

Fondos de cobertura, actualidad y perspectiva

Informe Especial

Fuerte crecimiento patrimonial: los fondos de cobertura experimentaron un fuerte crecimiento patrimonial desde su lanzamiento. Actualmente existen en el mercado seis fondos que, al 10-04-13, reunían en total un patrimonio cercano a los \$1.900 millones y representaban más del 3% del patrimonio total del mercado de fondos de Argentina.

Cobertura ante una devaluación del dólar oficial: los fondos de cobertura invierten principalmente en activos de renta fija con predominancia en aquellos denominados dólar-linked (cuentan con cláusula de ajuste al dólar oficial). Básicamente estos instrumentos son suscriptos y pagaderos en pesos y la tasa de referencia corresponde a la devaluación del dólar oficial. Los presentes fondos generalmente se obligan a invertir el 75% en activos en dólares o en pesos con cobertura cambiaria, dejando un remanente para administrar la liquidez del fondo.

Principales causas de su auge: el fuerte crecimiento patrimonial de los fondos de cobertura se explica en parte por una aceleración en la tasa de devaluación del dólar oficial y por la escasez de instrumentos financieros que rindan tasas reales positivas en el mercado, con niveles bajos de volatilidad.

Riesgos específicos: dado que en general, estos fondos no están cubiertos por el 100% del fondo, ante una devaluación pronunciada del tipo de cambio oficial, pueden evidenciar un rendimiento inferior a su *benchmark* y no lograr proteger totalmente al inversor frente a dicha situación. Otro de los riesgos que presentan estos fondos es la escasa liquidez de la mayor parte de sus carteras y la elevada concentración que pueden presentar en algunos emisores, producto de la acotada oferta de instrumentos.

Dos tipos de inversores: los fondos de cobertura presentan dos tipos de inversores. Por un lado los inversores que necesitan una cobertura contra la devaluación del dólar oficial y por otro, aquellos que buscan tasa. Estos últimos implican un riesgo ya que en el caso de una disminución en el ritmo de devaluación oficial, sumado a un incremento en la tasa Badlar, podría implicar una salida de estos cuotapartistas y dada la escasa liquidez de muchos de los instrumentos en cartera podría poner presión sobre el valor de la cuotaparte.

Perspectiva favorable: Fitch espera que continúe el crecimiento de los fondos de cobertura de mantenerse una situación similar a la actual (imposibilidad de girar dividendos y actuales niveles de tasa y devaluación oficial esperada). Los elevados niveles de inflación, junto con una elevada expansión monetaria y una caída en las reservas internacionales (aunque menor a la de 2011), ejercen presión sobre el dólar. El rendimiento esperado debería ser similar a la devaluación oficial esperada, pese a los elevados rendimientos del primer trimestre del año.

Interrogantes: existe la duda sobre el grado de cobertura que otorgarían los presentes fondos, tanto ante una fuerte devaluación del dólar oficial como ante un eventual desdoblamiento cambiario. En el primer escenario, para lograr una adecuada cobertura, las emisiones deberían poseer una elevada calidad crediticia, y en el segundo, contar con una cláusula específica que indique el tipo de cambio a ser utilizado ante dicho evento.

Analistas

Gustavo Avila
5235-8142
gustavo.avila@fitchratings.com

Mariano Maccagno
5235-8147
mariano.maccagno@fitchratings.com

Fuerte Crecimiento Patrimonial

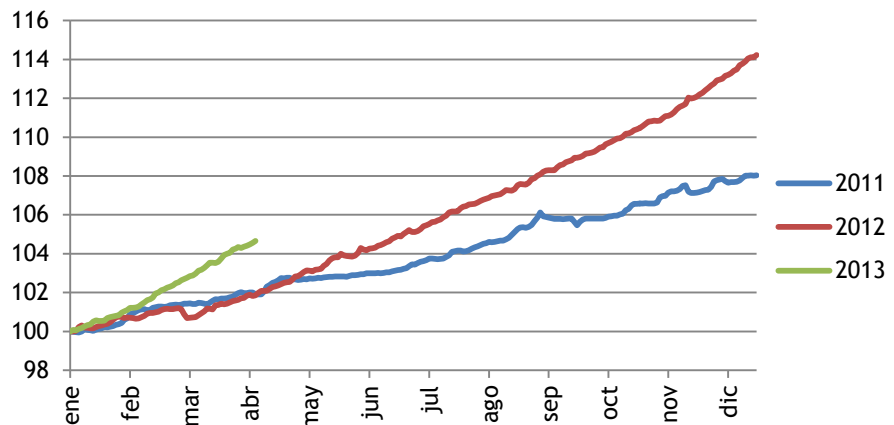
Los fondos de cobertura experimentaron un fuerte crecimiento patrimonial desde su lanzamiento. Actualmente existen en el mercado seis fondos que, al 10-04-13, reunían en total un patrimonio cercano a los \$1.900 millones y representaban más del 3% del patrimonio total del mercado de fondos de Argentina.

