando del “decoupling” (desacoplamiento) ocurrido entre las economías emergentes y las centrales; esto es, mientras las emergentes siguieron mostrando niveles de actividad particulares y ritmos propios en la evolución de sus principales indicadores; en las centrales, persistieron las preocupaciones cíclicas y financieras. Aun así, dichas preocupaciones conllevan a estimar que, a futuro, las economías periféricas podrían sufrir la ralentización en sus tasas de crecimiento, precisamente por la persistencia de los problemas en los países centrales.

Según datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), el PBI real argentino creció un 9.4% en el acumulado de los nueve primeros meses del año, presentando un alza del 9.3% en el tercer período al ser medido en términos interanuales y subiendo un 1.1% en la serie desestacionalizada con respecto al segundo lapso. Durante el ejercicio, se destacó la performance del sector servicios que tuvo un crecimiento del 9.4%, mientras que el de bienes, lo hizo en un 8.2%.

Al término del tercer trimestre del año, el desempleo alcanzó el 7.2% de la población económicamente activa. De esta forma, la desocupación cayó en 0.3 puntos porcentuales con respecto al nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, siendo la propia dinámica económica la que posibilitó una disminución en la tasa de desocupación.

Por otra parte, la inflación oficial acumuló un alza del 9.5% al mes de noviembre; según información publicada por el INdEC.

En el período enero-noviembre, la balanza comercial resultó superavitaria en U\$S 10.067 millones; con exportaciones por U\$S 78.001 millones e importaciones por U\$S 67.934 millones. Los incrementos de las ventas al exterior fueron posibles por la fuerte suba que arrojaron los precios internacionales (principalmente, los de las commodities), mientras que las cantidades se ubicaron en niveles históricos promedios. Las importaciones, por su parte, siguieron al fuerte desarrollo de la actividad económica interna en un contexto internacional de, todavía, precios en alza.

Por su parte, la recaudación tributaria -en el acumulado del año y hasta el mes de noviembre- alcanzó los \$ 491.221 millones, creciendo un 32.1% en términos interanuales y siendo impulsada, fundamentalmente, por los principales impuestos internos (dado el buen desempeño de la actividad económica local) así como por la seguridad social.

El gasto primario del sector público alcanzó los \$ 380.586 millones, creciendo hasta el mes de noviembre un 33.3%. En dicho gasto, se verificó el alza de las transferencias otorgadas al sector privado (subsídios). Por último, el superávit primario se ubicó en los \$ 13.033 mil millones hasta el mes de noviembre, lo que significó una merma del 52% con respecto del nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior.

En lo que respecta al sistema financiero, se destacó la aceleración del stock de préstamos al sector privado, el cual creció a una tasa del 44.8% durante los primeros 11 meses del año. Respecto de los depósitos, los correspondientes al sector privado crecieron algo más de un 23.4% en el mismo período, impulsados -esencialmente- por los nominados en pesos, ya que los nominados en dólares lo hicieron en un 13.5%.

La intervención del Banco Central de la República Argentina (B.C.R.A.) en el mercado de cambios superó durante el año los U\$S 2.800 millones, logrando revertir en las últimas semanas del ejercicio la tendencia negativa verificada entre los meses de agosto y octubre, lapso en el que se vendieron U\$S 4.783 millones. Por su parte, las reservan internacionales -medidas hasta el 16 de diciembre- alcanzaron los U\$S 45.000 millones, cayendo en U\$S 7.100 millones respecto de las existentes a fines de 2010.

En lo que refiere a las tasas de interés, la Badlar de bancos privados evidenció un incremento en sus niveles de volatilidad dado el incremento en la percepción del riesgo producido por acontecimientos del mercado doméstico e internacional. Así, tras comenzar el año con un nivel de 11% llegó a ubicarse alrededor del 18.9% en el mes de diciembre del 2011.

El peso, por su parte, finalizó el año 2011 en un valor de 4,3032 \$/U\$S (tipo de cambio de referencia del B.C.R.A.), depreciándose un 8.23% durante todo el ejercicio. Su valor mínimo con respecto al dólar lo alcanzó el día 29 de diciembre cuando tocó los 4,3035 \$/U\$S, mientras que su máximo valor respecto de la moneda estadounidense fue de 3,9715 \$/U\$S el día 06 de enero. De esta forma, el valor promedio del tipo de cambio se ubicó en 4,1296 \$/U\$S. Hacia fines del mes de octubre, el B.C.R.A. dispuso una serie de medidas con impacto en el mercado cambiario, tales fueron: el restablecimiento de la obligatoriedad de liquidar divisas en el país a las compañías mineras y petroleras, la repatriación de inversiones en el exterior a las compañías aseguradoras y la ampliación de requisitos para la compra de dólares.

Tras la suba del 51.83% verificada durante el período anterior, la bolsa local se deterioró un 30,11% durante el 2011, superando la merma del 29% que había experimentado en el 2001. En el primer semestre, el rendimiento del índice Merval fue negativo en un 4.62%, mientras que en la segunda parte del año, el decrecimiento fue más brusco, hasta llegar el 26.72%.

