

# FBA BONOS LATAM FONDO COMUN DE INVERSION

## MEMORIA

### Señores Cuotapartistas

En cumplimiento de disposiciones legales y reglamentarias ponemos a vuestra disposición la Memoria de FBA Bonos Latam Fondo Común de Inversión por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018.

### Contexto Local

Mientras que el 2017 fue un año de crecimiento económico en Argentina (2,9% creció el PBI) y mayor optimismo global que generaron una mayor exposición al riesgo en los mercados financieros, el año 2018 se inició con una mayor incertidumbre y con expectativas de alza de la tasa de Estados Unidos. A fines del 2017 las autoridades económicas decidieron modificar al alza las metas de inflación y el Banco Central bajó la tasa de política monetaria. Esto generó una pérdida de confianza en la política monetaria del Banco Central.

En abril se inició un período de gran volatilidad, inicialmente en el mercado de cambios, generada por factores internos y externos. Entre estos últimos, destacó la suba en la tasa de interés de Estados Unidos y las tensiones comerciales entre este país y sus principales socios cuyas consecuencias se extendieron a los mercados emergentes, golpeando a economías como Argentina y Turquía.

Además de estos factores externos, una fuerte sequía afectó la cosecha y, en consecuencia, al crecimiento económico doméstico y la oferta de divisas. Se pusieron en evidencia desequilibrios que provocaron alarma en los mercados provocando una salida brusca de capitales y freno del financiamiento externo hacia mediados de mayo, haciendo que el tipo de cambio (referencia del Banco Central) subiese de 20,69 ARS/U\$S a fin abril a 28,86 ARS/U\$S a fin de junio.

La falta de credibilidad en el Banco Central se agudizó y no pudo moderar la corrida en el mercado de cambios. En este escenario, el Gobierno solicitó asistencia crediticia al FMI. Hacia mediados de junio el acuerdo estaba cerrado, obteniéndose un préstamo Stand-By de alto acceso por U\$S 50.000 millones a 3 años sujeto al cumplimiento de metas fiscales más estrictas y objetivos de reservas internacionales netas, pero con metas de inflación más relajadas y sin pedido de reformas estructurales. Se enfatizó la necesidad de dar mayor independencia al Banco Central con reformas que incluyeron la prohibición de financiar al Tesoro y saneamiento del balance del Banco Central a través de la reducción del stock de Lebac. Se previó un piso para el gasto social que pudiera elevarse 0,2% del PIB en caso de necesidad de asistencia a los sectores más vulnerables.

A pesar de la contundencia del monto y la velocidad del primer desembolso, el mercado de cambios comenzó a estabilizarse a principios de julio, tras el cambio de Presidente del Banco Central, sin embargo esta estabilidad fue momentánea. Hacia fin de agosto se produjo una nueva ronda de salida de capitales y depreciación del peso (el tipo de cambio subió de ARS/U\$S 27,34 a fin de julio a ARS/U\$S 40,9 a fin de septiembre) que se calmó tras una nueva etapa de ajuste fiscal que adelantó al 2019 el objetivo de déficit primario cero además de una ampliación del acuerdo con el FMI de U\$S 50.000 millones a U\$S 57.600 millones que podían adelantarse para cubrir las necesidades financieras del 2018 y 2019 de forma que el gobierno no tuviera necesidad de acceder a los mercados internacionales a colocar deuda sino hasta el 2020.

Tras un nuevo cambio de autoridades en el Banco Central, se abandonó el régimen de metas de inflación y se instauró a partir de octubre un nuevo esquema monetario-cambiario basado en el control estricto de la base monetaria. Al mismo tiempo se estableció para el mercado de cambios una zona de “no intervención” donde el tipo de cambio flota y el Banco Central sólo puede intervenir fuera de esa banda y de manera acotada.