Estos fondos tienen como objetivo, en general, lograr una cobertura frente a la devaluación del dólar oficial. Ellos invierten principalmente en activos de renta fija con predominancia en aquellos denominados dólar-linked (cuentan con cláusula de ajuste al dólar oficial). Básicamente estos instrumentos son suscriptos y pagaderos en pesos y la tasa de referencia corresponde a la devaluación del dólar oficial; la mayor parte de los instrumentos tienen como referencia la comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina (mayorista) o la cotización del Banco Nación. Además de los activos dólar-linked y los denominados en dólares, los fondos de cobertura pueden tener como estrategia la combinación de inversiones en pesos junto con la compra de un futuro de dólar (Rofex) con el mismo plazo.

La creación de los fondos de cobertura obedece en parte por la necesidad de los inversores de poder tener sus ahorros vinculados al dólar. Ellos permiten al inversor tener los ahorros invertidos en activos en dólares con la ventaja de ser suscriptos en pesos (los rescates también son en pesos). Las emisiones dólar-linked surgieron para otorgar cobertura cambiaria contra la devaluación del dólar oficial, sin la necesidad de contar con el dólar billete. En general, los emisores que anteriormente emitían deuda en dólares pasaron a emitir deuda dólar-linked producto del actual cepo cambiario.

El fuerte crecimiento patrimonial de los fondos de cobertura se explica en parte por una aceleración en la tasa de devaluación del dólar oficial (ver en gráfico a continuación la pendiente más pronunciada del año 2013 vs. los años anteriores) y por la escasez de instrumentos financieros que rindan tasas reales positivas en el mercado, con niveles bajos de volatilidad. Además, la desaparición de numerosos fondos internacionales, tendencia que se espera se profundice luego de la resolución N°617/13 de la CNV, implica que existan menos opciones para poder tener los ahorros vinculados al dólar; aunque en los fondos de cobertura, la referencia es el dólar oficial.

Tasa de depreciación dólar oficial (base 100 enero)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Situación actual

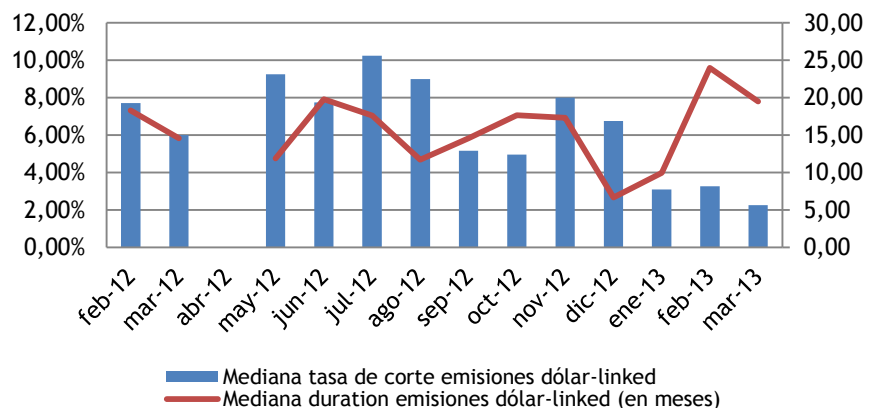
El inversor de los fondos de cobertura debe saber que, en la mayoría de los casos, se tiene como objetivo y estrategia invertir al menos el 75% del fondo en activos dólar-linked, en dólares o en pesos con cobertura cambiaria, y no el 100% del fondo. Generalmente entre el 20% y 25% se invierte en activos en pesos no cubiertos, privilegiando activos líquidos como los fondos comunes de inversión para hacer frente a eventuales rescates dada la escasa liquidez de los instrumentos en cartera.