A diferencia de lo ocurrido con el mercado accionario, y si bien la renta fija argentina no escapó a la incertidumbre derivada del contexto internacional, siguió constituyéndose en una oportunidad de inversión. En lo local, destacaron las performances de los títulos públicos atados al PBI, así como las de los bonos ajustados por tasa Badlar. De la misma manera, se comportaron los títulos en dólares de corto plazo.

Por otra parte, el oro que hasta el mes de septiembre experimentó una fuerte suba llegando a tocar los U\$S 1.900 la onza troy, vio deteriorar su precio en los últimos meses del año. De todas maneras, terminó el 2011 con una suba del 10,1%, ubicándose en los U\$S 1.547 la onza.

Respecto de los principales acontecimientos de carácter social y político producidos durante el ejercicio, destacaron: a) la reelección de la presidenta Cristina Fernández

de Kirchner en el mes de octubre y el comienzo de su segundo mandato presidencial, b) la continuidad del dinamismo verificado en las negociaciones salariales entre empresarios y trabajadores.

Contexto internacional

Debilidades económicas estructurales operaron como telón de fondo durante todo el año e, incluso, llegaron a permanecer sin resolución a fines del mismo. Sumada a ellas, la actividad económica sufrió el impacto surgido de otras variables como, por ejemplo, el terremoto y tsunami que afectó a Japón y los disturbios sociales ocurridos en países productores de petróleo. En este sentido, se destacó la aparición del fenómeno político y social denominado "primavera árabe" y que produjo el derrocamiento del egipcio Hosni Mubarak, del tunecino Ben Alí y del libio Muamar al Gadafi.

Sintéticamente, puede decirse que mientras Estados Unidos (EE.UU.) trató de conciliar medidas tendientes a permitir el estímulo económico, la consolidación fiscal y el establecimiento de los límites del endeudamiento, en la Zona Euro la reiteración de las turbulencias financieras provocó que los inversores huyeran de los activos más riesgosos, con consecuencias inmediatas sobre la economía real.

De este modo, la perspectiva de recuperación de los países desarrollados resultó incierta, sobre todo cuando se puso de manifiesto que la elaboración e implementación de las reformas resultaba sumamente compleja. Aún así, en Europa, las políticas económicas implementadas lograron contener la crisis en los países periféricos de la región, evitando una volatilidad de niveles extremos.

Los países emergentes, por su parte, se beneficiaron de los altos precios de las commodities y mostraron menores riesgos que los europeos. En Latinoamérica, las tensiones internacionales se focalizaron en los mercados de acciones y bonos, sin impactar en la confianza ni en el crédito doméstico. A pesar de la caída en la demanda internacional, los términos de intercambio continuaron siendo favorables.

El mercado asiático, por su parte, afectó negativamente a los activos de riesgo - preferentemente durante el 1º Semestre del año- debido a la ascendente inflación china y a la crisis nuclear japonesa. Respecto de China, el intento por controlar sus precios a través de políticas monetarias restrictivas, originó incertidumbre sobre los

niveles de actividad con que recería y en cuánto contribuiría sobre la economía global.

A principios de 2011, Ben Bernanke -titular de la Reserva Federal (Fed)- afirmó en EE.UU. que el retorno a los niveles de desempleo normales llevaría un tiempo considerable. De esta manera, si bien se manifestaba optimismo respecto de una recuperación económica, no se prescindía del estímulo al sistema financiero por U\$S 600 mil millones proyectado para el ejercicio.

En Europa, la nota del mes la constituyó la expectativa por la decisión de los Ministros de la Unión Europea (UE) respecto de futuros cambios en el fondo de rescate de la Zona Euro. Específicamente, se enfrentaba la posición de Alemania, que parecía no advertir la necesidad de aumentar el tamaño de dicho fondo. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) propuso realizar tests a los agentes financieros de la UE con el objetivo de prevenir una nueva crisis global.

En Asia, resurgió la inquietud respecto de si China adoptaría medidas de ajuste monetario a fin de combatir su inflación. Esto ocurrió cuando se conoció que su economía había crecido un 10.3% en el 2010, acelerándose respecto del crecimiento registrado en el período previo.

En el mercado de commodities, el año se inició con los precios del barril de crudo alcanzando su más alto nivel en más de 2 períodos, impulsado por el optimismo sobre su futura demanda. La crisis política egipcia (que provocaría en febrero el alejamiento del presidente Hosni Mubarak) impulsó los futuros del Brent hacia los U\$S 100 el barril.

En Latinoamérica, Brasil aumentó la tasa básica de interés desde el 10.75% al 11.25% anual, intentando controlar sus niveles inflacionarios.

En el mes de febrero, los mercados operaron con volatilidad, debido a los acontecimientos políticos egipcios y al temor porque la conflictividad se extendiera a otros países de Asia y África. Además, la tasa de inflación china alimentó dudas respecto de posibles subas en sus tasas y encajes bancarios.