### Datos económicos:

Con datos oficiales del 3° trimestre del 2018 la actividad económica medida por el PIB muestra una caída de 1,4% en comparación a igual período de 2017, mientras que en términos desestacionalizados la caída del 3° trimestre con respecto al trimestre anterior fue de 0,7%. Por su parte, en octubre de 2018 el Estimador

Mensual de Actividad Económica (EMAE) cayó 4% respecto a igual mes de 2017, sin embargo, en términos desestacionalizados registró un aumento de 0,9% respecto a octubre 2018.

En cuanto al mercado laboral, el dato correspondiente al 3° trimestre de 2018, refleja un aumento en la tasa de desempleo que se ubica en 9% versus 8,3% del 3° trimestre 2017.

El IPC Nacional varió 43,9% a/a entre enero y noviembre de 2018, una aceleración de la inflación con respecto a la variación del 24,8% para el total del 2017 debido a la crisis cambiaria y financiera. La inflación núcleo alcanzó a 43.8% a/a en dicho período.

Hasta noviembre de 2018, el sector público registró un déficit primario de \$ 203.671 millones, representando el 1,5% del PBI, con este resultado se superaría la meta fiscal anual de 2,7% comprometida para el año en el acuerdo con el FMI.

El gasto público primario aumentó 22,4% interanual, mientras que los ingresos del sector público aumentaron 30,4% durante dicho período enero - noviembre. Los pagos de interés de la deuda pública aumentaron 70,5% tanto por el mayor endeudamiento como por el efecto de la devaluación del tipo de cambio sobre deuda nominada en moneda extranjera. El déficit total alcanzó \$ 535.153 millones, aumentando un 11,7% con respecto a 2016.

En 2018 la recaudación tributaria total creció 31,2%. El impuesto a las ganancias se incrementó un 33,7% mientras que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) lo hizo un 44,3% en el mismo período. Los derechos de exportación aumentaron un 72,7%.

En cuanto a la balanza comercial, el déficit acumulado entre enero y noviembre de 2018 alcanzó U\$S 5.197 millones, reduciéndose frente al déficit de U\$S 7.625 millones de igual período de 2017. Este resultado surge de exportaciones por U\$S 56.333 millones, un 4,2% mayores al del año anterior. Por otro lado, las importaciones alcanzaron U\$S 61.528 millones, cayendo 0,1% con respecto a igual período del año anterior. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió durante los 3 primeros trimestre de 2018 a U\$S 25.799 millones, un 16% mayor a igual período del 2017.

En el mercado de cambios, el peso sufrió una devaluación de 114% en el año, alcanzando el tipo de cambio el valor de \$37,81 ARS/U\$S al 31 de diciembre de 2018.

Las reservas internacionales alcanzaron los U\$S 65.806 millones al cierre del año, es decir, un incremento de U\$S 10.751 millones respecto al saldo de fin de diciembre de 2017 debido especialmente a los 3 desembolsos recibidos a raíz del acuerdo Stand By alcanzado con el FMI por U\$S 28.000 millones y por la contabilización dentro de las reservas internacionales de un acuerdo suplementario de swap de monedas con China por valor de CNY 60.000 millones (el equivalente de alrededor de U\$S 9.000 millones) confirmado en diciembre.

Los agregados monetarios se vieron afectados de distinta forma por la crisis financiera y los cambios de política del Banco Central. La base monetaria, en saldos, creció 40,7% en 2018, principalmente por el aumento en la cuenta corriente de los bancos en el Banco Central que creció 156,3% por la política de aumento de encajes, en tanto que el circulante en poder del público creció sólo un 5,4% en el año.

Durante el año el Banco Central logró eliminar totalmente el stock de Lebac, de los cuales el 72% se encontraba en tenencia de inversores del sector privado. El stock de Lebac se canceló totalmente el 19 de diciembre, este hecho y la eliminación del financiamiento monetario al Tesoro son los dos pilares sobre los que se apoyó un nuevo esquema monetario y cambiario.