Dado que en general, estos fondos no están cubiertos por el 100% del fondo, ante una devaluación pronunciada del tipo de cambio oficial, pueden evidenciar un rendimiento inferior a su *benchmark* y no lograr proteger totalmente al inversor frente a dicha situación. Otro de los riesgos que presentan estos fondos es la escasa liquidez de la mayor parte de sus carteras y la elevada concentración que pueden presentar en algunos emisores, producto de la acotada oferta de instrumentos.

No obstante esto, la alta demanda de estos fondos también hace referencia a los muy buenos rendimientos que vienen presentando desde sus comienzos (los primeros fueron lanzados cerca de octubre 2012). En el primer trimestre de 2013, el fondo de cobertura de mayor rendimiento llegó a rendir el 9.1%, lo que implica un rendimiento anualizado cercano al 42%. En tanto, la mediana se ubicó en un rendimiento, también para el primer trimestre, del 6.9% y anualizado del 30.5%, muy por encima de la devaluación oficial esperada a un año de plazo.

Dado el actual ritmo de devaluación oficial¹ y los valores de referencia en los contratos del dólar futuro (Rofex)², ¿qué explica el rendimiento adicional de estos fondos? La respuesta obedece a una fuerte compresión de las tasas internas de retorno (TIR o YTM por sus siglas en inglés) de estos productos por su incremento en la demanda, especialmente de aquellos considerados “inciso k” (asequibles por compañías de seguro) y su escasa oferta relativa. Debido a esta situación, es importante remarcar que pese a los muy buenos rendimientos obtenidos en el pasado, los rendimientos proyectados para estos fondos se ubican hoy cerca de la devaluación oficial esperada.

Evolución tasa de corte activos dólar-linked



Fuente: Fitch

¹ Cercano al 17% interanual con datos a marzo 2013 de acuerdo al informe de derivados financieros número 53 de abril 2013 de Rofex.

² El precio en el mercado de futuros está convalidando una tasa implícita cercana al 21.5% (anualizada) para diciembre 2013, 450 puntos básicos por encima del ritmo de depreciación actual. Asimismo, en marzo, la tasa implícita anualizada, se ubicó en torno al 20%, en el promedio de todas las posiciones de Rofex de acuerdo al mismo informe.

La demanda de activos dólar-linked no sólo se evidenció en los presentes fondos de cobertura, sino que numerosos fondos de renta fija incorporaron dichos instrumentos en sus carteras. Algunos lo hicieron en forma *clean* mientras que otros los incorporaron como una estrategia de arbitraje cubierto de tasa, comprando instrumentos dólar-linked y vendiendo futuros de dólar al mismo plazo.

Inversores

Un aspecto importante a analizar, es quiénes son los inversores de estos fondos. Hay dos clases, por un lado los inversores genuinos, aquellos que necesitan una cobertura contra la devaluación del dólar oficial. En este caso, se destacan aquellas empresas internacionales que se ven imposibilitadas de girar dividendos al exterior.

Hay un segundo grupo de inversores que corresponden a aquellos que buscan tasa, ya que en general los presentes fondos han evidenciado muy buenos rendimientos. Si bien el rendimiento esperado (cercano a la devaluación esperada), se ubica por debajo de la inflación esperada, de permanecer el actual nivel de tasas y ritmo de devaluación oficial, rendirían por encima de la actual tasa Badlar Bancos Privados a un año y de los fondos de renta fija con un riesgo de volatilidad acotado.

Este segundo grupo de inversores que únicamente busca tasa, implica un riesgo para los presentes fondos, ya que en el caso de una disminución en el ritmo de devaluación oficial, sumado a un incremento en la tasa Badlar de referencia, podría implicar una salida de estos cuotapartistas en dichos fondos y dada la escasa liquidez de muchos de los instrumentos en cartera podría poner presión sobre el valor de la cuotaparte. Una administración eficiente de la liquidez que involucra un conocimiento de los cuotapartistas y sus necesidades así como una sinergia entre el área comercial y de *portfolio management* es clave para el éxito y la estabilidad de los fondos de cobertura.