La agencia S&P (Standard & Poor's) rebajó la nota de deuda de largo plazo de Irlanda (desde "A" a "A-") manteniendo su perspectiva negativa dada la incertidumbre sobre la

recapitalización de sus bancos. El Banco Central Europeo (BCE), por otra parte, mantuvo las tasas de interés en su mínimo récord del 1%, a pesar de los temores inflacionarios.

Tal como era esperado, China subió sus encajes bancarios en 0.5 puntos porcentuales, concretando la segunda suba anual y el octavo ascenso desde comienzos del año pasado.

Los sucesos políticos acaecidos en Libia (y que llevarían a la caída del “hombre fuerte” de ese país: Muamar al Gadafi) y en otros países productores de crudo, imprimieron volatilidad a las commodities. La posibilidad que se produjera una baja en la oferta de crudo reavivó el temor inflacionario y el de recesión. En estos días, el precio del crudo superó los U\$S 110 el barril.

A principios del mes de marzo, los acontecimientos libios reavivaron el temor porque se diera una fuga de capitales desde los mercados emergentes a los desarrollados. En el mercado de commodities, los acontecimientos elevaron el precio del oro, que alcanzó -el martes 02- el récord de U\$S 1.434 la onza, superando su máximo verificado en diciembre. La utilización del mismo fue clara: refugio de valor en el marco de tensiones geopolíticas.

Aun con estos acontecimientos, fue Japón quien ocupó el centro de la escena: por una parte, la agencia de calificación Moody's cambió de estable a negativa la perspectiva de nota de crédito del país, alertando que sus políticas podían no ser suficientes como para controlar su deuda pública. Por otro lado, el terremoto y tsunami ocurridos el día 11, sembraron interrogantes respecto de sus posibilidades económicas futuras. Sólo la estabilización en la usina nuclear damnificada por el desastre alentó a los mercados, a la vez que el alza del Yen previno sobre intervenciones que en el mercado de divisas pudieran llevar a cabo los bancos centrales a fin de resguardar el valor de sus monedas.

Mientras tanto, en Europa, los Ministros de Finanzas acordaron que el fondo de rescate permanente en favor del área tendría un capital por U\$S 991,20 mil millones y que podría prestar hasta U\$S 711,34 mil millones a países miembros con dificultades de financiación.

El mes de abril mostró mercados operando con altibajos, en un contexto donde permanecieron las preocupaciones por la situación japonesa, el conflicto libio y la crisis de deuda europea. La incertidumbre sobre la situación del endeudamiento estadounidense y la posibilidad de que fuera necesaria la reestructuración de la deuda griega, alimentó la aversión al riesgo.

En EE.UU., S&P cuestionó el vigente rating crediticio del país (“AAA”) con un Outlook Negativo/A-1+ desde el Estable/A-1+. Así, expresaba su visión negativa a los problemas de deuda y al déficit presupuestario. En Europa, S&P rebajó -por segunda vez en menos de una semana- la nota de calificación de riesgo de la deuda portuguesa, desde “BBB” a “BBB-”. Ya había disminuido la misma el 24 de marzo, poco después de una medida similar aportada por Fitch. Esta última, disminuyó la nota de crédito de Portugal hasta “BBB-”. Moody’s, revisó hacia abajo las notas de los principales bancos irlandeses, tras disminuir la nota del país en dos grados.

Mientras tanto, Irlanda intentó renegociar los intereses de un préstamo de € 85 mil millones otorgado el año anterior por la UE y el FMI a fin de evitar su bancarrota. Por su parte, autoridades del FMI, de la Comisión Europea y del BCE (posteriormente denominadas en conjunto, “troika”) se reunieron a fin de negociar los términos de un paquete de ayuda a Portugal. Como contrapartida al mismo -estimado en € 80 mil millones- el país adoptaría medidas de austeridad fiscal.

Por último, los inversores recibieron con sorpresa la noticia de la cuarta suba del nivel de encajes bancarios chinos, el cual fue elevado a fin de “enfriar” el dinamismo de la actividad económica.

Hacia fines de mes, la valor del oro superó por primera vez la marca de los U\$S 1.500 la onza, impulsado por diversos factores tales como la desvalorización del Dólar y la presión inflacionaria. La plata, a su vez, alcanzó el mayor nivel en 31 años, al ubicarse en U\$S 44,79 la onza.

En el mes de mayo, el presidente Barack Obama anunció la muerte del líder de Al Qaeda, Osama bin Laden, llevada a cabo por tropas estadounidenses en Pakistán. El hecho provocó -en lo inmediato- la recuperación del Dólar, la caída del precio del crudo y el alza de las principales bolsas internacionales. Mientras tanto, en Europa volvieron a hacerse sentir los problemas de endeudamiento de los países: el

interrogante consistió en saber si los planes de ayuda de la UE y del FMI bastarían para resolver los problemas de los afectados.

S&P redujo en dos grados la nota de Grecia, desde "BB-" a "B", ante la probabilidad de que el país tuviese que reestructurar su deuda. Irlanda, por su parte, solicitó que toda nueva ayuda o cambio en los requerimientos de financiación a Grecia, se les extendiese automáticamente. La declaración de prisión al director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn (y su posterior renuncia) se constituyó en sorpresa, ocurrida cuando los líderes de la Zona Euro buscaban evitar un agravamiento de la crisis.