A raíz de la crisis, la inestabilidad del mercado financiero y el acuerdo con el FMI el Banco Central abandonó el esquema de metas de inflación por una estrategia de control de la base monetaria como ancla nominal de la economía.

La meta monetaria se implementó a partir del 4° trimestre mediante licitaciones diarias de Letras de liquidez (Leliq), un instrumento que sólo es mantenido por los bancos.

En cuanto al mercado de cambios, para complementar la política monetaria se estableció una zona de no intervención cuyas bandas ajustan según lo determine el Banco Central. Inicialmente las bandas se ubicaron en 34 y 44 pesos por dólar y durante el último trimestre se fueron ajustando diariamente en base a una tasa del 3% mensual. Si el tipo de cambio se ubicase fuera de esa zona el Banco Central tendría la opción de intervenir bajo ciertas restricciones.

El total de los depósitos en pesos en el sistema financiero aumentó 50,6% en 2018 mientras que los depósitos en pesos del sector privado exclusivamente lo hicieron un 41,8%. Aquí se destaca el crecimiento de plazos fijos (65% los plazos fijos en pesos tradicional y 865,3% los ajustables por CER/UVA). El comportamiento de los depósitos a la vista fue más débil en el sector privado: 23,5% crecieron las cuentas corrientes y 23,2% las cajas de ahorro. Los depósitos en dólares del sector privado crecieron 10,2% durante el período.

El stock de préstamos en pesos otorgados al sector privado no financiero creció 16,6%. Las colocaciones estuvieron lideradas por préstamos hipotecarios que aumentaron 62,4% y cuyo dinamismo se mantuvo durante la primer parte del año. Los préstamos en dólares crecieron 3,7% en el año.

La tasa de interés Badlar de bancos privados, expresada en promedios mensuales, comenzó el año en 23% y ascendió durante la segunda parte del año hasta el 51,27% en noviembre finalizando diciembre con un promedio de 48,57%. El alza de la Badlar se mantuvo en línea con el alza de la tasa de política del Banco Central (hasta octubre la tasa promedio del corredor de pases y de ahí en adelante la tasa de Leliq) que mientras en enero ascendía a 27,25%, llegó a casi el 72% en octubre para finalizar en 59,51% el último día del año.

## **Contexto Internacional**

El entorno mundial ha empeorado en los últimos meses, tanto por datos económicos ligados al sector industrial y comercio como por el fuerte aumento de las tensiones financieras, especialmente en las economías desarrolladas. El debilitamiento de los indicadores de actividad ha respondido, en parte, a factores transitorios y, hasta cierto punto, los mercados podrían estar sobre-reaccionando dadas las incertidumbres sobre el entorno. También ha habido factores fundamentales que han deteriorado el contexto, como las señales de desaceleración de la economía americana y china, la incertidumbre sobre el proteccionismo, las señales por parte de la Reserva Federal (Fed) de que la normalización de la política monetaria continuaría según lo previsto y la falta de avances en Reino Unido para afrontar la salida de la Unión Europea. Estos riesgos son mayoritariamente de carácter político y han hecho más incierto el escenario global.

Los datos disponibles hasta diciembre apuntan a que el crecimiento global se habría estabilizado alrededor del 0,7% trimestral a finales de 2018 tras la fuerte moderación observada a mitad de año. Al desempeño económico en Europa y China se une el arrastre a los países asiáticos y el deterioro cíclico en Estados Unidos (EE.UU.), si bien la actividad parece recuperarse en otras economías como India y Rusia.

Gran parte de la situación viene explicada por el deterioro del comercio global, sobre todo de China, y del sector industrial desde mediados de 2018, afectado por la desaceleración china y los efectos del aumento del proteccionismo, tanto por el canal comercial como por la menor confianza. No obstante, el efecto directo de las medidas aprobadas hasta ahora parece limitado y tanto el comercio como el sector industrial han mostrado a final de año ciertos signos de estabilización.