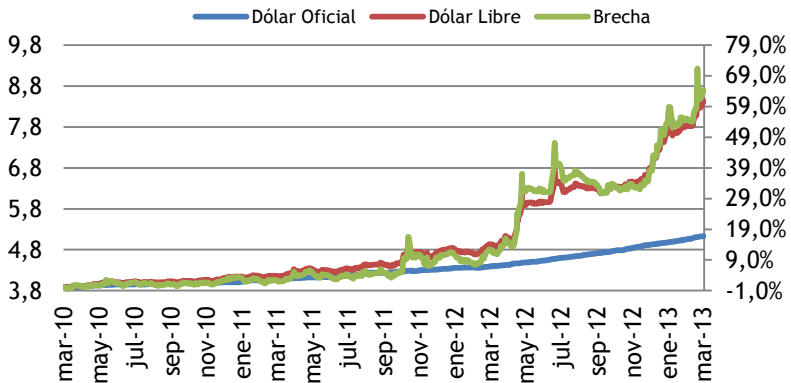
Perspectiva

La perspectiva para los fondos de cobertura es favorable de mantenerse una situación similar a la actual (imposibilidad de girar dividendos y actuales niveles de tasa y devaluación oficial esperada). Los elevados niveles de inflación, con una expansión monetaria primaria del 38% y de todos los agregados monetarios superior al 36% en 2012³ y una caída en las reservas internacionales (aunque menor a la de 2011), ejercen presión sobre el dólar.

Por el momento, si bien aumentó el ritmo de devaluación oficial con respecto a años anteriores, las presiones en el tipo de cambio, producto de su sobrevaluación y del cepo cambiario, implicaron principalmente un fuerte incremento en la brecha entre el dólar oficial y el libre o implícito.

³ Ver informe del mes de marzo de 2013 de derivados financieros del Rofex.

Evolución dólar oficial vs. dólar libre



Fuente: Fitch en base a datos de económica

Los presentes fondos permiten al inversor cubrirse (aunque en general parcialmente) de una devaluación del dólar oficial, como la que se viene registrando. Los interrogantes surgen respecto a qué grado de cobertura otorgarían tanto ante una fuerte devaluación del dólar oficial como ante un eventual desdoblamiento cambiario.

En el caso de una fuerte devaluación del tipo de cambio, la duda surge respecto a si todos los emisores responderían igualmente ante dicho evento. Para lograr una adecuada cobertura, las emisiones deberían poseer una elevada calidad crediticia.

En tanto, en caso de un desdoblamiento cambiario, para otorgar una adecuada cobertura se requeriría que los instrumentos en cartera posean una cláusula específica en el prospecto de emisión respecto al tipo de cambio a ser utilizado ante dicho evento (con el fin de evitar disputas legales y gastos administrativos). Asimismo, lo óptimo para el inversor sería que los instrumentos refieran en la actualidad a la comunicación "A" 3500 del BCRA o el tipo de cambio que surge del EMTA⁴ con preferencia sobre el tipo de cambio Banco Nación y, que de ser reemplazados el tipo de cambio de referencia, siga al dólar financiero. (Suponiendo un desdoblamiento en dólar comercial (más bajo) y dólar financiero (más alto)).

Conclusión

Los fondos de cobertura otorgan a los inversores que requieren protegerse ante una devaluación oficial, una razonable cobertura, aunque surgen interrogantes si ocurriera una fuerte devaluación oficial o ante un eventual desdoblamiento cambiario. Si bien la mayoría de ellos, por política, se obliga a tener solo el 75% de activos vinculados a dicha estrategia, es una de las pocas opciones que posee actualmente el inversor para lograr dicho objetivo.

Los inversores deben considerar que el rendimiento esperado para estos fondos debería ser similar a la devaluación oficial esperada, pese a los elevados rendimientos observados en el primer trimestre del año. Asimismo, una disminución en el ritmo de devaluación oficial, sumado a un incremento en la tasa Badlar de referencia podría implicar una salida de cuotapartistas en dichos fondos y poner presión sobre el valor de la cuotaparte.

⁴ EMTA: Emerging Markets Trade Association,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.