

Evolución 2018 y Perspectiva 2019 FCI Abiertos

Fuerte caída patrimonial durante 2018 y salida de inversores minoristas

Durante el primer trimestre de 2018, el mercado de Fondos continuó con la tendencia creciente experimentada los años previos, y alcanzó un patrimonio total administrado de alrededor de \$700 mil millones en abril. Esta expansión estuvo impulsada principalmente por el incremento en los Fondos de Renta Fija de Corto Plazo en pesos ("t+1"), con una *duration* menor a un año y un plazo de rescate de 24 hs., destacándose el aumento del segmento minorista que incrementó su participación al 24% sobre el total del patrimonio administrado en abril '18.

A partir de fines de abril '18, la fuerte suba del tipo de cambio y la consecuente alza de tasas para contenerla generaron una fuerte caída en el patrimonio de los Fondos abiertos. Por un lado, los inversores minoristas fueron retirando sus tenencias para pasar a dólares. De este modo, la cantidad de cuentas fue decayendo y su participación sobre el total del patrimonio se redujo a 16.0% a mar'19 (vs. 23.3% a mar'18). Estos inversores no volvieron a ingresar a la industria de Fondos una vez que se estabilizó la situación de mercado, a diferencia de los institucionales, quienes sí fueron regresando a estos instrumentos (principalmente a fondos de Mercado de Dinero o Money Market).

Además, la caída de los precios de los activos y, por ende, del valor de las cuotapartes ante el alza de tasas también contribuyó a la disminución del patrimonio, lo que tuvo un mayor impacto en los Fondos con mayor proporción de activos no negociados habitualmente.

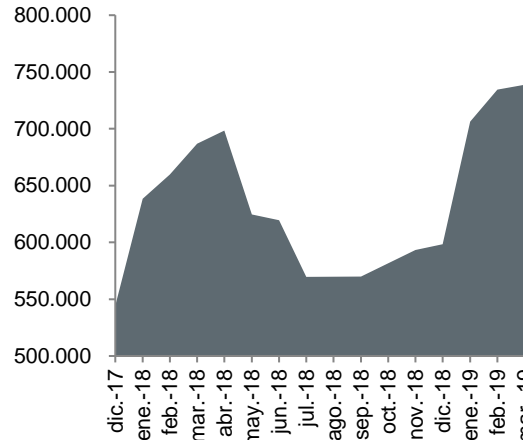
Con todo, el Patrimonio de los FCI Abiertos a fines de 2018 aumentó sólo 10% respecto al año previo (y cayó 46% en dólares), alcanzando \$599 millones, lo que constituye una merma significativa en términos reales. Este incremento se explica por el impacto de la devaluación (que aumentó el patrimonio de los fondos denominados en dólares y los denominados en pesos con alta exposición a activos en dólares), y por el rendimiento de los Fondos, dado que en términos de rescates netos de cuotapartes el saldo fue negativo. Si bien a mar'19 el patrimonio ascendía a \$739 millones, el incremento interanual es de sólo 7.6%.

Salida de fondos "t+1" hacia fondos de mercado de dinero

La evolución durante 2018 no fue uniforme para los distintos tipos de fondos. Los más afectados por la situación de estrés fueron los Fondos de renta fija y, en especial, los de corto plazo en pesos con fuerte exposición a Lebac. En contraposición, los Fondos de Mercado de Dinero experimentaron un elevado ingreso de dinero proveniente de los Fondos "t+1" por parte de inversores institucionales, que se ajustan mejor a sus necesidades: si bien poseen menores rendimientos, también presentan una menor volatilidad en el valor de las cuotapartes (evitando fuertes caídas). Así, los Fondos de Renta Fija disminuyeron su participación sobre el total del Patrimonio Administrado desde 72% en ene'18 hasta 56% en mar'19, mientras que los Fondos Money Market vieron aumentado su peso relativo desde 9% hasta 25% durante el mismo período.