A favor de Portugal, los Ministros de Finanzas de la UE aprobaron un plan de rescate por € 78.000 millones. El gobierno luso se comprometió con el recorte del gasto y el lanzamiento de un plan de privatizaciones.

Ante las débiles proyecciones económicas y las dificultades para reducir el nivel de endeudamiento, las rebajas en las calificaciones de deuda se extendieron por distintas agencias a distintos países: Moody's informó que los ratings de los países europeos podrían verse afectados en caso de una reestructuración de la deuda griega y advirtió estar trabajando en la nota de calificación de algunos bancos británicos; S&P redujo la perspectiva de deuda italiana a "negativa"; Fitch, la de la deuda griega a "B+". También disminuyó la perspectiva crediticia de Bélgica desde "estable" a "negativa" y revisó la perspectiva de la calificación crediticia de la deuda japonesa a "negativa".

Por el contrario, S&P enfatizó su recomendación de inversión en Brasil. En tal sentido, subió la perspectiva positiva a la nota del país. Entre los motivos para la alteración, citó la solidez de crecimiento de su economía basada en factores externos y domésticos.

Hacia mediados de año, los inversores operaron con cautela ante la posibilidad de una situación de "default" en los EE.UU. que se produciría si los partidos políticos del país no acordaban aumentar su nivel de endeudamiento. En tal sentido, Moody's advirtió que podría revisar a la baja sus notas a la deuda del país, a la vez que Fitch previno que podría rebajar las calificaciones soberanas a "default restringido" si el Gobierno no lograba honrar el pago de bonos del Tesoro y otros cupones con vencimiento el próximo 15 de agosto.

En Grecia, mientras tanto, concluía la auditoria de los funcionarios de la UE y del FMI sobre las medidas de ajuste y el plan de privatizaciones que le permitiría al país recibir € 12.000 millones de ayuda, en el marco del paquete de rescate por € 110.000 millones acordado durante el año anterior. El día 22 de junio, el gobierno de George Papandreu logró un voto de confianza parlamentario a favor de avanzar en dicho plan de ajuste evitando, así, la primera moratoria de la historia de la Zona Euro.

El miércoles 29, el Parlamento griego aprobó medidas por las que se preveía ahorrar € 28 mil millones hasta el año 2.015. El jueves 30, aprobó la segunda ley del plan de ajuste y la UE anunció que, de esta forma, el país cumplía con las condiciones necesarias para desbloquear el crédito por € 12.000 millones.

Mientras tanto, Moody's anunció la revisión de la nota de 16 bancos italianos, tras advertir que podría reducir la nota soberana del país. Por el contrario, elevó el "rating" de la deuda soberana brasileña desde "Baa3" a "Baa2", otorgándole perspectiva positiva.

El mes de julio se inició con los inversores expectantes por las negociaciones entre el Congreso y el gobierno estadounidense a favor de incrementar el techo del endeudamiento del país. El punto muerto de las conversaciones entre la Casa Blanca y el Congreso para aumentar el límite (vigente en U\$S 14,29 billones) elevó el temor de que no se alcanzase el acuerdo antes del 02 de agosto (fecha límite).

La afirmación de S&P al decir que el plan negociado por las autoridades europeas y el FMI para aliviar la deuda griega podría desencadenar un cese de pagos y el recorte del rating crediticio de Portugal llevado a cabo por Moody's, agregó tensión entre la UE y las agencias de calificación al analizar la crisis y las respuestas gubernamentales formuladas para aliviarla.

Mientras tanto, el BCE elevó la tasa de interés de la Zona Euro en 0.25 puntos porcentuales, hasta el 1.5%; en un esfuerzo por combatir las presiones inflacionarias. Recordemos que el organismo ya había elevado las tasas en abril, siendo la primera institución financiera de las economías desarrolladas en ajustar su política monetaria. Por otra parte, la decisión de China de subir el nivel de tasas por tercera vez en el año, provocó volatilidad en los mercados.

En una cumbre extraordinaria del Eurogrupo, los Ministros de Finanzas reconocieron que podría ser necesaria alguna forma de moratoria de la deuda griega a fin de interrumpir el contagio a Italia y España. Finalmente, fue aprobado un segundo programa de rescate a Grecia: el mismo se constituyó por € 159.000 millones; € 109.000 con financiación oficial (Eurozona y FMI) y € 50.000 millones, con prestación privada. Además, se acordó la reducción de las tasas de interés y la extensión de los plazos de vencimiento. El relajamiento de las condiciones de financiación beneficiaría también a Irlanda y a Portugal.

En un escenario de alta volatilidad, por primera vez en su historia, el oro pasó la marca de los U\$S 1.600 la onza en Nueva York.