Estos datos económicos están afectando la confianza, tanto de consumidores como del sector servicios, y apuntan a una mayor cautela sobre el consumo. A pesar de ello, las ventas minoristas repuntaron en el final del 2018, apoyadas en la fortaleza de algunos factores domésticos en las economías desarrolladas y por la moderación de la inflación por la caída de los precios del petróleo, por lo que siguen creciendo a un ritmo robusto y apuntan a que probablemente el consumo privado continuará apoyando el crecimiento. Las todavía favorables condiciones financieras, la reducción de la capacidad ociosa y los estímulos en algunas economías compensan el efecto negativo del aumento de la incertidumbre sobre la inversión.

Estos datos económicos en las principales áreas acentuaron los riesgos sobre el crecimiento global provenientes del efecto negativo de una posible escalada de las tensiones comerciales y del aumento de la

probabilidad de recesión en EEUU una vez desaparecido el estímulo fiscal, en un contexto de mayor incertidumbre política. Esto, unido a un entorno de elevados precios de los activos y normalización de las políticas monetarias, provocó un movimiento fuerte de aversión al riesgo y exacerbó las tensiones financieras en los mercados desarrollados y en especial en EEUU.

La Reserva Federal (Fed) subió 25 puntos básicos los tipos de interés en diciembre, hasta el 2,50%, lo que representa un aumento de 100 puntos básicos en 2018. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) finalizó el programa de compras de activos, aunque reafirmó que los tipos de interés se mantendrán bajos por lo menos hasta el verano. Y a esto se unió el aumento de la incertidumbre política. En EEUU el cierre parcial del gobierno y en Europa la prolongación del bloqueo de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, junto con los dudas sobre el presupuesto en Italia aumentaron la cautela de los inversores.

En este entorno, se produjeron fuertes correcciones en las bolsas y en los mercados de crédito, sobre todo en el mercado de préstamos apalancados, y en otros segmentos de crédito de más riesgo. Todo esto retroalimentó la precaución en el mercado e impulsó al alza la volatilidad. Los futuros de los fondos de la Fed pasaron de cotizar subas adicionales de tipos de interés a mostrar cierta probabilidad de bajas en 2019. Con todo ello, los inversores buscaron refugio en los bonos soberanos, lo que provocó fuertes descensos en los tipos de interés a largo plazo en EEUU y Alemania. El dólar se mantuvo estable, dado que el descenso de las expectativas de subas de tipos de la Fed se compensó con flujos que buscaban refugio ante la mayor aversión al riesgo. El euro no capitalizó el fin del programa de compras de activos del BCE y se mantuvo bajo presión por la desaceleración del crecimiento y la incertidumbre política en Reino Unido e Italia.

Por el contrario, y a diferencia de lo que se observó en buena parte de 2018, las correcciones a la baja en los activos emergentes fueron más contenidas en la última parte del año. Incluso los países más vulnerables, muy castigados en los trimestres previos, parecen estabilizarse y muestran cierta mejora tras la adopción de medidas. No obstante, la corrección de los precios de las materias primas, en particular el del petróleo penalizó a las divisas de Latinoamérica frente a las asiáticas.

El crecimiento global se podría haber mantenido relativamente estable en el 3,7% en 2018, si bien sería esperable que hacia delante se consolide el menor avance observado en la segunda mitad de 2018 en un entorno de mayor incertidumbre que continuará sin despejarse en la primera mitad de 2019, por lo que se estima una baja el crecimiento en 2019 desde el 3,6% hasta el 3,5%. Esta revisión a la baja es generalizada por áreas, si bien la moderación de la actividad sería más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente, mientras que los países de Latinoamérica continuarían con la recuperación, aunque algo más lenta que lo previsto.

### **Comportamiento de los mercados**

Durante el 2018, el índice Bovespa acumuló una suba del 15.03%. El Real, por su parte, se depreció un 17.77% con respecto al Dólar.

El Dólar, medido en relación contra el Euro, se apreció un 4.61%; situándose en 1,1452 U\$\$/Euro a fines del ejercicio.

En materia de commodities, se debe destacar que el petróleo cayó durante el ejercicio un 20.89%, situándose en un valor de 45,41 U\$\$ el barril WTI. El oro, por su parte, cayó un 1.63%, finalizando el año en 1.281,58 U\$\$ la onza troy.

### **La Gestión de FBA Bonos Latam**

A fines del 2017, el Patrimonio administrado del Fondo, alcanzó los \$ 32.540.657 (cifra expresada en moneda histórica), estando integrado por: Títulos Públicos Argentinos (por el 75.30% del total patrimonial), Disponibilidades Netas (por el 8.47%), Títulos Públicos Brasileños (por el 7.52%), Títulos Públicos Mexicanos (por el 7.41%) y Títulos Públicos Colombianos (por el 1.30% restante).

A mediados del ejercicio, el Patrimonio del Fondo estaba integrado por: Títulos Públicos argentinos emitidos en Dólares (por el 46.90% del total patrimonial), Títulos Públicos brasileños (por el 28.81%),

Títulos Públicos de Colombia (por el 11.43%), Títulos Públicos de México (por el 10.68%), Disponibilidades Netas (por el 2.18% restante).

A lo largo del ejercicio 2018, se atendieron solicitudes de suscripción por \$ 122.169.890 y solicitudes de rescate por \$ 151.258.559 (cifras expresadas en moneda histórica).

A fines del ejercicio, el Fondo terminó integrado por 143 cuotapartistas; habiendo disminuido en 24; específicamente un 14.37%.

Al cierre del ejercicio, el Patrimonio administrado del Fondo alcanzó los \$ 36.717.645, habiendo crecido un 12.84% en el período; específicamente en \$ 4.176.992. A esa fecha, el Patrimonio se integraba por: Títulos Públicos argentinos en Dólares (por el 28.48% del total patrimonial), Títulos Públicos de Brasil (por el 21.555), Títulos Públicos de Colombia (por el 13.99%), Disponibilidades Netas (por el 13.13%), Obligaciones Negociables (por el 12.54%) y Títulos Públicos de México (por el 10.32% restante).

La Cuotaparte clase A obtuvo en el año un rendimiento acumulado negativo del 16.48% mientras que la Cuotaparte clase B tuvo un caída del 16.14%, ambos expresados en Dólares.

Se recuerda que las Cuotapartes clase A sólo pueden ser suscriptas por personas físicas y sucesiones indivisas, mientras que las clase B sólo pueden ser suscriptas por inversores distintos de personas físicas y sucesiones indivisas.

### **Perspectivas**

Durante el año 2018, el Fondo FBA Bonos Latam se constituyó como una propuesta de inversión al momento de pensar en la diversificación patrimonial. En tal sentido, este Fondo procura invertir en deuda pública y privada latinoamericana, maximizando el rendimiento tanto por valorización como por renta. A fines del ejercicio, la duración promedio del Fondo se ubica en 2 años.

En el futuro cercado, la administración del Fondo monitoreará, principalmente, la evolución de las tasas internacionales, así como las consecuencias que cualquier modificación de sus niveles pudiera tener sobre los mercados de renta fija de países emergentes y fronterizos. Es de estimarse que, de mantenerse una posición por parte de la Reserva Federal (Fed) estadounidense menos agresiva en materia de alza de tasas de interés, se produzca una disminución de dicho riesgo en estos países.

Al igual que en los años anteriores, se prestará especial atención a la evolución de la situación económica y financiera internacional, al comportamiento del mercado de monedas y a la performance del precio del crudo y de los demás commodities.

En lo que hace al contexto local, se agudizará el monitoreo de los niveles de actividad, inflación y tipo de cambio; así como de endeudamiento y gasto público. En igual medida, se prestará atención al cumplimiento de compromisos con el FMI.

**BBVA FRANCES ASSET MANAGEMENT S.A.**  
Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión

EL DIRECTORIO