Evolución del Patrimonio FCI Abiertos 2018

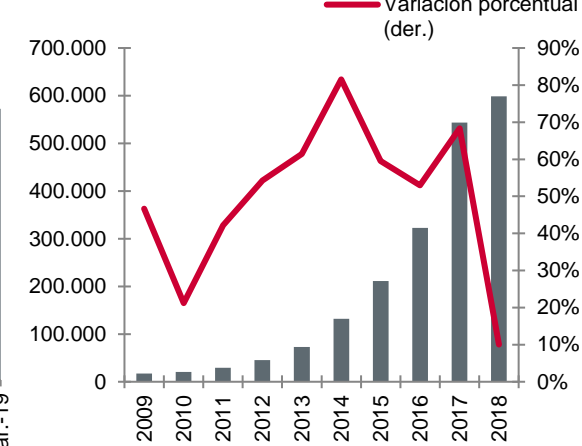
En millones de pesos



Fuente: FIX en base a CAFCI

Evolución del Patrimonio

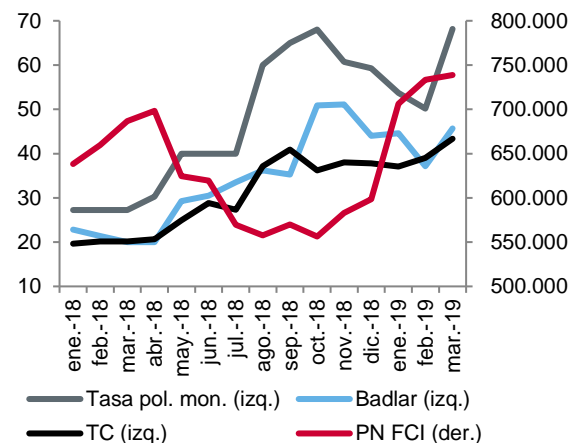
En millones de pesos



Fuente: FIX en base a CAFCI

Evolución principales variables

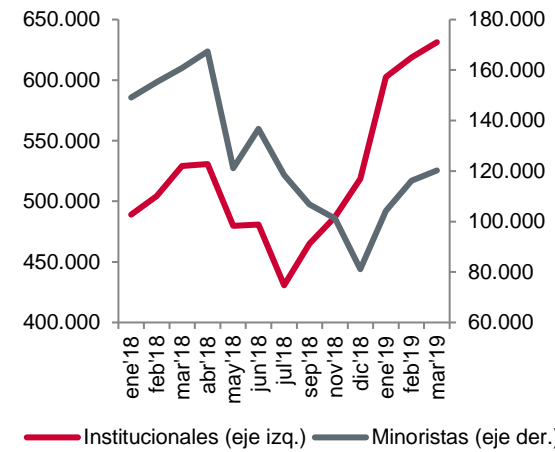
En millones de pesos (PN), en % (tasas) y en \$/USD (TC)



Fuente: FIX en base a BCRA y CAFCI

Evolución Patrimonio por tipo de inversor

En millones de pesos



Fuente: FIX en base a CAFCI

Rendimiento y disparidad en la valuación de activos

La mayor parte de los Fondos de Renta Fija en Pesos de Corto Plazo finalizaron el 2018 con un rendimiento anual que osciló entre 30% y 35%, menor a la inflación registrada durante el período (ver cuadro de Rendimiento). Por el contrario, los Fondos denominados en dólares registraron importantes rendimientos en pesos, dado que si bien se vieron afectados por la baja en los precios de sus activos, la devaluación experimentada durante el año permitió compensar este efecto (el rendimiento en dólares de estos fondos fue generalmente negativo).

Asimismo, cabe destacar que hubo divergencias en los criterios de valuación adoptados por las distintas Administradoras, ya que la regulación daba un cierto margen de acción a las mismas para computar los precios de los activos sin negociación habitual en el mercado, y se observó una disparidad de precios entre éstas para los mismos activos en función del criterio elegido. La Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI) comenzó a tener un rol más activo en la coordinación de los precios, y la CNV en nov'18 dispuso criterios de valuación de estos activos mediante la RG 771, limitando la discrecionalidad de las Administradoras. FIX considera muy positivos los esfuerzos de la CNV en pos de mejorar la transparencia y reducir las disparidades de valuación, y entiende que contar con una agencia de precios sería un elemento positivo para evitar situaciones de transferencia de riqueza entre cuotapartistas ante rescates significativos.