El mes de agosto se inició con el acuerdo de último momento alcanzado entre demócratas y republicanos en el Congreso estadounidense a fin de evitar el “default” de la deuda pública. Mediante el mismo se elevó el techo de dicha deuda en U\$S 900 mil millones: desde los U\$S 14,3 billones vigentes a los U\$S 15,2 billones. Sin embargo, jornadas “negras” se vivieron cuando S&P retiró la nota “AAA” a la deuda estadounidense reemplazándola por “AA+”. El comentario de la Fed prometiendo mantener las tasas en casi un nivel nulo hasta mediados del 2013, estimuló los mercados, al ser la primera vez que el organismo se comprometía públicamente respecto de la política a aplicar en el futuro.

La atención de los inversores se focalizó en el encuentro entre el presidente francés, Nicolás Sarkozy y la canciller alemana, Ángela Merkel, a fin brindar soluciones a los problemas del bloque. En ese sentido, propusieron la creación de un Consejo de Jefes de Estado y Gobierno a reunirse dos veces al año a fin de coordinar políticas económicas (incluyendo los déficits por endeudamiento). Asimismo, consideraron favorable establecer un sistema impositivo sobre las transacciones financieras.

En el mercado de commodities, el oro registró un nuevo récord al superar por primera vez en la historia los U\$S 1.890 la onza, impulsado por su condición de refugio de valor frente a la caída de las bolsas internacionales, dados los temores sobre el crecimiento económico mundial.

En el mes de setiembre, la inquietud porque pudiera empeorar la crisis de deuda europea se dio cuando los inversores se desprendieron de títulos públicos italianos ante el temor de que Roma pudiera no estar haciendo lo necesario como para

controlar su endeudamiento. El alivio vino ante la posibilidad de que China comprara bonos italianos y tras el anuncio de que Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (potencias que integran el bloque BRICS) debatirían la posibilidad de otorgar ayuda a la UE.

En el marco de una acción concertada, los grandes bancos decidieron reforzar el suministro de liquidez en Dólares al mercado financiero europeo. La iniciativa estuvo coordinada por el Banco Nacional Suizo (BNS), el de Inglaterra, el de Japón, el BCE y la Fed. En tal sentido, se pondría a disposición liquidez en Dólares a un plazo de 3 meses para cubrir necesidades de financiación más allá del 31 de diciembre de 2.011. Dichas operaciones serían a tasa fija y por volumen ilimitado.

Diversos acontecimientos continuaron afectando negativamente los mercados bursátiles: por una parte, se produjo la baja en la calificación de deuda italiana por parte de S&P (desde A+ a A); por otro, la Fed afirmó que la economía estadounidense enfrentaba riesgos significativos de deterioro. En este sentido, el lanzamiento de un nuevo programa de U\$S 400 mil millones para direccionar su balance de bonos a fin de presionar la baja en la tasa de interés y en favor de crear mejores condiciones de financiación no logró revertir la tendencia bajista. Sumada a estos acontecimientos, la publicación del índice del sector manufacturero chino cayendo en setiembre por tercer mes consecutivo, insinúo la desaceleración de la segunda mayor economía del mundo. En la última parte del período, los BRICS adquirieron títulos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) en un contexto en el que Bundestag - parlamento alemán- aprobaba la ampliación de dicho fondo.

El domingo 02 de octubre, el Ministerio de Finanzas griego señaló que no se concretaría la reducción del déficit público a un 7,6% del PIB, tal como lo exigían el FMI, la UE y el BCE. Por el contrario, el mismo se situaría en el 8,5% a la vez que la economía se contraería un 5,5%. Por su parte, el BCE anunció medidas de apoyo a las entidades financieras de la Eurozona: concretamente, la realización de dos operaciones de crédito ilimitado de 12 y 13 meses a concretarse en octubre y diciembre.

Merkel y Sarkozy prometieron -el domingo 09- un amplio paquete para aliviar la crisis. “La troika” anunció que se otorgaría a Grecia el siguiente tramo de ayuda del primer rescate (€ 8.000 millones) a principios del mes de noviembre, mientras que el

presidente de la Comisión Europea -José Manuel Barroso- comunicó la urgente necesidad de recapitalizar la banca.

Los líderes europeos aceleraron las conversaciones para alcanzar una solución a la crisis en la reunión del G-20 en Francia, a realizarse los días 3 y 4 de noviembre. El miércoles 26, anunciaron un acuerdo con tres aspectos a solucionar: a) el problema de la deuda griega, b) el tamaño del Fondo Europeo y c) el incremento de la liquidez a los bancos. Respecto de la deuda griega, los bancos privados con títulos de deuda aceptarían pérdidas del 50% en sus papeles, el equivalente a U\$S 140 mil millones. En lo referente al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSSF) -principal mecanismo de la región para rescatar países y bancos- sería incrementado desde los € 440 mil millones a € 1 billón. En lo que respecta a la liquidez de los bancos, la elevarían en casi € 106 mil millones hasta junio de 2012.

Mientras tanto, en China el Producto Bruto Interno (PBI) trepó al 9,1% en el 3º Trimestre del año, moderándose frente al 9,5% del 2º. La inflación retrocedió a un 6,1% en el mes de septiembre, aún cerca del máximo en tres años que tocó en julio, cuando se ubicó en el 6,5%, y muy por encima del objetivo de Pekín para el 2011: de un 4%. Los datos chinos aliviaron los temores de una desaceleración abrupta en la segunda mayor economía del mundo.

