

# Radiografía de los Fondos de Renta Fija de corto plazo

Informe Especial

**Fuerte crecimiento patrimonial:** los Fondos Comunes de Inversión (FCI) registraron un importante crecimiento patrimonial en 2011 que alcanzó un 39%. Prácticamente todos los segmentos crecieron a excepción de los Fondos de Renta Variable que registraron un leve retroceso.

**Importancia de los Fondos de Renta Fija:** los Fondos de Renta Fija explican gran parte del crecimiento ya que con un alza cercana al 38% pasaron a ser los de mayor importancia en el mercado a fines de 2011, superando a los Fondos de Mercado de Dinero (*Money Market*). Dentro de los Fondos de Renta Fija, los de corto plazo son los más significativos. Estos Fondos obtuvieron en 2011 cerca del doble de rendimiento que los primeros con bajos niveles de volatilidad.

**Fondos para administrar liquidez:** los actuales niveles inflacionarios junto a rendimientos cercanos a cero para las tradicionales cuentas de liquidez hicieron necesario que se administre de manera más eficiente la liquidez en los Fondos de Renta Fija de corto plazo. Una alternativa utilizada por estos últimos fue invertir en otros Fondos a fin de obtener un diferencial de rentabilidad.

**Fuertes rescates en octubre'11:** los Fondos de Renta Fija de corto plazo registraron, en general, una marcada disminución en la cantidad neta de cuotas partes a lo largo de octubre de 2011. Las caídas llegaron a representar cerca del 30% en un día y superaron el 40% en forma mensual en algunos casos. No obstante, se destaca que, octubre'11 fue el primer mes con variaciones negativas significativas desde enero'09 hasta la fecha.

**Escasa regulación:** los Fondos de Renta Fija de corto plazo, a diferencia de los Fondos *Money Market*, poseen una escasa regulación respecto a las concentraciones máximas por cuotapartista y a la liquidez que deben mantener en cartera. En general, evidencian elevadas concentraciones por cuotapartista con una menor liquidez que en los Fondos *Money Market* y con escasos límites respecto a los rescates.

**Aún sin riesgo para la industria:** el porcentaje invertido por Fondos de Renta Fija de corto plazo en otros Fondos de Renta Fija aún no es significativo y por ende no pone en riesgo a la industria. Esto se comprobó al observar que a fines de diciembre'11, de los cerca de \$1.000 millones invertidos en Fondos, sólo el 25% se encontraba en otros Fondos de Renta Fija, lo que representaba el 2% de estos Fondos (3.8% de los Fondos de corto plazo) y menos del 1% de la industria.

**Monitorear a futuro:** el hecho de que varios Fondos de Renta Fija de corto plazo inviertan en otros Fondos de Renta Fija -obteniendo un diferencial de rendimiento respecto a los Fondos *Money Market*- y que no haya una regulación al respecto, incentiva a que los demás también lo hagan (como sucede en la teoría de los juegos con el dilema del prisionero<sup>1</sup>). No obstante,

## Analistas

Gustavo Avila  
5235-8142  
[gustavo.avila@fitchratings.com](mailto:gustavo.avila@fitchratings.com)

Eduardo D'Orazio  
5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

---

<sup>1</sup> El dilema del prisionero es un problema fundamental de la teoría de los juegos que muestra que dos personas pueden no cooperar incluso si en ello va el interés de ambas.

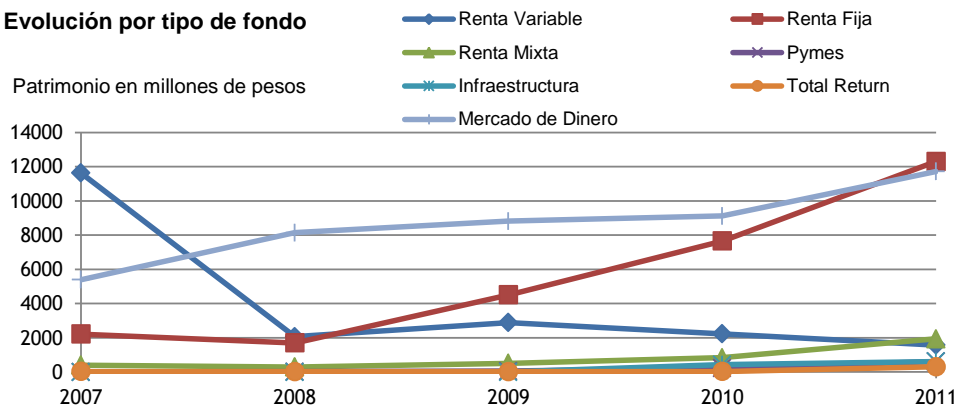
por el momento la mayoría lo hace en forma combinada, con inversiones en Fondos *Money Market*, y esto hace que disminuya el riesgo de “burbuja” o de aceleración en los rescates.

