

**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 2012.

**Contexto Local:**

La actividad económica local, afectada por la sequía, el bajo crecimiento de Brasil y el impacto de las crecientes restricciones en el mercado de cambios, desaceleró fuertemente durante el año 2012 tras el gran dinamismo verificado en 2011. Así, tras crecer 8,9% en 2011, el Producto Bruto Interno creció 0,7% a/a en el tercer trimestre de 2012 y registró un aumento de sólo 1,8% en los primeros 9 meses de 2012 respecto al mismo período del año anterior. Este bajo crecimiento en 2012 obedeció, básicamente, al mal desempeño en términos reales de la Inversión que mostró una caída de 5,9% a/a en los primeros 9 meses del año y al descenso de las cantidades exportadas de 4,7% a/a en los primeros 9 meses del año. Por su parte, el Consumo Privado dio soporte al PBI al aumentar 4,6% a/a en los primeros tres trimestres de 2012, ayudado por el Consumo Público que registró un incremento de 7% a/a en términos reales en los primeros 9 meses de 2012. El freno del PIB fue moderado por la caída de las importaciones que descendieron un 6,3% a/a en los primeros 9 meses del año.

Este débil desempeño de la economía se reflejó en el mercado laboral ya que se debilitó la generación de empleo. Así, en los primeros tres trimestres de 2012 la tasa de ocupación cayó levemente a 42,8% de la población total desde el 43% registrado en 2011, pero la caída de la oferta de trabajo evitó una suba significativa de la tasa de desempleo que se mantuvo en 7,3% en ese período, frente al 7,2% promedio registrado en 2011.

A pesar del menor dinamismo de la actividad económica, la inflación, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Gran Buenos Aires, llegó a 10,8% a/a en diciembre de 2012, marcando una aceleración en comparación con el 9,5% a/a de aumento registrado en diciembre de 2011.

La política fiscal se mantuvo en terreno expansivo y en los primeros once meses de 2012 se registró un superávit fiscal primario de \$ 6.672 millones, que resultó un 48,8% menor al registrado en los mismos once meses de 2011, resultado de un incremento del gasto público primario de 29,0% a/a en el período, por encima del 26,5% a/a que crecieron los ingresos totales. En los gastos, se destacó el incremento en el período de 30,7% a/a de las remuneraciones, 39,2% a/a de las prestaciones a la seguridad social y de 55,8% a/a de otros gastos corrientes. Los ingresos, fueron sostenidos por las contribuciones a la seguridad social que crecieron 30,3% a/a entre enero y noviembre de 2012 y por los ingresos no tributarios y de capital, incluyendo transferencias del BCRA y rentas del ANSES, que lo hicieron en 27,2% en el período. La recaudación tributaria total creció 25,9% a/a, impulsada por la recaudación del Impuesto a las Ganancias (+27,5% a/a), mientras que la recaudación por IVA creció 23,5% y los impuestos al comercio exterior apenas 13,3% afectados por la caída de exportaciones e importaciones. Si consideramos el pago de intereses, el Gobierno Nacional registró un déficit operativo de \$ 20.141 millones (enero-noviembre de 2012), 143,9% superior al déficit de \$ 8.259 millones registrado en el mismo período de 2011.

El mercado de cambios y el sector externo se vieron afectados por profundos cambios regulatorios con los cuales el gobierno buscó asegurar un nivel de reservas suficientes para el pago de la deuda nominada en moneda extranjera, evitando una mayor depreciación del peso. Las restricciones a los movimientos de cuenta corriente comenzaron con el requerimiento de autorización previa de Secretaría de Comercio/AFIP para las importaciones y la limitación del acceso a la compra de divisas por parte de empresas que tuvieran como destino el giro de utilidades y dividendos al exterior. En el caso particular de los bancos, se estableció un "buffer adicional de conservación de capital", aumentando la exigencia existente de 30% a 75%. Con posterioridad, también se impusieron límites a los gastos en turismo a través de un régimen de información previa ante la AFIP para la compra de divisas para viajes al exterior y finalmente la aplicación de un cargo del 15% (deducible del Impuesto a las Ganancias) para las compras realizadas con tarjetas de crédito en el exterior.