Evolución dispar entre administradoras

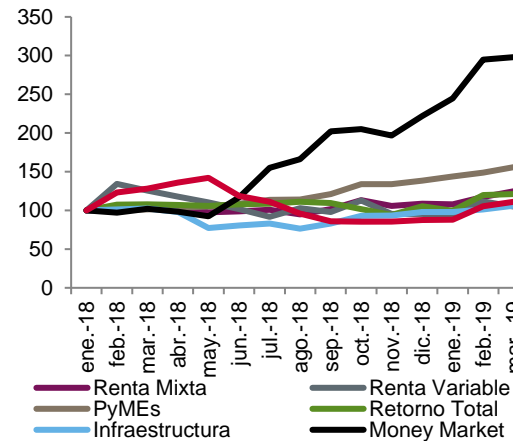
El mercado de Fondos se encuentra concentrado entre Administradoras: las primeras 5 representan el 39.9% del patrimonio total administrado a mar'19 (41.7% a dic'17), y son en su mayoría vinculadas a bancos. Si bien hubo un leve cambio en la composición entre Administradoras bancarias e independientes (62% bancarias y 38% independientes a mar'19 frente a 69% y 31% respectivamente a dic'17) dado el elevado volumen de las primeras, lo cierto es que la situación de estrés del mercado y las caídas patrimoniales no fueron uniformes para estos dos grupos, ya que las Administradoras bancarias fueron las más afectadas por la salida de los inversores minoristas.

De hecho, entre las principales 10 Administradoras bancarias a fines de 2018, 5 reflejaron mermas en los patrimonios administrados frente a 2017, mientras que los incrementos de las restantes no alcanzaron a la inflación registrada en el período. Así, 6 de ellas vieron reducido su market share respecto al año previo.

Evolución por instrumento de las carteras

Las Lebac fueron disminuyendo su participación en la cartera de los Fondos. En primer lugar, por la disposición de la Superintendencia de Seguros que prohibió a las compañías de seguros invertir en ellas directa o indirectamente. Luego, los Fondos debieron desprenderse de estos activos – al ser los más líquidos – para pagar los rescates de cuotapartistas durante la situación de estrés experimentada por el mercado entre abril y julio. Por último, el anuncio del BCRA de cancelación de las Lebac generó que las mismas tuvieran una ponderación casi nula en las carteras a fines de 2018. Esta posición fue reemplazada tanto por títulos públicos de corto plazo (mayormente Lecaps), como por disponibilidades (incluye cuentas remuneradas) y por plazos fijos, a fin de mantener la liquidez de las carteras.

Evolución del Patrimonio por tipo de fondo
Base 100=dic'18

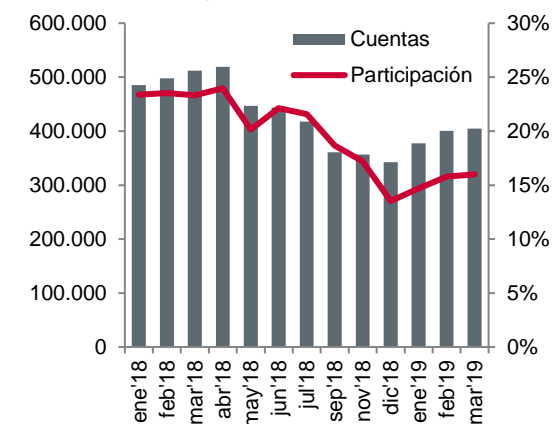


Fuente: FIX en base a CAFCI

Rendimiento 2018 (en pesos)	
Money Market	34,1%
Clásicos	33,9%
Dinámicos	34,1%
Renta Fija ARS Corto Plazo	36,2%
Renta Fija ARS Mediano Plazo	30,0%
Renta Fija ARS Largo Plazo	36,0%
Renta Fija CER/UVA	33,9%
Renta Fija USD Corto Plazo	104,3%
Renta Fija Dólar Linked	81,1%
Renta Fija USD Dur > 1 año	87,9%
Fondos Pyme	32,2%
Renta Mixta	22,5%
Renta Variable Merval y Merval 25	0,6%