### Evolución patrimonial

Los Fondos Comunes de Inversión registraron un importante crecimiento patrimonial en 2011 que alcanzó un 39%. Prácticamente todos los segmentos crecieron, a excepción de los Fondos de Renta Variable que registraron un leve retroceso.

Los Fondos de Renta Fija explican gran parte del crecimiento ya que con un alza cercana al 38% pasaron a ser los de mayor importancia en el mercado a fines de 2011, superando a los Fondos de Mercado de Dinero. Dentro de los Fondos de Renta Fija, los de corto plazo son los más significativos.

#### Evolución por tipo de fondo



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la C.A.F.C.I.

El gran crecimiento de los Fondos de Renta Fija de corto plazo obedeció en parte a una mejor relación rendimiento-volatilidad que estos presentan respecto a los Fondos *Money Market* que duplicaron en promedio la rentabilidad, evidenciando bajos niveles de volatilidad y con rescates en el día (t+0) o a 24 horas (t+1).

### ¿Fondos para administrar liquidez o burbuja?

Los actuales niveles inflacionarios junto a rendimientos cercanos a cero para las tradicionales cuentas de liquidez hicieron necesario que se administre más eficientemente la liquidez en los Fondos de Renta Fija de corto plazo.

Una alternativa utilizada fue invertir la liquidez en otros Fondos para obtener rentabilidad sobre ella. Con relación a esto, el presente informe especial intenta analizar si esta práctica de inversión implica llevar a cabo una administración más eficiente de la liquidez o si generaría una “burbuja” o alza patrimonial artificial que podría desembocar en un incremento en la velocidad de los rescates.

Esta “burbuja” significaría que un mismo aporte original a un Fondo puede ser invertido en otros Fondos; por ejemplo, en cinco Fondos por un 20% en cada uno (límite máximo normativo por emisor). Estos cinco Fondos pueden usar esa suscripción en otros Fondos y así sucesivamente hasta que el monto resultante sea inferior al valor mínimo que puede invertirse en un Fondo.

#### Analistas

Gustavo Avila  
5235-8142  
[gustavo.avila@fitchratings.com](mailto:gustavo.avila@fitchratings.com)

Eduardo D'Orazio  
5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

En este sentido entonces, un elemento a considerar es los tipos de Fondos en los que se invierte, para analizar la magnitud de la cascada. Así, en primer lugar, el “peor” escenario sería que se invierta en otro Fondo de corto plazo (t+1) que pueda invertir su liquidez en otros Fondos t+1; en segundo lugar, que invierta en Fondos t+1 o t+0 que a la vez inviertan sólo en Fondos *Money Market*, y en el “mejor” de los escenarios que invierta directamente en Fondos *Money Market* que no inviertan en otros Fondos.

**Análisis empírico**

Al analizar los datos a fines de diciembre de 2011, se obtiene que los Fondos de Renta Fija de corto plazo invertían en otros Fondos por un valor superior a los \$1.000 millones. Las inversiones iban desde un mínimo del 0% hasta un máximo del 52.1% del patrimonio. En tanto, el promedio simple reflejó un valor cercano al 17%.

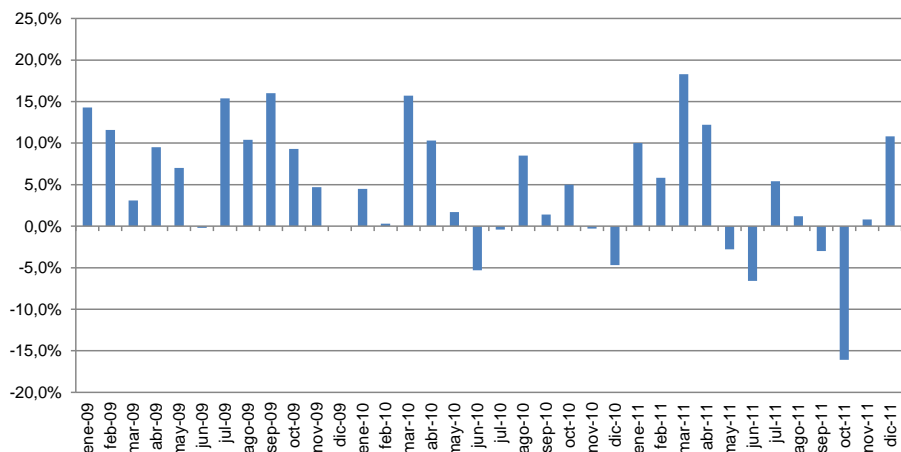
Lo interesante a destacar es que de las inversiones en Fondos, aproximadamente el 75% se encontraba invertido en Fondos *Money Market*, mientras que el otro 25% correspondía a otros Fondos de Renta Fija, lo que, a fines de diciembre, representaba el 2% de los Fondos de Renta Fija (3.8% de los Fondos de corto plazo) y menos del 1% de la industria<sup>2</sup>.