En el último día del mes, las principales bolsas del mundo bajaron al producirse una toma de ganancias por parte de los inversores al ser presionadas por una subasta de bonos italianos con tasa de interés récord. En Italia, el Primer Ministro Silvio Berlusconi, no logró que su gabinete acordara sobre la reforma jubilatoria que intentó elevar la edad de retiro a los 67 años y que era una de las medidas que la UE exigía al país para recortar su déficit y relanzar su economía.

El mes de noviembre comenzó con el inesperado anuncio por parte del Primer Ministro griego, George Papandreu, de llevar a cabo un "referendum" a fin de consultar a la población su acuerdo o no respecto del plan de rescate aprobado por la Comisión Europea, por el FMI y por el BCE. Recordemos que, por el mismo, se estableció la condonación del 50% de la deuda helena y se decidió otorgar un segundo paquete de ayuda de, aproximadamente, € 130 mil millones. Sobre fines de la primera semana del mes, la decisión del gobierno griego de abandonar la propuesta de consulta popular, puso alivio a los índices bursátiles. Durante el primer fin de semana del mes, se

produjo la renuncia del Primer Ministro G. Papandreu debiéndose decidir quién lo reemplazaría y cómo se conformaría un gobierno de coalición nacional.

Por otra parte, la votación parlamentaria del presupuesto italiano ocurrida en un escenario de pérdida de la mayoría absoluta del gobierno de Berlusconi, intensificó la presión política para su renuncia. Este acontecimiento elevó el riesgo país italiano que sustituyó al griego como principal fuente de preocupación. Los mercados se movieron estimulados por los rumores de renuncia del Primer Ministro italiano, que -se supo- se produciría cuando las dos Cámaras del Parlamento votaran las reformas prometidas a la Zona Euro.

Cuando se efectivizó la renuncia de Berlusconi, su sucesor -Mario Monti- fue encargado de llamar a la formación de un nuevo gobierno. Mientras tanto, en Grecia, Luca Papademos asumió como Primer Ministro, constituyéndose en cabeza de un gobierno de unidad nacional.

En Asia, la publicación de los datos del Banco Central chino mostrando que Pekín pudo haber vendido moneda extranjera a fin de elevar el valor del Yuan por primera vez en cuatro años, así como la aparición de malos datos del sector fabril reavivaron las inquietudes sobre el crecimiento mundial, perjudicando la performance de los principales índices bursátiles.

El mes de diciembre se inició con las expectativas puestas en que Europa logre definir pasos concretos para activar un fondo de rescate a la Zona Euro así como en la elaboración de "propuestas franco-alemanas" a favor de avanzar en la disciplina fiscal de los Estados.

Los líderes de la UE celebraron un nuevo "plan fiscal" a fin de abordar la crisis de deuda, sin llegar a un acuerdo general para lograr un nuevo tratado de 27 Estados, tras la negativa de Gran Bretaña a suscribirlo. Por dicho plan fiscal se buscó una coordinación más fuerte de la política económica de los países. Mediante el mismo, los presupuestos de los Estados de la UE deberían ser equilibrados o superavitarios y, en caso de ser deficitarios, no deberían exceder el 0.5% del PBI. Por otra parte, el Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM) - fondo permanente de la Zona Euro- entraría en vigor en julio de 2012 mientras que la Facilidad de Estabilidad Europea Financiera (EFSF) permanecería activa hasta mediados de 2013. El techo total de ambos se confirmó en € 500 mil millones. Asimismo, la Eurozona y otros Estados de

UE proveerían de liquidez al FMI por hasta € 200 mil millones (después, se confirmó sería por hasta € 150 mil millones).

Mientras tanto, los bancos centrales de las grandes economías anunciaron medidas coordinadas para evitar la iliquidez: la Fed, el BCE y los Bancos Centrales de Canadá, Inglaterra, Japón y Suiza acordaron disminuir el costo de las líneas de “swaps” en Dólares en 50 puntos básicos.

En materia de colaboración, el FMI aprobó el sexto tramo de ayuda a Grecia por € 2.200 millones (parte del paquete de rescate acordado en 2010 por € 30.000 millones). Además, aprobó el pago de € 3.900 millones a Irlanda (cuarto tramo de un préstamo concedido en diciembre de 2010) y la entrega de € 2,9 mil millones a Portugal (la tercera etapa de un crédito de € 28 mil millones aprobado en mayo).

La banca europea, por su parte, recibió € 489.000 millones en la primera oferta de préstamos a tres años en la historia del BCE. Dichos fondos fueron ofrecidos a una tasa del 1%.

En Asia, mientras tanto, el Banco Central chino anunció una baja de los encajes bancarios, lo que les permitiría incrementar sus préstamos. Esta flexibilización de la política monetaria china era esperada, pues las autoridades habían comenzado a lograr progresos en su lucha contra la inflación.

A fines de año se produjo un aumento de la aversión al riesgo producido tras la muerte del líder de Corea del Norte, Kim Jong-il, la que generó temores de inestabilidad regional. En materia de commodities, el precio del crudo West Texas Intermediate (WTI) creció, impulsado por la amenaza al suministro de petróleo proveniente de Irán y Kazajistán.