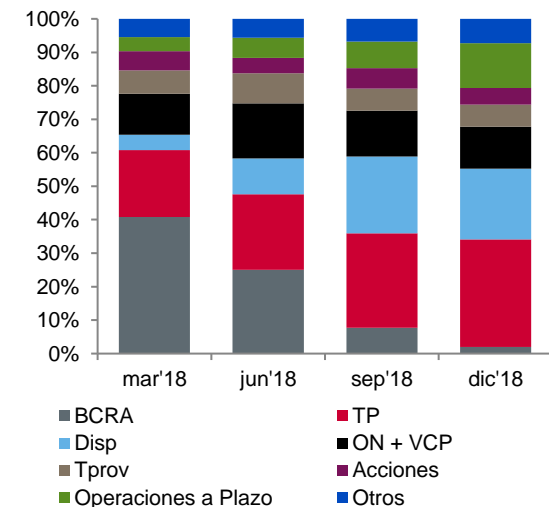
Fuente: FIX en base a CNV y CAFCI. Mediana de fondos operativos.

Evolución de las cuentas minoristas (eje izq.) y su participación en el total del PN administrado (eje der.)



Fuente: FIX en base a CAFCI

Evolución de la cartera de los FCI Abiertos



Fuente: FIX en base a CAFCI

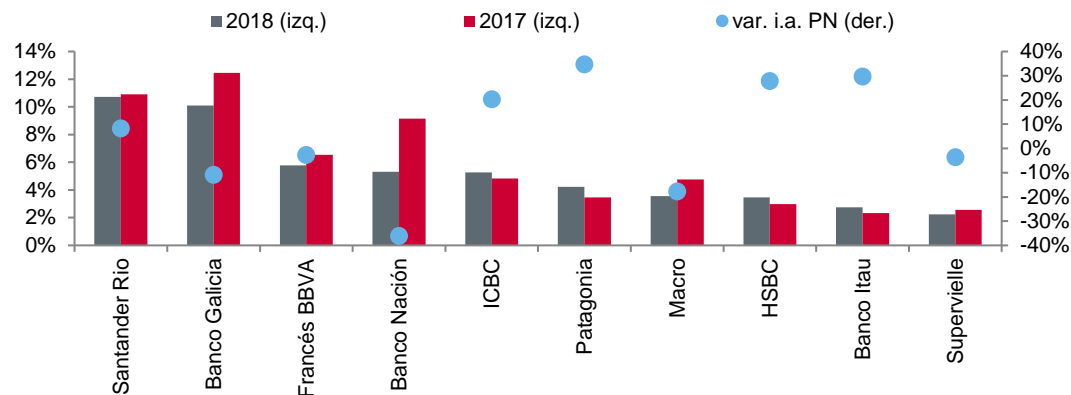
Novedades regulatorias

- La nueva Ley de Mercado de Capitales, sancionada en mayo de 2018, introdujo importantes cambios para los FCI. Entre ellos, los nuevos alcances de las Administradoras, permitiéndoles administrar fondos de terceros (además de los Fondos Comunes de Inversión) y la posibilidad de constituir Fondos de ahorros voluntarios destinados al retiro de sus cuotapartistas (Fondos de pensión). Además, la misma potenciaría la creación de FCI Cerrados.
- Inversor calificado: La CNV dispuso un régimen especial para los FCI Abiertos destinados exclusivamente a Inversores Calificados, que permite que estén depositados en un 100% en el exterior y establece límites de concentración por emisor para las inversiones del mismo (40% del PN del FCI, en tanto no pueden superar el 20% del capital o pasivo de la entidad emisora en caso de valores privados). La figura de Inversor Calificado no está reglamentada aún, y FIX no espera que suceda en el corto plazo.
- Compañías de seguros: A principios de 2019, se aumentó el porcentaje mínimo de inversiones en instrumentos PyME que deben tener las compañías de seguros, pasando de 3% a 5% hacia junio de 2019 (con un cronograma gradual). Dada la escasez de estos instrumentos en el mercado, esta medida podría generar un ingreso de fondos hacia los FCI PyMES, a la vez que contribuiría a bajar la tasa de estas emisiones. Asimismo, a través de la RG 784, la CNV autorizó a los Fondos PyME a invertir en otros instrumentos (facturas electrónicas, certificados de obra, cuotapartes de fondos cerrados, cheques no garantizados en primer endoso).
- Nueva regulación para Money Market (RG 757): La CNV estableció que las Administradoras deben realizar una evaluación para anticipar el efecto de rescates simultáneos de múltiples inversores (considerando tipo de inversores, concentración por inversor y evolución de suscripciones y rescates, entre otras), y desarrollar pruebas de estrés trimestralmente para estimar pérdidas potenciales.
- Normativa de valuación de activos: Como se mencionó previamente, la CNV dispuso ciertos criterios de valuación de instrumentos a fin de evitar la disparidad de precios entre Administradoras. En este sentido, se destaca que la RG 771 establece el tipo de cambio aplicable y el criterio para valorar activos de renta fija que no hayan registrado Transacciones Relevantes, a través de una estimación del precio de realización utilizando metodologías de valuación que incorporen curvas de rendimiento cupón cero.