Al incluir las inversiones en los Fondos *Money Market*, los \$1.000 millones pasan a representar el 8.1% de los Fondos de Renta Fija y un 3.4% de la industria, lo que lo hace más representativo. No obstante, estos Fondos se encuentran regulados respecto a las concentraciones máximas por cuotapartista y poseen elevados niveles de liquidez para hacer frente a los eventuales rescates.

En tanto, corresponde observar si dicha práctica aumenta o no la velocidad de los rescates ya que el rescate en un Fondo puede implicar rescates en otros Fondos al mismo tiempo.

Al analizar los Fondos de Renta Fija de corto plazo, se observa que, a excepción de octubre '11, estos no registraron caídas patrimoniales sustanciales en términos mensuales desde enero de 2009. Sin embargo, en octubre de 2011, su patrimonio cayó más de \$1.100 millones, lo que representó una disminución del -16.1% en términos porcentuales.

**Rescates Netos -Fondos de Renta Fija de Corto plazo-**



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de Fundpro

**Analistas**

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

Eduardo D'Orazio  
5235-8145  
eduardo.dorazio@fitchratings.com

<sup>2</sup> Si bien para analizar el impacto general en la industria faltaría incluir los Fondos de Renta Fija de mediano y largo plazo, así como los Fondos Pyme y de infraestructura que también invierten en Fondos, no se incluyeron por su naturaleza que hace presuponer una mayor estabilidad de los cuotapartistas y por ende un menor riesgo.

Al analizar el comportamiento de los presentes Fondos en octubre'11 en forma individual, se observa que fue dispar, aunque surgieron algunas conclusiones generales:

- 10/32 Fondos analizados tuvieron una caída neta mensual de cuotapartes mayor al 20%; 7/32 mayor al 30% y 3/32 mayor al 40%.
- 18/32 Fondos analizados tuvieron una caída neta diaria de cuotapartes mayor al 10% y 4/32 mayor al 20%.

Otros aspectos a considerar en los Fondos de Renta Fija de corto plazo son:

- A diferencia de los Fondos de Plazo Fijo, los Fondos de Renta Fija no están regulados respecto a la liquidez a mantener en cartera y a las concentraciones máximas por cuotapartista.
- En general, estos Fondos en Argentina poseen una elevada concentración por cuotapartista lo que implica un mayor riesgo de liquidez.
- A diferencia de otros países, hay escasos límites para los rescates y esto influye en la posibilidad de realizar una adecuada planificación de su administración.
- No existe información pública respecto del grado de concentración por cuotapartista.

## Conclusión

Se destaca que el porcentaje invertido por Fondos de Renta Fija de corto plazo en otros Fondos de este mismo tipo aún no es significativo, y por ende no pone en riesgo a la industria. Esto se comprobó, como se señalaba en el informe, al observar que de los \$1.000 millones sólo el 25% se encontraba en otros Fondos de Renta Fija, lo que representaba a fines de diciembre menos del 1% de la industria.

No obstante, dado que el otro 75% se encontraba invertido en Fondos *Money Market* para que no haya riesgos, es importante que estos sigan teniendo una importante participación patrimonial relativa a los Fondos de Renta Fija de corto plazo y que mantengan elevados niveles de liquidez inmediata.

El análisis realizado permitió observar que la mayoría de los Fondos que utilizan dicha práctica, lo hace en forma combinada con inversiones en Fondos *Money Market*. Sin embargo, es importante volver a destacar que, el hecho de que varios Fondos de Renta Fija de corto plazo inviertan en otros Fondos del mismo tipo (obteniendo un diferencial de rendimiento respecto a los Fondos *Money Market* o cuentas de liquidez) y que no haya una regulación al respecto, incentiva a que otros lo hagan. En caso de generalizarse esta práctica aumentaría el riesgo de "burbuja".

Finalmente, si bien no se puede ser concluyente respecto al aumento de la velocidad en los rescates, las significativas caídas patrimoniales que registraron algunos de los Fondos analizados a lo largo de octubre de 2011, derivan en que el riesgo de liquidez deba ser un elemento a monitorear en los presentes Fondos.

Una manera de limitar el posible impacto de la inversión de Fondos en otros Fondos, podría ser a través de la inversión en Fondos con plazo de rescate inferior.

### Analistas

Gustavo Avila  
5235-8142  
[gustavo.avila@fitchratings.com](mailto:gustavo.avila@fitchratings.com)

Eduardo D'Orazio  
5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 ESTÁN 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 DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2012 por Fitch, 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.

#### Analistas

Gustavo Avila  
5235-8142  
[gustavo.avila@fitchratings.com](mailto:gustavo.avila@fitchratings.com)

Eduardo D'Orazio  
5235-8145  
[eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com)