En consecuencia, la balanza comercial registró un superávit de U\$S 12.161 millones en el período enero-noviembre, 25,6% mayor al registrado en el mismo período de 2011, pero con una caída en el volumen del comercio exterior. Así, entre enero y noviembre las exportaciones, afectadas por la sequía que disminuyó la cosecha de granos, alcanzaron los U\$S 75.212 millones, lo que implicó un descenso de 3,1% a/a, ya que la caída de 5% en las cantidades vendidas al resto del mundo más que compensó la suba de 1% en los precios. Las importaciones, en tanto, llegaron a U\$S 63.051 millones y cayeron 7% en el período, resultado de un descenso de las cantidades importadas de 7% a/a y de una variación nula de los precios. El superávit de la cuenta corriente creció 784% a/a en los primeros 3 trimestres de 2012 hasta llegar a los U\$S 2.563 millones. Adicionalmente, a lo largo de 2012 se intensificaron los controles a los movimientos de capital, que habían comenzado a fines de octubre 2011 con el

requerimiento de autorización previa de la AFIP para la compra de divisas por parte de residentes. Las restricciones fueron creciendo hasta llegar en julio a la prohibición total de compra para atesoramiento de divisas. Todas estas medidas fueron exitosas en términos de frenar la salida de capitales privados que totalizó U\$S 3.570 millones en los primeros 9 meses del año frente a los U\$S 18.245 millones de igual período de 2011.

Con la demanda privada fuertemente acotada por las nuevas regulaciones, el Banco Central se convirtió en el principal actor del mercado de cambios. Continuó aplicando su política de flotación administrada para moderar la volatilidad del tipo de cambio, aunque permitió una aceleración de la tasa de devaluación mensual del peso durante la segunda parte del año. En el segundo semestre de 2012, se alcanzó una devaluación mensual promedio de 1,4% versus una devaluación promedio de 0,8% en el primer semestre de 2012 y de 0,6% m/m en 2011. Así, el tipo de cambio llegó a \$/U\$S 4,917 a fin de 2012 (+14,3% a/a) y de \$/U\$S 4,88 en el promedio de diciembre de 2012 (+13,8% vs. el promedio de diciembre de 2011).

La política monetaria mantuvo su sesgo expansivo en 2012, con un crecimiento de la base monetaria de \$ 84.430 millones en 2012, que implicó un aumento de 37,9% a/a (versus el 35,2% a/a que había aumentado en 2011). Las reservas internacionales al 31 de diciembre alcanzaron los U\$S 43.290 millones determinando una caída neta de U\$S 3.086 millones respecto al saldo de fin de 2011. Este resultado fue determinado principalmente porque las mencionadas intervenciones del BCRA en el mercado cambiario fueron más que compensadas por la creación del Fondo de Desendeudamiento aplicado a cubrir vencimientos de deuda pública nacional en moneda extranjera.

Durante el primer trimestre del año se reformó la Carta Orgánica del Banco Central por la cual se ampliaron las funciones de éste último: además de promover la estabilidad monetaria y financiera el Banco Central debe promover el empleo y el desarrollo económico con equidad social. A partir de la reforma, el Directorio del BCRA será quien determine el nivel de reservas necesario para llevar adelante la política cambiaria, eliminando el requisito de que las reservas deban cubrir el 100% de la base monetaria y así ampliando la disponibilidad de reservas para afrontar vencimientos de deuda pública en moneda extranjera. Además, se estipuló un mecanismo automático de adelantos al Tesoro Nacional y se amplió el límite de estos préstamos del 10% al 20% de los ingresos fiscales.

La tasa de interés Badlar de bancos privados, en tanto, que había subido a 18,7% promedio en diciembre de 2011 al imponerse las primeras restricciones cambiarias, descendió progresivamente en la primera mitad de 2012 hasta llegar a 11,7% (promedio) en mayo y desde entonces revirtió la tendencia declinante hasta ubicarse en el entorno de 15% en el último trimestre del año, cerrando 2012 en 15,44%. Los depósitos en pesos del sector privado

crecieron 41,1% a/a en 2012, en tanto que los nominados en dólares cayeron 34,8%. Los depósitos totales del sector público, por su parte, subieron 26.6 % a/a en el mismo período.