Perspectiva 2019

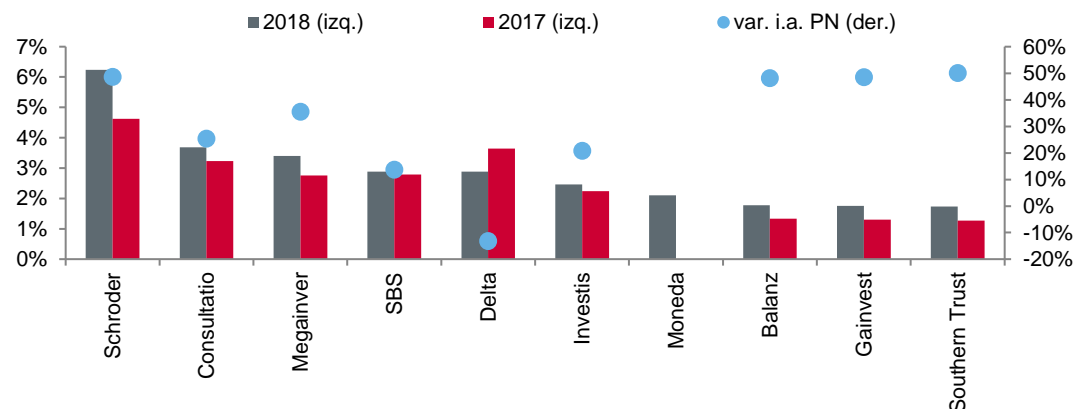
Dado el contexto de incertidumbre de cara a las próximas elecciones presidenciales, FIX estima que será un año con volatilidad en el patrimonio de la industria de FCI Abiertos. Además, se espera una dolarización de las carteras y una preferencia por parte de los inversores hacia aquellos Fondos que eviten el riesgo argentino, a excepción de los Fondos de *cash management* institucionales. En este sentido, se destaca el surgimiento y crecimiento de Fondos que invierten en activos de países extranjeros, generalmente enfocados en países del Mercosur y Chile, y el uso de Treasury Bills para la administración de liquidez. Asimismo, FIX estima que la mayoría de los inversores minoristas que salieron de esta industria a mediados de 2018 no reingresarán sus ahorros en el corto plazo.

Evolución Market Share - Top 10 Administradoras Bancarias



Fuente: FIX en base a CNV

Evolución Market Share Top 10 Administradoras No Bancarias



Fuente: FIX en base a CNV

Renata Barlaro

(+5411) 5235-8134

renata.barlaro@fixscr.com

Gustavo Ávila

(+5411) 5235-8142

gustavo.avila@fixscr.com

María Fernanda López

(+5411) 5235-8100

mariafernanda.lopez@fixscr.com

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de FIX para adquirir, vender o negociar valores negociables.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 FIX SCR S.A. 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 independientes 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 FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. 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 que pueden suceder y 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, recibida del emisor", se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. 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, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. 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 USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta