

# FBA HORIZONTE FONDO COMUN DE INVERSION

## MEMORIA

### Señores Cuotapartistas

En cumplimiento de disposiciones legales y reglamentarias ponemos a vuestra disposición la Memoria de FBA Horizonte 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/US\$ a fin abril a 28,86 ARS/US\$ 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 US\$ 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/US\$ 27,34 a fin de julio a ARS/US\$ 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 US\$ 50.000 millones a US\$ 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.

### **La Gestión de FBA Horizonte**

Al cierre del ejercicio 2017, el Patrimonio Neto del Fondo ascendió a \$ 317.161.856 (expresado en moneda histórica).

A esa fecha, el Patrimonio del Fondo estuvo constituido por: Bono de la Nación Argentina Vto. 18-mar-2018 (por el 28.30% del total patrimonial), Bonos Internacionales de la República Argentina Vto. 22-abr-2021 (por el 21.96%), Títulos de Deuda CABA Vto. 17-may-2019 (por el 16.25%), Bono de la Nación Argentina Vto. 08-oct-2020 (por el 15.58%), Bono de la Nación Argentina Vto. 18-abr-2037 (por el 5.04%), Disponibilidades Netas (por el 4.26%), ON Banco Hipotecario Vto. 09-ago-2019 (por el 3.36%), Bono de la República Argentina Vto. 31-dic-2033 Ley Argentina (por el 2.66%), Bono de la Nación Argentina Vto. 07-may-2024 (por el 1.95%), Títulos de Deuda Pública Vto. 28-ene-2020 (por el 0.53%) y Obligaciones Negociables YPF Vto. 24-set-2020 (por el 0.11% restante).

A mediados del ejercicio 2018, el Patrimonio Neto del Fondo estaba integrado por: Bono de la Nación Argentina en Dólares Vto. 07-may-2024 (por el 24.35%), Bonos Internacionales de la República Argentina en Dólares Vto. 22-abr-2021 (por el 20.07%), Bonos Internacionales de la República Argentina en Dólares Vto. 22-abr-2019 (por el 19.25%), Bono de la Nación Argentina en Dólares Vto. 08-oct-2020 (por el 19.20%), Bonos Internacionales de la República Argentina en Dólares Vto. 26-ene-2022 (por el 8.54%), Títulos de Deuda del Gobierno CABA Vto. 17-may-2019 (por el 5.88%), Bonos Internacionales de la República Argentina en Dólares Vto. 28-jun-2017 (por el 2.04%), Bono de la República Argentina en Dólares Vto. 31-dic-2033 Ley Argentina (por el 1.50%), ON Banco Hipotecario Vto. 09-ago-2019 (por el 1.20%), Títulos de Deuda Pública Clase 6 Vto. 28-ene-2020 (por el 0.50%), Disponibilidades Netas (por el 0.46%), ON YOF Sociedad Anónima Vto. 24-set-2020 (por el 0.03% restante).

A lo largo del ejercicio 2018, se atendieron solicitudes de suscripción por \$ 2.922.066.308 y solicitudes de rescate por \$ 2.534.431.770 (cifras expresadas en moneda histórica).

A fines del ejercicio 2018 el Patrimonio Neto de FBA Horizonte subió hasta ubicarse en los \$ 1.309.572.732, creciendo un 312.90% (específicamente en \$ 992.410.873,40) con respecto al nivel alcanzado a fines del ejercicio anterior.

A esa fecha, el Fondo estaba integrado por: Bono de la Nación Argentina U\$S Vto. 07-may- 2024 (por el 30.43% del total patrimonial), Bonos Internacionales de la República Argentina U\$S Vto. 22/04/2021 (por

el 25.64%), Bonos Internacionales de la República Argentina U\$S Vto. 22/04/2019 (por el 25.58%), Bono de la Nación Argentina U\$S Vto 08/10/2020 (por el 14.87%), Títulos de Deuda Gobierno CABA Vto. 17-05-2019 (por el 2.73%), Títulos de Deuda Gobierno CABA Vto 28-01-2020 (por el 0.55%) y Disponibilidades Netas (por el 0.20% restante).

A fines del 2018, FBA Horizonte estuvo participado por 1.915 cuotapartistas, incrementándose en 693 (56.71%) con respecto al número existente a fines del año anterior.

La cuotaparte de FBA Horizonte obtuvo durante el ejercicio un rendimiento acumulado positivo del 86.83%, expresada en Pesos.

### **Perspectivas**

Durante el año, la renta fija argentina siguió constituyéndose en una oportunidad de inversión. En lo local, el año se caracterizó por los altos niveles de inflación así como por la incertidumbre respecto de la capacidad del país para hacer frente a sus desequilibrios financieros. La nota distintiva fue el acuerdo preliminar firmado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en junio a fin de obtener una línea de crédito stand-by por U\$S 50.000 millones. A fines de setiembre, el FMI amplió el programa crediticio a 3 años en U\$S 7.000 millones, alcanzando los U\$S 57.000 millones. Según dicho acuerdo, el Banco Central se comprometió a detener las intervenciones a gran escala en el mercado de divisas y a adoptar una banda de flotación.

Como dato importante, debe destacarse que el año 2018 se inició con un nivel de riesgo país cercano a 350 puntos, finalizando en niveles superiores a los 800.

El Fondo, durante el período, procuró la inversión en bonos argentinos nominados en dólares, privilegiando aquellos ubicados en la parte corta y media de la curva. La administración estima que FBA Horizonte, actualmente con una vida promedio de 2 años, se desenvolverá en un mercado de renta fija local alentado por una posible compresión de los niveles de riesgo país, situación que podría reflejarse en una apreciación de capital que habría de sumarse al devengamiento que otorguen los activos que integran la cartera del Fondo.

El proceso electoral que se iniciará y continuará durante el año 2019 en el país, en vistas de las futuras elecciones presidenciales, será la variable que más afectará el nivel de riesgo que el país tenga en los mercados deuda internacional.

En el futuro, y al igual que 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.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 8 de marzo de 2019

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

EL DIRECTORIO