Consistente con la menor actividad económica los préstamos totales al sector privado en pesos se incrementaron 41,1% a/a, mostrando una suave desaceleración respecto a 2011 en que habían variado 48,4%. Los préstamos en moneda extranjera se comportaron de manera diametralmente opuesta, cayendo 41,8% a/a, mientras que el año pasado habían crecido un 27,1% a/a. Esto fue consecuencia de las restricciones impuestas en el mercado de cambios que provocaron una salida de depósitos en dólares y por ende una caída de los préstamos en moneda extranjera, que fue parcialmente compensada con el aumento de líneas en pesos. En julio de 2012, haciendo uso de la facultad de “orientar el crédito” detallada en la nueva Carta Orgánica, el Banco Central estableció la “Línea de créditos para la inversión productiva” que dispuso que las entidades financieras más grandes del sistema y aquellas que son agentes financieros del Estado debían destinar un mínimo del 5% de sus depósitos en pesos del sector privado a esa fecha a financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones productivas.

### **Contexto internacional**

Durante el año 2012 la economía global creció sólo unas décimas por encima del 3%, levemente por debajo del promedio alcanzado en las tres últimas décadas (3,5%). Esta desaceleración del crecimiento mundial se debió, fundamentalmente, al recrudecimiento de las tensiones financieras en Europa, que la ha llevado a la recesión. El contagio -tanto real como financiero- desde Europa al resto de las áreas económicas, un soporte limitado de las políticas de demanda en las economías emergentes y las incertidumbres sobre su definición en los EE.UU. provocaron el resto.

Si bien Europa avanza hacia una unión económica y monetaria más sólida, no lo hace de forma tan rápida ni de un modo tan decidido como para evitar episodios de tensión financiera. Durante 2012 una multitud de eventos provocó dudas en los mercados. Algunas, referidas a la compatibilidad entre alcanzar los objetivos de austeridad fiscal y no dificultar el crecimiento. Otras, sobre el estado del sistema financiero en algunos países del área del Euro sometido a la presión por la falta de crecimiento y por las incógnitas sobre la solvencia de las administraciones públicas. Por último, incertidumbres sobre el grado de compromiso de algunos países respecto de un proyecto europeo común que, en algún momento de 2012, dio lugar a temores sobre una ruptura del Euro.

Sin embargo, en 2012, la Zona Euro dio pasos muy efectivos en su gobernanza, con el establecimiento de un pacto fiscal, la puesta en marcha del Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE), los primeros pasos hacia una unión bancaria y, como factor clave, el compromiso del

BCE de hacer todo lo necesario para eliminar el riesgo de convertibilidad del Euro al anunciar un programa de compra de bonos en el mercado secundario de los países que solicitaran la ayuda del MEDE.

Este conjunto de medidas permitió que, en la parte final de 2012, las tensiones financieras en Europa se relajaran notablemente desde los máximos alcanzados a mediados de año. Aun así, no se pudo evitar que el crecimiento europeo se desacelerara paulatinamente hasta estancarse. En su conjunto, durante 2012, el PIB del área del Euro habría caído un 0,5%, desde el crecimiento del 1,5% registrado en 2011.

La recuperación continuó durante el año en los Estados Unidos (EE.UU.), aunque a un ritmo inferior a etapas similares del pasado y el PIB creció en torno al 2%. La demanda privada permaneció débil a lo largo de todo el año, como resultado de la elevada incertidumbre derivada tanto de las dudas sobre la economía global como de la incertidumbre sobre cómo se resolvería el llamado "fiscal cliff", es decir, la entrada automática de subas de impuestos y recortes del gasto de tamaño suficiente como para llevar a la economía estadounidense a una recesión. No obstante, algunos sectores mostraron cierta recuperación, como el mercado de vivienda, y la política monetaria contribuyó a mantener las expectativas mediante un nuevo programa de expansión cuantitativa y el compromiso de mantener bajas tasas de interés por el tiempo que fuese necesario hasta reducir la tasa de desempleo.

Los efectos de las tensiones financieras y del estancamiento de la economía europea también alcanzaron a las economías emergentes de Latinoamérica y Asia: a pesar de que la demanda doméstica en estos países se mantuvo en niveles sólidos, las exportaciones se resintieron notablemente. Como consecuencia, el conjunto de Latinoamérica se desaceleró notablemente en 2012 hasta un nivel cercano al 3%, en especial por el pobre desempeño de Brasil, mientras que Asia (sin China) creció apenas por debajo del 4%.

La suave desaceleración en la que China llevaba inmersa algún tiempo, fundamentalmente por las medidas de política económica adoptadas a fin de evitar un sobrecalentamiento, se fue intensificando a medida que el entorno exterior se debilitaba y con él las exportaciones. Ello dio lugar a temores sobre la posibilidad de un aterrizaje brusco de la economía china. Sin embargo, la actividad se estabilizó en la última parte de 2012 y las autoridades dieron muestras de continuar utilizando tanto la política monetaria como las medidas de estímulo fiscal a fin de mantener el crecimiento chino en niveles aceptables. Aunque es cierto que en el conjunto de 2012 el PIB se habría desacelerado hasta el 7,6% (desde tasas entre el 9% y 10% en los 3 años previos), en la parte final de 2012 la actividad dio señales de estar repuntando.

En el mercado de divisas, el Euro se depreció significativamente frente al Dólar durante la primera mitad del año, dada la intensificación de la crisis de deuda europea. No obstante, las

acciones del BCE en el verano boreal para reducir la fragmentación en los mercados financieros de la Zona Euro implicaron un claro mensaje respecto a la irreversibilidad de la moneda común, propiciando su fortalecimiento en la segunda mitad del ejercicio. Con todo, en el promedio anual, el Dólar se depreció un 7,7% frente al Euro.

### **Comportamiento de los mercados**

En los EE.UU. el mercado bursátil evidenció una buena performance: el Dow Jones acumuló un alza del 7.26% durante todo el 2.012, mientras que el S&P 500 creció un 13.41% y el Nasdaq, un 16.82%.

En materia de monedas, el Dólar finalizó el período en un nivel de U\$S/€ 1,3193 depreciándose un 1.79% con respecto a la moneda europea. Su valor mínimo lo alcanzó el día 28 de febrero al cerrar en U\$S/€ 1,3458 y su máximo, el 24 de julio cuando lo hizo en U\$S/€ 1,2061.

En Europa, el Índice Eurostock 50 arrojó una performance positiva del 8.78% durante el período. En la segunda parte del año el alza alcanzó el 8.26%, tras bajar un 0.48% en la primera. Entre los índices europeos con buena performance destacaron: el DAX alemán, que creció un 27.07%; el CAC de Francia, que subió un 16.52%; el MIB de Italia, que creció un 8.34% y el FTSE de Reino Unido que lo hizo en un 7.13%. Por otra parte, el IBEX de España cayó un 2.23%.

En Asia, se destacó la performance del Nikkei japonés cuya performance fue del 22.94% durante todo el ejercicio; mientras que en China, el índice del mercado de Shanghai tuvo una suba del 3.17%.

En Latinoamérica, específicamente en Brasil, el mercado de acciones finalizó con el Bovespa subiendo un 7.40% en el año. En el 1º Semestre, la caída fue del 4.23%, mientras que en el 2º, el alza fue del 12.14%. Durante 2.012 y en términos de política monetaria, el Gobierno continuó interviniendo en el mercado de divisas y el Real exhibió una depreciación del 9.90%, cerrando en un nivel de R\$ 2,0516 por Dólar a fines de año, cuando lo había hecho en R\$ 1,8668 por Dólar a fines del año previo. El Real obtuvo su mínimo valor del año el día 30 de noviembre al ubicarse en R\$ 2,136 y su máximo el día 28 de febrero, al cerrar en R\$ 1,6958. Por otra parte, en México el índice Mexbol subió un 17.88%.

Respecto de los bonos estadounidenses, el correspondiente a 10 años que había iniciado el año con un rendimiento de 1,877%, finalizó el período con otro de 1,758%. El máximo rendimiento del título lo logró el día 19 de marzo cuando alcanzó el 2,378%. Por otra parte, el Índice EMBI Latinoamericano finalizó el 2012 con un rendimiento positivo del 20.31%.

En el mercado de commodities, el petróleo evidenció una caída anual del 9.36%, alcanzando un valor final en U\$S 91.82 por barril. El oro siguió constituyéndose en un claro refugio de los inversores dado el contexto externo. Finalizó el año en un valor de U\$S 1.676,40 la onza, subiendo un 5.05% 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 2011 el Patrimonio Neto del Fondo alcanzaba los \$ 2.925.859,11. A esa fecha 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 igual que durante los ejercicios anteriores, en el año 2012 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 acciones y CEDEARs del Reino Unido (por el 32.70% del total patrimonial), ADRs y CEDEARs de Suiza (por el 13.67%), CEDEARs de Holanda (por el 13.59%), ADRs y CEDEARs de Alemania (por el 12.97%), acciones y CEDEARs de España (por el 7.63%), i-Shares estadounidenses (específicamente, i-Shares S&P Europe 350, por el 7.25%), CEDEARs de Francia (por el 4.81%), disponibilidades netas (por el 3.71%) y CEDEARs de Italia (específicamente, Eni S. p. A. por el 3.67% restante)

Durante el año, se atendieron solicitudes de suscripción por \$ 6.319.912.- y solicitudes de rescate por \$ 4.273.845.-

A fines del año 2012, el Patrimonio del Fondo estaba diversificado en: un 36.18% en ADRs y CEDEARs estadounidenses, un 15.99% en CEDEARs de Alemania, un 12.87% en CEDEARs de Suiza, un 12.36% en CEDEARs de Holanda, un 8.75% en acciones de España, un 4.70% en

CEDEARs de Francia, un 4.50% en CEDEAs de Italia, un 4.07% en disponibilidades netas, un 2.98% en CEDEARs de España y el 0.58% restante en i-Shares de Barclays 1-3 Year Treasury Bond Fund.

Al 31 de diciembre de 2012 el Patrimonio Neto de FBA Europa llegó a los \$ 6.732.167,84 creciendo un 130,09% con respecto al nivel alcanzado a fines del año anterior; específicamente en \$ 3.806.308,73. Dicho Patrimonio estuvo participado por 271 cuotapartistas a fines del período, creciendo en un 14.35% con respecto al número obtenido a fines de 2011.

En el acumulado del año, la Cuotaparte del Fondo obtuvo un rendimiento positivo del 54.84%, 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.

Al igual que lo ocurrido en el período anterior, el ejercicio se caracterizó por la persistencia de la crisis financiera y económica internacional así como por las decisivas medidas tomadas por el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (Fed) estadounidense a fin de responder a dicha crisis. El denominador común de las respuestas ha sido el esfuerzo por llegar a acuerdos que -a modo de avances- se constituyeron para dar un nuevo marco institucional a Europa y un nuevo pacto fiscal a los EE.UU.

Europa pretendió reforzar la unión monetaria: específicamente, mediante el compromiso de una supervisión bancaria común y de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. En los EE.UU. el anuncio del mantenimiento del nivel de tasas de interés en mínimos hasta, por lo menos, mediados de 2015; el inicio de una expansión monetaria cuantitativa (con la compra de células hipotecarias) y las negociaciones políticas tendientes a la reducción del gasto público y al aumento de los ingresos a fin de evitar el “precipicio fiscal”, se constituyeron en las principales medidas del período.

En este contexto, podría esperarse que la economía internacional registre una mejora progresiva en su nivel de actividad dada una menor aversión al riesgo por las acciones tomadas.

Dadas las características del Fondo, su evolución está muy atada a lo que ocurra en 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, 6 de marzo de 2013

**BBVA FRANCES ASSET MANAGEMENT S.A.**

Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión

**EL DIRECTORIO**