En EEUU. a favor de los mercados actuó la publicación de algunos datos económicos, tales como los de construcción de viviendas y el número de subsidios por desempleo (que alcanzó su menor nivel en 3 años y medio), estimulando la idea de una mejora económica. Asimismo, incentivaron la performance de los mercados las subastas de bonos españoles e italianos a menores tasas.

Tras un año signado para China por la lucha de su gobierno contra la inflación, los intentos de contención del crédito y el freno de las exportaciones, su PBI creció un

8,9% en el 4º Trimestre de 2011, con lo que en el total acumulado del año por la segunda economía mundial ascendió al 9,2%, por sobre las estimaciones oficiales.

Respecto de las proyecciones económicas, Christine Lagarde, jefa del FMI, afirmó que el pronóstico de la institución de un crecimiento de la economía mundial del 4% en el 2012 podría ser revisado a la baja. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), por su parte, redujo su estimación sobre el crecimiento económico de la región a un 3,7% para el 2012 desde cerca del 4%, ante un panorama global adverso. En Brasil, el Ministro de Economía, Guido Mantega, afirmó que en los próximos 4 años el país desplazaría a Francia en la 5º posición en el ranking de economías.

Tres cuestiones fundamentales a dilucidar se asoman en el 2012: las elecciones presidenciales en los EE.UU., las futuras estrategias que adopte Europa para contener la crisis y la evolución de la economía china.

Comportamiento de los mercados

En los EE.UU. el Dow Jones creció un 5.53% en todo el 2011, mientras que el S&P 500 tuvo un comportamiento prácticamente nulo (-0.003%) y el Nasdaq subió un 2.70%.

En materia de monedas, el Dólar finalizó el período en un nivel de U\$S/€ 1,2961, apreciándose un 3.16% con respecto a la moneda europea. Su mínimo valor lo alcanzó el día 02 de mayo al cerrar en U\$S/€ 1,483 y su máximo, el 07 de enero cuando lo hizo en U\$S/€ 1,2907.

En Europa, el Índice Eurostock 50 arrojó una performance negativa del 8.39% durante el período. El descenso se profundizó en la segunda parte del año, cuando cayó un 7.49%, tras bajar un 0.97% en la primera.

Los principales índices accionarios asiáticos acumularon pérdidas que se ubicaron entre el 11% y el 21%. En el año, la peor performance de la región la tuvo el índice Shanghai Compuesto que perdió un 21.7%, seguido por el Hang Seng que se deterioró un 20%. El Nikkei, principal índice bursátil japonés, cayó un 17.3%, evidenciando su nivel más bajo desde 1.982. El surcoreano Kospi cayó un 11%.

En Brasil, el mercado de acciones finalizó con el Bovespa bajando 18.11% en el año. En el 1º Semestre, la caída fue del 9.96%, mientras que en el 2º, fue del 9.05%. Durante 2.011 y en términos de política monetaria, el Gobierno continuó interviniendo en el mercado de divisas y el Real exhibió una depreciación del 12.38%, cerrando en un nivel de R\$ 1,8668 por Dólar a fines de año, cuando lo había hecho en R\$ 1,6613 por Dólar a fines del año previo. El Real obtuvo su mínimo valor del año el día 22 de setiembre al ubicarse en R\$ 1,9055 y su máximo el día 26 de julio, al cerrar en R\$ 1,5391.

Respecto de los bonos estadounidenses, el correspondiente a 10 años que había iniciado el año con un rendimiento de 3,295%, finalizó el período en 1.877%. El máximo rendimiento del título lo logró el día 8 de febrero cuando alcanzó el 3,739%. Al igual que lo sucedido en el año anterior, la disociación entre las performances de las economías avanzadas y las periféricas hizo que, en términos generales, los mercados de títulos públicos de los países emergentes se beneficiaran: así, el Índice EMBI Latinoamericano terminó con un rendimiento positivo del 13.35%.

El año fue bueno en lo que a performances de commodities respecta. El petróleo finalizó con un alza del 7.27% anual, alcanzando un valor final en U\$S 98,83 por barril. A pesar que durante el mes de diciembre cayó un 1.4%, el impulsó vino de la suba de los mercados en los últimos 30 días del ejercicio.

El oro fue uno de los activos que más rindió durante 2.011, constituyéndose en un claro refugio de los inversores dado el difícil contexto externo. Llegó a un máximo anual cercano a los U\$S 2.000 por onza troy, pero en los últimos tres meses del año mostró una lógica corrección, recortando las ganancias del ejercicio. Finalizó el período en un valor de U\$S 1.567 la onza, subiendo un 10.31% durante todo el año.

La Gestión de FBA Europa

Tal como se informara en las Memorias correspondientes a los ejercicios anteriores, las expectativas del Fondo FBA Europa están centradas en la evolución de la economía europea y en su consecuente impacto en la cotización de las acciones de las empresas. En este sentido, las inversiones se realizan, directamente, en acciones dentro de los márgenes permitidos por las normas vigentes e, indirectamente, a través de instrumentos como ADRs, CEDEARs, BDRs y otros que pudieran surgir y ser autorizados por las autoridades de control en el futuro.

Al 31 de diciembre de 2010 el Patrimonio Neto del Fondo alcanzaba los \$ 2.604.165,48. A esa fecha el Patrimonio del Fondo estaba diversificado en acciones y CEDEARs de Alemania (por el 27.81% del total patrimonial); acciones y CEDEARs del Reino Unido (por el 15.53%); ADRs y CEDEARs de Suiza (por el 11.61%); ADRs y CEDEARs de España (por el 10.44%); i-Shares estadounidenses (específicamente i-Shares S&P Europe 350, por el 8.99%); CEDEARs de Holanda (por el 8.82%); acciones y CEDEARs de Francia (por el 7.79%); CEDEARs de Italia (por el 5.02%); CEDEARs de Finlandia (por el 3.22%) y disponibilidades netas (por el 0.78% restante).

Al igual que durante los ejercicios anteriores, en el año 2011 el Fondo mantuvo la mayor parte de su Patrimonio invertida en CEDEARs, tras el proceso de conversión desde acciones del exterior a éstos últimos, realizado a partir del año 2004.

A mediados del ejercicio, el Fondo estaba invertido en CEDEARs y ADRs de Reino Unido (por el 25.91% del total patrimonial); CEDEARs y ADRs de Alemania (por el 15.19%); ADRs y CEDEARs de Suiza (por el 12.15%); CEDEARs de Holanda (por el 11.24%); acciones y CEDEARs de España (por el 10.03%); CEDEARs de Francia (por el 7.48%); i-Shares estadounidenses (i-Shares S&P Europe 350, por el 7.27%); disponibilidades netas (por el 5.37%); CEDEARs de Italia (por el 3.14%) y CEDEARs de Finlandia (por el 2.20% restante).

Durante el año, se atendieron solicitudes de suscripción por \$ 6.935.168.- y solicitudes de rescate por \$ 6.612.229.-

A fines del año 2011, el Patrimonio del Fondo estaba diversificado en acciones y CEDEARs de Reino Unido (por el 29.13% del total patrimonial); ADRs y CEDEARs de Suiza (por el 14.83%); CEDEARs de Holanda (por el 13.82%); ADRs y CEDEARs de Alemania (por el 12.16%); acciones y CEDEARs de España (por el 8.22%); CEDEARs de Francia (por el 8.05%); i-Shares estadounidenses (específicamente, i-Shares de S&P Europe 350, por el 7.38%), CEDEARs de Italia (por el 3.01%); disponibilidades netas (por el 1.82%) y CEDEARs de Finlandia (por el 1.58% restante).

Al 31 de diciembre de 2011 el Patrimonio Neto de FBA Europa llegó a los \$ 2.925.859,11 creciendo un 12.35% con respecto al nivel alcanzado a fines del año anterior; específicamente en \$ 321.693,63. Dicho Patrimonio estuvo participado por

237 cuotapartistas a fines del período, creciendo en un 12.32% con respecto al número obtenido a fines de 2010.

En el acumulado del año, la Cuotaparte del Fondo obtuvo un rendimiento positivo del 3.09%, expresada en Pesos.

Perspectivas

Tal como se comentara en las Memorias de los ejercicios anteriores, el Fondo se ha lanzado con el objetivo de dar a los inversores locales de todo tipo, la posibilidad de participar en la evolución de las acciones de empresas europeas a través de una simple inversión en Pesos.

Como se comentó más arriba, las debilidades económicas estructurales operaron como telón de fondo durante todo el 2011, llegando a permanecer sin resolución a fines del mismo. Sumada a ellas, la actividad económica sufrió el impacto de otras variables como, por ejemplo, el terremoto y tsunami que afectó a Japón y los disturbios sociales ocurridos en países productores de petróleo. Mientras EE.UU. trató de conciliar medidas tendientes a permitir el estímulo económico, la consolidación fiscal y el establecimiento de los límites del endeudamiento; en la Zona Euro, la reiteración de las turbulencias financieras provocó que los inversores huyeran de los activos más riesgosos, con consecuencias inmediatas sobre la economía real. Dichas turbulencias se pusieron de manifiesto en los índices bursátiles y, así, el Índice Eurostock 50 arrojó una performance negativa del 8.39% durante el año. El descenso se profundizó en la segunda parte del año, cuando cayó un 7.49%, tras bajar un 0.97% en la primera.

Dadas las características de FBA Europa, su evolución está muy atada al desempeño que pueda tener el mercado europeo. En el futuro cercano, la Administración estará atenta tanto a los acontecimientos de mercado como a la evolución de los principales indicadores macroeconómicos de orden regional e internacional. A la situación de deuda y al estado del sistema financiero europeo, se le adiciona el comportamiento que el Euro tenga con respecto al Dólar, como principales variables a monitorear.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 07 de marzo de 2012

BBVA FRANCES ASSET MANAGEMENT S.A.

Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión

EL DIRECTORIO